



# Хувьцааны Анализ

2021  
05.14

---

MSE:MFC

Хаалтын ханш: ₮ 68.0

Зорилтод ханш: ₮ 73.0

Өсөх боломж: 7.4%

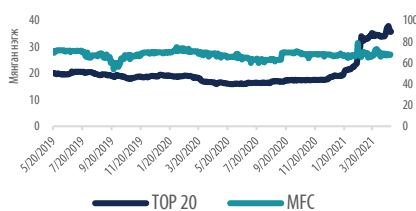
**Golomt Capital<sup>®</sup>**



## Хүснэгт 1. Үнэлгээний хураангуй

5 сарын 14, 2021	MSE:MFC
Үнэлгээ:	ХҮЛЭЭХ
Хаалтын ханш:	₮ 68.0
Зорилтод ханш (2021.12.31):	₮ 73.0
Боломжит өсөлт:	7.4%

## График 1. Хувьцааны арилжааны түүх



52 долоо хоног:	₮ 60 – 79
Нийт хувьцааны тоо ширхэг:	408,850,428
Зах зээлийн үнэлгээ:	₮ 27,801,829,104

Эх сурвалж: МХБ

## Хүснэгт 2. Зах зээлийн харьцаа үзүүлэлтүүд

Үнэ-ашигын харьцаа (P/E)	27.5
Үнэ-дансны үнийн харьцаа (P/B)	2.1
Үнэ-хувьцааны харьцаа (P/S)	2.2
Ногдол ашгийн өгөөж	1.5%

\* Харьцаа үзүүлэлтийг тооцоход 2021/05/14-ны өдрийн хувьцааны хаалтын ханшийг ашиглав.

Эх сурвалж: МХБ, Голомт Капитал ЦЦК тооцоолол

## График 2. 2020 оны борлуулалтын бүтэц



Эх сурвалж: Монос Хүнс ХК

## График 3. Орлогын бүтэц бүтэгдэхүүнээр



Эх сурвалж: Монос Хүнс ХК

## ХӨРӨНГӨ ОРУУЛАЛТЫН ХУРААНГУЙ

Монос Хүнс ХК-ийн хувьцааны үнэлгээг компанийн үйл ажиллагаа, зах зээлийн төлөв байдал, санхүүгийн үзүүлэлтэд үндэслэн Хорогдуулсан мөнгөн урсгалын арга (DCF) болон Харьцуулалтын аргаар (Relative valuation) тус тус тооцлоо. Уг үнэлгээгээр **хувьцааны зорилтод ханш 73 төгрөг** гарсан тул бид хөрөнгө оруулагчдад **ХҮЛЭЭХ (HOLD)** зөвлөмжийг дараах үндэслэлд тулгуурлан хүргэж байна (Хүснэгт 1).

- **Тогтвортой өсөлт:** Монос Хүнс ХК-ийн нийт хөрөнгө 2017-2020 оны хооронд жилд дунжаар 38 хувиар, борлуулалтын орлого 28 хувиар, цэвэр ашиг 22 хувиар тус тус өссөн үзүүлэлттэй байна.
- **Өрсөлдөөний давуу тал:** Монос Хүнс ХК-ийн бүтээгдэхүүн нь Эм судлалын хүрээлэнгийн эрдэмтэн судлаачдын олон жилийн судалгаанд үндэслэн олон улсын стандартын дагуу бүтээгдэж, оюуны өмчөөр баталгаажсан байдаг. Түүнчлэн тус компанийн бүтээгдэхүүнүүд эрүүл мэндийг дэмжсэн орц найрлагатай гэдгээрээ ижил зах зээлд өрсөлдөгч бусад бүтээгдэхүүнээс давуу талтай юм.
- **Зах зээлийн тэлэх боломж:** Сүүлийн жилүүдэд дэлхийн хүн амын шингэн хүнсний хэрэглээ эрүүл мэндийг дэмжсэн бүтээгдэхүүн рүү шилжиж байна. Монгол Улсын хувьд өвчлөл өндөр байгаа нь эрүүл мэндийг дэмжсэн эрдэс бодис, витамин агуулсан хүнсний нэмэлт бүтээгдэхүүний хэрэглээ өсөх шалтгаан болж байна. 2020 онд тус компанийн шингэн хүнсний үйлдвэрлэл дотоодын зах зээлийн 0.5 хувийг эзэлж, хүчин чадлын ашиглалт 51 хувь байгаа нь цаашид зах зээлд эзлэх хувийг нэмэгдүүлэх бүрэн нөөцтэйг харуулж байна.

## КОМПАНИЙН МЭДЭЭЛЭЛ

Эрүүл мэндийг дэмжигч хүнс болон хүнсний нэмэлт бүтээгдэхүүний үйлдвэрлэл, худалдааны чиглэлээр үйл ажиллагаа явуулдаг Монос Хүнс ХК нь 2012 онд үүсгэн байгуулагдсан Монгол Улсын эмийн салбарт манлайлагч Монос группийн охин компаниудын нэг юм. Тус компани 2020 оны байдлаар 180 гаруй ажилтантайгаар нийт 13 брэндийн 73 нэр төрлийн бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэж, 21 аймгийн 7,700 гаруй цэгт бүтээгдэхүүнээ борлуулж байна.

- **Дотоодын үйлдвэрлэл:** 2020 онд тус компанийн борлуулалтын орлогын 55 хувийг хуурай хүнс, 45 хувийг шингэн хүнс бүрдүүлсэн байна. (График 2). Үүнээс Берри Вит үрэл, Цэнэг бэлдмэл, Экос цэвэр ус, Энхжин цай гэсэн 4 голлох бүтээгдэхүүн нийт борлуулалтын 76 хувийг эзэлж байна (График 3). 2020 оны байдлаар тус компанийн хуурай хүнсний үйлдвэр 70 хувь, шингэн хүнсний үйлдвэр нь 51 хувийн хүчин чадлын ашиглалттай байна. 2021 онд тус компани халуун болон хуруу шилэн савлагааны шугамыг ашиглалтад оруулж, шинээр 4 нэрийн бүтээгдэхүүнийг зах зээлд байршуулах, олон улсын ISO 22000 стандартыг нэвтрүүлэх зорилготой ажиллаж байна.
- **Экспортын бизнес:** Монос Хүнс ХК нь Япон улсад Эко уусдаг цай, БНХАУ-д бүх нэр төрлийн бүтээгдэхүүн, АНУ-д 48 нэр төрлийн бүтээгдэхүүнийг экспортолдог. 2020 онд АНУ-ын Эрүүл мэндийн яамны харьяа хүнсний бүтээгдэхүүний голлох агентлаг болох FDA байгууллага Монос Хүнс ХК-ийг эрүүл мэндийн хүнсний үйлдвэрлэгч хэмээн бүртгэсэн. Цаашид Монос Хүнс ХК эрүүл мэндийг дэмжих хүнсний бүтээгдэхүүнийн дотоодын зах зээлд тэргүүлэгч, олон улсад экспортлогч компани болж өргөжихөөр зорин ажиллаж байна.

## КОВИД-19 ЦАР ТАХЛЫН НӨЛӨӨЛӨЛ

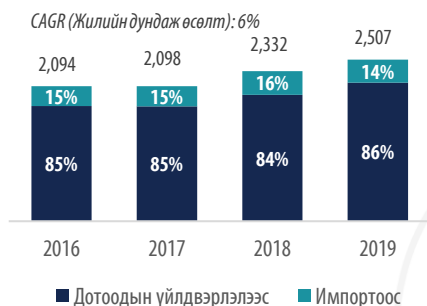
Монос Хүнс ХК-ийн үйлдвэрлэл Ковид-19 цар тахлаас үл хамааран тасралтгүй явагдаж, шингэн хүнсний үйлдвэрийг ашиглалтад оруулан, 2020 онд шинээр 19 бүтээгдэхүүн зах зээлд нэвтрүүлж, 39 ажлын байр нэмж бий болгосон. 2020 онд тус компанийн борлуулалтын орлого 32.4 хувиар өсөж 12.4 тэрбум төгрөгт хүрч, 1 тэрбум төгрөгийн цэвэр ашигтай ажилласны 40 хувь буюу нийт 409 сая төгрөгийг хувьцаа эзэмшигчдэд ногдол ашиг хэлбэрээр олгосон байна.

График 4. Хувьцаа эзэмшигчид



Эх сурвалж: МХБ

График 5. Нийт хүнсний хэрэглээ  
(мянган тонн)



Эх сурвалж: УХС, Гаалийн ерөнхий газар

Хүснэгт 3. Хоол тэжээлийн судалгаа

	Д амин дэмийн дутагдал	Цус багадалт	Илүүдэл жин
15-59 насны эрэгтэйчүүдийн	40.40%	3%	48.80%
15-49 насны эмэгтэйчүүдийн	-	16.10%	46.20%
Жирэмсэн эмэгтэйчүүдийн	75.40%	21.40%	-
6-59 сартай хүүхдийн	61%	26.60%	11.00%

Эх сурвалж: UNICEF, Эрүүл мэндийн яам

## КОМПАНИЙН ЗАСАГЛАЛ

Монос Хүнс ХК нь 2019 онд компанийн 30 хувийг олон нийтэд санал болгож, нээлттэй хувьцаат компани болсон бөгөөд Монголын хөрөнгийн биржийн хөрвөх чадвар болон зах зээлийн үнэлгээгээр тэргүүлэгч компаниудын ТОП-20 индекст багтдаг. 2020 оны байдлаар Монос Хүнс ХК-ийн 70 хувийг Монос Группийн үүсгэн байгуулагч Л.Хүрэлбаатар, 30 хувийг олон нийт эзэмшиж байна (График 4). Монос Хүнс ХК-ийн удирдлагын баг тус салбарт олон жил ажилласан туршлагатай мэргэшсэн баг хамт олноос бүрддэг. Төлөөлөн Удирдах Зөвлөл таван хараат, гурван хараат бус гишүүнтэй нь компанийн сайн засаглалын шалгуур үзүүлэлтийг хангаж буйг илтгэж байна.

## ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ХУРААНГУЙ

### Монгол Улсын хүнсний зах зээлийн төлөв байдал

2019 оны байдлаар Монгол Улсын нийт хүнсний зах зээл 2.5 сая тонн бүтээгдэхүүнээр хэмжигдэж байгаагаас 86 хувийг дотоодын үйлдвэрлэл, 14 хувийг импортын бүтээгдэхүүн эзэлж байна (График 5). Дотоодын нийт хүнсний хэрэглээ нь хүн амын тоо нэмэгдсэнээр сүүлийн 3 жилийн хугацаанд жилд дунджаар 6 хувийн өсөлтийг үзүүлсэн. 2020 оны байдлаар нэг өрхийн сарын дундаж орлого 1.35 сая төгрөгт хүрч, үүнээс 290 мянган төгрөг буюу 21.5 хувийг хүнсний хэрэглээнд зарцуулж байна (Үндэсний статистикийн хороо, 2021).

### Монгол Улсын эрүүл мэндийн хүнсний төлөв байдал

Хэдийгээр Монгол Улсын нийт хүнсний хэрэглээ өсөн нэмэгдэж байгаа ч хүн амын тодорхой хувь нь өдөр тутамд хэрэглэж буй хоол хүнснээс хангалттай аминдэм, эрдэс бодисыг авч чадахгүйг харуулсан байна (UNICEF, Эрүүл Мэндийн Яам, 2017). Тухайлбал нийт хүн амын дунд Д аминдэм дутагдал, илүүдэл жин, цус багадалт түгээмэл байна (Хүснэгт 3). Иймээс хүнсний зах зээлд эрүүл мэндийг дэмжсэн орц найрлагатай, эрдэс бодис, витамин агуулсан хүнсний нэмэлт бүтээгдэхүүнүүдийн хэрэгцээ шаардлага өндөр байна.

## Олон улсын хүнсний зах зээлийн чиг хандлага

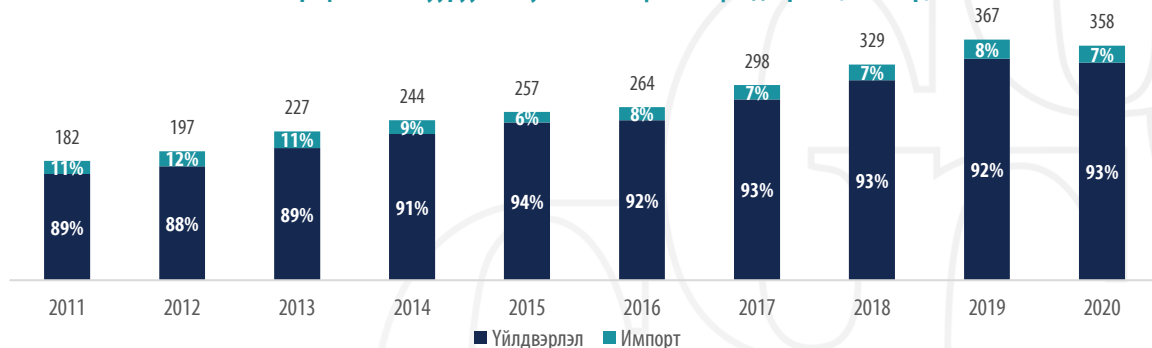
Сүүлийн жилүүдэд олон улсад эрүүл мэндийг дэмжсэн бүтээгдэхүүний эрэлт огцом өсч, Ковид-19 цар тахалтай холбоотойгоор улам эрчимжиж байна. 2020 оны байдлаар эрдэс бодисоор баяжуулсан хүнсний бүтээгдэхүүний зах зээл 65.2 тэрбум ам. доллараар хэмжигдэж байна (Research and Markets, 2020). Тус зах зээл жилд дунджаар 6.3 хувийн өсөлтийг үзүүлж, 2027 он гэхэд 99.7 тэрбум ам. долларт хүрэхээр байгаагаас Азийн зах зээл дийлэнх өсөлтийг бүрдүүлж байна. Research and Markets компанийн хийсэн судалгааны дагуу 2027 он хүртэл хуурай хүнсний салбар 6.9 хувь, шингэн хүнсний салбар 5.8 хувийн өсөлттэй байхаар таамаглагдаж байна.

Эцсийн хэрэглэгчид хүний биед нэмэлт тэжээл өгөх хүнсний бүтээгдэхүүнийг илүүд үзэж эхэлснээр үйлдвэрлэгчид бүтээгдэхүүнд ногдох амин дэм, эрдэс бодисыг нэмэгдүүлэхэд анхааран ажиллаж байна. Монгол Улсын хувьд 2019 онд Засгийн газраас “Эрүүл хүнс – Эрүүл Монгол хүн” хөтөлбөрийг эхлүүлж, иргэдийн эрүүл мэндийг хамгаалах дотоодын хүнсний үйлдвэрлэлийг нэмэгдүүлэх, хүнсний аюулгүй байдлыг хангах, хүнсний шим тэжээллэг чанарыг нэмэгдүүлэх тал дээр анхаарч байна. Олон улсын болон дотоодын хүнсний зах зээлийн чиг хандлага, эрэлтэд үндэслэн Монгол Улсад эрүүл мэндийг дэмжсэн хүнсний нэмэлт бүтээгдэхүүний зах зээл тэлэх боломж өндөр байна гэж бид үзэж байна.

### Дотоодын согтууруулах бус шингэн хүнсний зах зээл

Монос Хүнс ХК-ийн голлох бүтээгдэхүүнүүд болон Экос цэвэр ус, Аами Таами шүүс зэрэг нь согтууруулах бус шингэн хүнсний бүтээгдэхүүнийн төрөлд багтдаг. 2020 оны байдлаар Монгол Улсын хэмжээнд дотоодын согтууруулах бус шингэн хүнсний үйлдвэрлэл 358 сая литрээр хэмжигдэж байна (График 6). Үүнээс Монос Хүнс ХК 2 сая тонн ус, ундаа үйлдвэрлэж буй нь тус зах зээлийн 0.5 хувь юм. Дотоодын согтууруулах бус шингэн хүнсний үйлдвэрлэлийн хэмжээ 2011-2020 оны хооронд жилд дунджаар 8 хувиар, импортын хэмжээ жилд дунджаар 3 хувиар өссөн байна (График 6). Цаашид дотоодын ус, ундаа, шүүс үйлдвэрлэл эрчимжиж, импортын хэмжээ удаашрах хандлагатай байна.

График 6. Согтууруулах бус шингэн хүнсний үйлдвэрлэл (сая литр)



Эх сурвалж: УХС, Гаалийн ерөнхий газар

### Хуурай хүнсний зах зээл

2020 оны урьдчилсан гүйцэтгэлээр Монгол Улсын хэмжээнд нийт 14.4 тонн ургамлын бэлдмэл, 3.1 тонн чацарганын тос, 262 тонн ногоон цай, 146 тонн бусад цай (уусдаг цай багтсан), 460 тонн витаминт үрэл үйлдвэрлэгдсэн байна (Үндэсний статистикийн хороо, 2021). Үүнээс 2020 оны байдлаар Монос Хүнс ХК 228.5 тонн үрлэн бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэсэн нь дотоодын витаминт үрлэн бүтээгдэхүүнийн үйлдвэрлэлийн 50 хувь, 57.4 тонн Эко уусдаг цай үйлдвэрлэсэн нь бусад цайны үйлдвэрлэлийн 39 хувь (уусдаг цайг дотоодын зах зээлд дангаар үйлдвэрлэгч), 8.5 тонн Энхжин цай үйлдвэрлэсэн нь ногоон цайны үйлдвэрлэлийн 3 хувийг (эрүүл мэндийг дэмжих цайны зах зээлд тэргүүлэгч) тус тус бүрдүүлж байна.

### Монос Хүнс ХК-ийн өрсөлдөх чадвар

Дотоодын шингэн болон хуурай хүнсний зах зээл өрсөлдөөн ихтэй байдаг. Тус зах зээл дэх бүтээгдэхүүн хооронд шилжих зардал эцсийн хэрэглэгчийн хувьд бага байдаг тул үнийн өрсөлдөөн их явагддаг. Монос Хүнс ХК-ийн бүтээгдэхүүнийн өрсөлдөх чадварыг бид дараах байдлаар тодорхойлж байна. Үүнд:

- **Инновацид суурилсан судалгаа хөгжүүлэлт:** Тус компанийн бүтээгдэхүүнүүд Эм судлалын хүрээлэнгийн эрдэмтэн судлаачдын олон жилийн судалгаа, инновацид үндэслэгдэн, оюуны өмчөөр баталгааждаг учир бусад шингэн болон хуурай хүнсний зах зээлийн бүтээгдэхүүнээс онцлогтой. Түүнчлэн бүтээгдэхүүнийн үйлдвэрлэл олон улсын GMP, HACCP стандартын дагуу явагдаж, тогтмол лабораторийн шинжилгээнд хамрагддаг учир чанарын давуу талтай юм.
- **Өргөн хүрээний түгээлтийн систем:** Монос Хүнс ХК онлайн болон биет хүнсний борлуулалтын суваг болон Монос Группийн сүлжээ эмийн сангуудад бүтээгдэхүүнүүдийг байршуулдаг. 2020 оны байдлаар тус компанийн борлуулалтын 48 хувийг хүнсний борлуулалтын суваг, 47 хувийг эмийн суваг, 5 хувийг бусад суваг бүрдүүлж байна. Үүнээс Монгол Улсын 21 аймагт тархсан хамгийн өргөн хүрээний эмийн сангийн суваг болох Монос эмийн сан нь компанийн бүтээгдэхүүний борлуулалт, түгээлтэд давуу тал болж байна.
- **Дотоодын хөрсөнд ургасан түүхий эд:** Монос Хүнс ХК-ийн бүтээгдэхүүний гол орц найрлага Монгол Улсын хөрсөнд ургасан амин дэм, шимт чанар өндөр эмийн ургамлаас бүрддэг. Иймд ижил зах зээлийн бусад бүтээгдэхүүнүүдтэй харьцуулахад түүхий эдийн импортын эрсдэл бага, чанар өндөр юм.
- **Олонд танигдсан брэнд:** Монос брэнд нь урт хугацааны туршид олон нийтэд танигдсан, хэрэглэгчдийн итгэлийг хүлэсэн брэнд учраас шинээр гарч буй бусад бүтээгдэхүүнтэй харьцуулахад маркетинг, борлуулалтын давуу талтай юм.

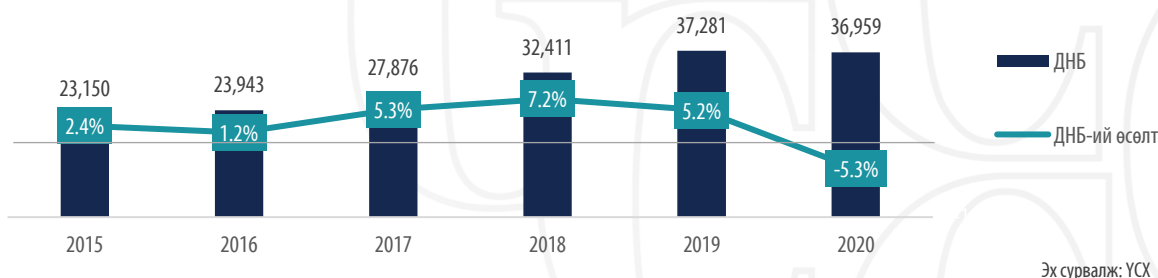
### МАКРО ЭДИЙН ЗАСГИЙН ХУРААНГУЙ

2020 онд Монгол Улсын нэрлэсэн Дотоодын нийт бүтээгдэхүүн (ДНБ) 36.9 их наяд төгрөгт, бодит ДНБ 18 их наяд төгрөгт хүрч, эдийн засаг 5.3 хувиар агшлаа. Энэ нь Монгол Улсад 1990 оны шилжилтийн үеэс хойш тохиосон хамгийн том уналт боллоо (График 7). 2020 онд ДНБ-ийн дийлэнх хэсэг буюу 22 хувийг бүрдүүлдэг уул уурхайн салбар 8, барилгын салбар 4, тээвэр болон агуулахын салбар 20, бөөний болон жижиглэн худалдааны салбар 7, бүтээгдэхүүний цэвэр татвар 11 хувиар тус тус буурсан байна.

- **Бодит сектор:** 2020 онд Ковид-19 цар тахлын нөлөөгөөр дотоодын эрэлт болон нийлүүлэлтийн шок үүсч, 2020 онд инфляцын түвшин 2.3 хувь буюу зорилтод түвшин болох 8 хувиас доогуур гарсан байна.
- **Төсвийн сектор:** 2020 онд улсын төсвийн тэнцвэржүүлсэн тэнцэл 4.5 их наяд төгрөгийн алдагдалтай гарсан байна.
- **Гадаад сектор:** 2020 онд гадаад худалдааны тэнцэл 2.3 тэрбум ам.долларын ашигтай гарсан. Үүнд экспорт 1 хувиар буурч, импорт 14 хувиар огцом буурсан нь нөлөөлсөн. Улмаар төлбөрийн тэнцэл 2020 онд 787 сая ам.долларын ашигтай гарч, ам.долларын эсрэг төгрөгийн ханшийг тогтвортой байхад голчлон нөлөөлсөн.
- **Мөнгөний сектор:** Ковид-19 цар тахлаас үүдэн мөнгөний зөөлөн бодлогыг хэрэгжүүлсний үндсэн дээр бодлогын хүү 6 хувь руу буурч, мөнгөний нийлүүлэлт 16.3 хувиар нэмэгдсэн байна.

Олон улсын болон дотоодын шинжээчдийн зүгээс 2021 онд Монгол Улсын эдийн засгийг аажмаар сэргэх таамаглалыг дэвшүүлж байна. Үүнээс Монгол улсын эдийн засгийг 2021 онд Дэлхийн банкны шинжээчид 4.3 хувиар, Олон улсын валютын сангийн шинжээчид 5 хувиар, Азийн хөгжлийн банкны шинжээчид 4.8 хувиар, Монголбанкны шинжээчид 6.1 хувиар өсөхөөр тус тус таамаглаж байна.

График 7. Дотоодын нийт бүтээгдэхүүн (тэрбум төг.)



### САНХҮҮГИЙН МЭДЭЭЛЭЛ

2020 онд Монос Хүнс ХК-ийн шингэн хүнсний үйлдвэр ашиглалтад орсноор компанийн үйлдвэрлэх хүчин чадал нэмэгдэж, борлуулалтын орлого өмнөх оны мөн үеэс 32.4 хувиар өссөн байна. Гэвч Ковид-19 цар тахалтай холбоотой түүхий эд, сав баглаа боодол, бүтээгдэхүүний тасалдал үүссэн нь ашигт ажиллагаанд сөргөөр нөлөөлж, 2020 оны цэвэр ашгийг өмнөх оноос 8 хувиар буурч, 1.0 тэрбум төгрөгт хүрэхэд нөлөөлсөн байна (График 9). 2017-2020 оны хооронд тус компанийн борлуулалтын орлого жилд дунджаар 28 хувь, (График 8), цэвэр ашиг 22 хувь, (График 9), нийт хөрөнгө 38 хувиар (График 10) тус тус өссөн. Монос Хүнс ХК-ийн нийт хөрөнгийн 71 хувийг эргэлтийн хөрөнгө, 29 хувийг эргэлтийн бус хөрөнгө (График 12), санхүүжилтын эх үүсвэрийн 31 хувийг өр төлбөр, 69 хувийг эздийн өмч бүрдүүлж байна (График 13).

График 8. Борлуулалтын орлого (сая төг.)

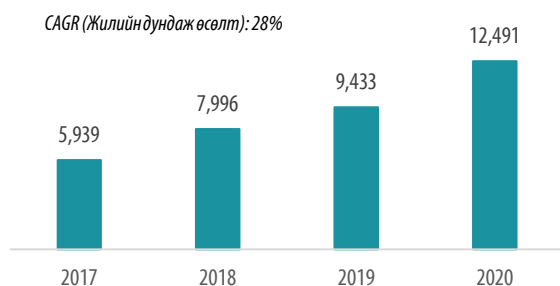
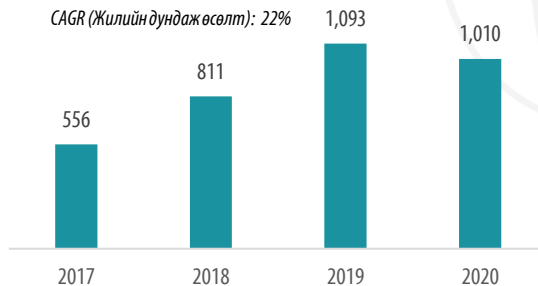


График 9. Цэвэр ашиг (сая төг.)



Эх сурвалж: Монос Хүнс ХК-ийн аудитлагдсан тайлан



График 10. Нийт хөрөнгө (сая төг.)

CAGR (Жилийн дундаж өсөлт): 38%

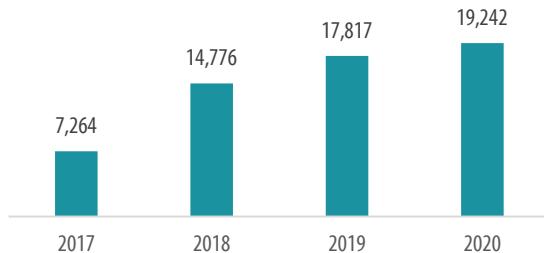


График 11. ХТЭХӨА-EBITDA (сая төг.)

CAGR (Жилийн дундаж өсөлт): 29%

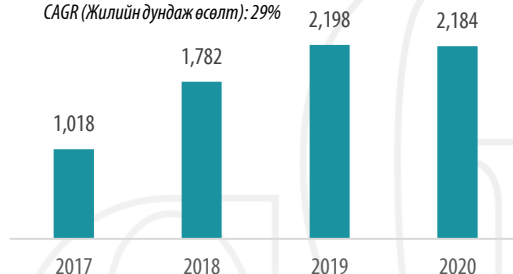


График 12. Хөрөнгийн бүтэц

■ Эргэлтийн хөрөнгө ■ Эргэлтийн бус хөрөнгө

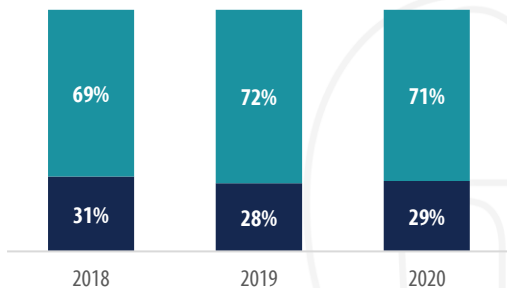
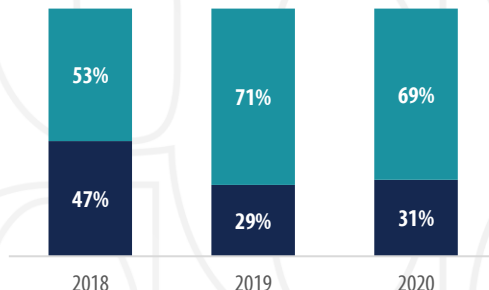


График 13. Санхүүжилтын бүтэц

■ Өр төлбөр ■ Эздийн өмч



\* 2018, 2019 оны аудитын залруулга хийгдсэн, дахин тайлагнасан дүнг оруулав.

Эх сурвалж: Монос Хүнс ХК-ийн аудитлагдсан тайлан

### Хүснэгт 4. Санхүүгийн харьцаа үзүүлэлтүүд

Ашигт ажиллагааны харьцаа үзүүлэлтүүд	2017	2018	2019	2020	2021F
Нийт ахиуц ашиг	47%	44%	48%	44%	45%
Үйл ажиллагааны ахиуц ашиг	16%	13%	13%	12%	13%
Цэвэр ахиуц ашиг	9%	10%	12%	8%	8%
EBITDA – ХТЭХӨА ахиуц	17%	22%	23%	17%	17%
Үйл ажиллагааны харьцаа үзүүлэлтүүд	2017	2018	2019	2020	2021F
Бараа материалын эргэцийн дундаж хоног	147	133	125	107	102
Авлагын эргэцийн дундаж хоног	58	54	60	64	57
Өглөгийн эргэцийн дундаж хоног	106	88	81	69	64
Нийт хөрөнгийн эргэцийн дундаж хоног	0.88	0.73	0.58	0.67	0.86
Хөрвөх чадварын харьцаа үзүүлэлтүүд	2017	2018	2019	2020	2021F
Эргэлтийн харьцаа	1.21	2.08	2.93	2.17	1.97
Төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадварын харьцаа	0.55	1.29	2.00	1.22	1.07
Бэлэн мөнгөний харьцаа	0.01	0.00	0.61	0.02	0.02
Төлбөрийн чадварын харьцаа үзүүлэлтүүд	2017	2018	2019	2020	2021F
Өр төлбөр ба хөрөнгийн харьцаа	0.77	0.47	0.29	0.31	0.24
Өр төлбөр ба эздийн өмчийн харьцаа	3.42	0.87	0.4	0.45	0.32
Санхүүгийн хөшүүрэг	4.94	2.31	1.58	1.43	1.36
Өгөөжийн харьцаа үзүүлэлтүүд	2017	2018	2019	2020	2021F
Хөрөнгийн өгөөж (ROA)	8%	7%	7%	5%	7%
Эздийн өмчийн өгөөж (ROE)	41%	17%	11%	8%	10%

Эх сурвалж: Монос Хүнс ХК-ийн аудитлагдсан тайлан, Голомт Капитал ҮЦК тооцоолол

### КОМПАНИЙН ҮНЭЛГЭЭ

Монос Хүнс ХК-ийн хувьцааны үнэлгээг компанийн санхүүгийн үзүүлэлт, зах зээлийн төлөв байдал, үйл ажиллагаанд үндэслэж, бид Хорогдуулсан мөнгөн урсгалын арга (DCF) болон Харьцуулалтын аргыг (Relative valuation) тус тус ашиглаж тооцооло. Хорогдуулсан мөнгөн урсгалын аргын хүрээнд бид тус компанийн 2021-2026 оны мөнгөн урсгалыг дараах үндэслэлд тулгуурлан таамагласан. Үүнд:

#### Борлуулалтын орлого:

Монос Хүнс ХК-ийн борлуулалтын орлогыг таамаглахад доороос дээш (bottom-up) аргачлалаар бүтээгдэхүүн тус бүрийн борлуулалтын орлогын түүхэн дундаж өсөлтөд үндэслэн таамагласан. Түүнчлэн эрүүл мэндийг дэмжих шингэн хүнсний үйлдвэрийн халуун болон хуруу шилэн савлагааны шугамыг 2021 онд ашиглалтад орохоор тооцож, шинэ бүтээгдэхүүнийн борлуулалтын орлогыг тооцсон.

#### Борлуулалтын өртөг:

Борлуулалтын өртгийг бүтээгдэхүүн бүрээр ангилан, түүхэн дундаж борлуулалтын орлогод эзлэх өртгийн хувиар тооцсон.

#### Үйл ажиллагааны зардал:

Үйл ажиллагааны зардлыг түүхэн дундаж борлуулалтын орлогод эзлэх үйл ажиллагааны хувиар таамаглаж тооцсон.

#### Авлага, өглөг, бараа материал:

Авлага, өглөг, бараа материалыг түүхэн дундаж эргэцэд үндэслэн тооцсон.

### Хорогдуулсан мөнгөн урсгалын арга (DCF)

Капиталын жигнэсэн дундаж өртгийг (14.6 хувь) компанийн хүчин төгөлдөр байгаа зээлийн өрийн өртөг (13 хувь) болон өмчийн өртгийг (15.6 хувь) ашиглан тооцсон. Өмчийн өртгийг тооцоход эрсдэлгүй хувийг системийн нөлөө бүхий ТОП-3 арилжааны банкны жилийн дундаж хадгаламжийн хүүгээр (8.53 хувь), Aswath Damodaran-ийн аргачлалаар эрсдэлийн нэмэгдлийг (11.02 хувь), компанийн бетаг (0.64) гэж тооцсон. Компанийн хувьцааны өгөөжийг Монголын хөрөнгийн биржийн ТОП-20 индекстэй регрессийн тэгшитгэл ашиглан тооцоход компанийн бета 0.1 гарч байсан хэдий ч бид консерватив хандлагыг баримтлан Aswath Damodaran-ийн аргачлалын өндөр бетаг ашигласан. Компанийн мөнгөн урсгалыг 2026 он хүртэл таамагласан ба үлдэх мөнгөн урсгалын (terminal value) тогтмол өсөлтийг 5 хувиар тооцсон (Хүснэгт 5).

Хүснэгт 5. Хорогдуулсан мөнгөн урсгалын аргын тооцоолол

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
ХТӨАшиг (EBIT)	2,135	2,561	3,040	3,547	4,147	4,855
Элэгдлийн зардал	745	1,026	1,024	1,035	1,058	1,098
<b>ХТӨХАшиг (EBITDA)</b>	<b>2,881</b>	<b>3,587</b>	<b>4,064</b>	<b>4,582</b>	<b>5,205</b>	<b>5,953</b>
Хөрөнгө оруулалт CAPEX)	(586)	(635)	(752)	(879)	(1,031)	(1,212)
Ажлын капиталын өөрчлөлт	(756)	(839)	(867)	(954)	(1,140)	(1,364)
Чөлөөт мөнгөн урсгал (FCFF)	<b>1,539</b>	<b>2,113</b>	<b>2,445</b>	<b>2,749</b>	<b>3,033</b>	<b>3,377</b>
Чөлөөт мөнгөн урсгалын өнөөгийн үнэ цэн (FCFF)	-	1,844	1,863	1,827	1,759	1,710
<b>Чөлөөт мөнгөн урсгалын цэвэр өнөөгийн үнэ цэн</b>	<b>9,003</b>					
Үлдэх мөнгөн урсгал (Terminal Value)	37,025					
<b>Үлдэх мөнгөн урсгалын өнөөгийн үнэ цэн</b>	<b>18,743</b>					
<b>Компанийн үнэлгээ</b>	<b>27,746</b>					
Өр төлбөр	(4,663)					
Мөнгө, түүнтэй адилтгах хөрөнгө	65					
<b>Өмчийн үнэлгээ</b>	<b>23,148</b>					

### Харьцуулалтын арга (Relative valuation)

Харьцуулалтын аргаарх Монос Хүнс ХК-ийн хувьцааны үнэлгээг Ази тивд эрүүл мэндийг дэмжих шингэн хүнсний үйлдвэрлэл эрхэлдэг 10 компани болон дэлхийд тэргүүлэгч эрүүл мэндийг дэмжсэн хүнсний нэмэлт бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэгч 5 компаниудын форвард EV/EBITDA үржүүлэгчийг ашиглаж тооцсон. EV/EBITDA үржүүлэгч нь бусад үржүүлэгчтэй харьцуулахад компани хоорондын капиталын санхүүжилтын нөлөөг бууруулдаг учир бид ашиглахад тохиромжтой гэж үзсэн. Улмаар тус компаниудын 2021 оны форвард EV/EBITDA харьцааны медиан болох 14.28x ашиглаж (Хүснэгт 6) Монос Хүнс ХК-ийн харьцуулалтын аргаарх үнэлгээг гаргасан (Хүснэгт 7).

#### Хүснэгт 6. Харьцуулсан компаниудын EV/EBITDA үржүүлэгчийн мэдээлэл

№	Компани	Салбар	Байршил	2021 EV/EBITDA
1	Kagome Co Ltd	Согтууруулах бус шингэн хүнс	Япон	14.28x
2	Osotspa PCL	Согтууруулах бус шингэн хүнс	Тайланд	17.11x
3	Ito En Ltd	Согтууруулах бус шингэн хүнс	Япон	16.56x
4	Lotte Chilsung Beverage Co Ltd	Согтууруулах бус шингэн хүнс	БНСУ	9.21x
5	Nongfu Spring Co Ltd	Согтууруулах бус шингэн хүнс	БНХАУ	36.04x
6	Ichitan Group PCL	Согтууруулах бус шингэн хүнс	Тайланд	12.41x
7	Suntory Beverage & Food Ltd	Согтууруулах бус шингэн хүнс	Япон	7.00x
8	SDIC Zhonglu Fruit Juice Co Ltd	Согтууруулах бус шингэн хүнс	БНХАУ	22.29x
9	Dong A Socio Holdings	Согтууруулах бус шингэн хүнс	БНСУ	13.62x
10	Otsuka Holdings	Согтууруулах бус шингэн хүнс	Япон	8.04x
11	Simply Good Foods Co	Хүнсний нэмэлт бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэл	АНУ	19.39x
12	Bellring Brands Inc	Хүнсний нэмэлт бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэл	АНУ	17.58x
13	USANA Health Sciences Inc	Хүнсний нэмэлт бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэл	АНУ	8.29x
14	Herbalife Nutrition Ltd	Хүнсний нэмэлт бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэл	АНУ	7.40x
15	Blackmores Ltd	Хүнсний нэмэлт бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэл	Австрали	14.47x
Медиан				14.28x

#### Хүснэгт 7. Харьцуулалтын аргын тооцоолол

Эх сурвалж: Refinitiv

EV/EBITDA (Компанийн үнэлгээ/ХТЭХӨА) үржүүлэгч	14.28x
Монос Хүнс ХК-ийн 2021 оны EBITDA (ХТЭХӨА)	2,881
<b>Компанийн үнэлгээ</b>	<b>41,141</b>
Өр төлбөр	(4,663)
Мөнгө, түүнтэй адилтгах хөрөнгө	65
<b>Өмчийн үнэлгээ</b>	<b>36,543</b>

Эх сурвалж: Голомт Капитал УЦК тооцоолол

Хорогдуулсан мөнгөн урсгалын арга (DCF) болон Харьцуулалтын аргаарх (Relative Valuation) хувьцааны үнэлгээ тус бүрд 50 хувийн жинлэлт өгснөөр Монос Хүнс ХК-ийн хувьцааны зорилтод ханш 73 төгрөгөөр тодорхойлогдож байна (Хүснэгт 8).

#### Хүснэгт 8. Хувьцааны үнэлгээ

Үнэлгээ	Өмчийн үнэлгээ (сая төг.)	Хувьцааны ханш (төг.)
Хорогдуулсан мөнгөн урсгалын арга - 50%	23,148	56.6
Харьцуулалтын арга - 50%	36,543	89.4
<b>Үнэлгээний дундаж</b>	<b>29,846</b>	<b>73.0</b>

#### Хүснэгт 9. Мэдрэмжийн шинжилгээ

		Жигнээн капиталын дундаж өртөг(WACC)				
		12.6%	13.6%	14.6%	15.6%	16.6%
Тогтмол өсөлтийн н хувь	29,978					
	4.00%	32,035	30,291	28,879	27,712	26,733
	5.00%	33,652	31,526	29,846	28,485	27,360
	6.00%	35,761	33,087	31,038	29,418	28,106

Эх сурвалж: Голомт Капитал УЦК тооцоолол



### ЭРСДЭЛИЙН ХҮЧИН ЗҮЙЛС, УДИРДЛАГА

Хүснэгт 10. Эрсдэлийн матриц

Эрсдэлийн матриц					
Хохирлын хэмжээ	Их				
				Ханшийн эрсдэл	
	Дунд	Бүтээгдэхүүн хөгжүүлэлтийн эрсдэл	Үйлдвэрлэлийн эрсдэл	Макро эдийн засгийн эрсдэл	
		Хөрвөх чадварын эрсдэл			
	Бага				
		Бага	Дунд	Их	
Тохиолдох магадлал					

#### Макро эдийн засгийн эрсдэл

Эх сурвалж: Голомт Капитал ҮЦК тооцоолол

Хүнс үйлдвэрлэлийн салбар нь макро эдийн засгаас тодорхой хэмжээний хамааралтай байдаг. Эдийн засгийн хямралын үед хэрэглэгчдийн худалдан авах чадвар буурдаг тул бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэгч компаниудын орлого буурах эрсдэлтэй.

**Эрсдэлийн удирдлага:** Ковид-19 цар тахлын эдийн засгийн хямралын суурь шалтгаан өвчлөлөөс хамааралтай тул түүхэн эдийн засгийн хямралтай харьцуулахад эдийн засгийн хямралаас үл шатгаалан худалдан авагчдын дунд эрүүл мэндийг дэмжих бүтээгдэхүүнийн эрэлт хадгалагдсан хэвээр байна.

#### Ханшийн эрсдэл

Монос Хүнс ХК-ийн борлуулалтын орлого төгрөгөөр бий болдог. Нөгөө талаас тус компани үйлдвэрийн тоног төхөөрөмж, тодорхой түүхий эд материалыг импортоор буюу гадаад валютаар худалдаж авдаг. Иймд гадаад валютын ханш чангарах тохиолдолд компанийн зардал өсөж, ашиг буурах эрсдэлтэй.

**Эрсдэлийн удирдлага:** Монос Хүнс ХК гадаадын бэлтгэн нийлүүлэгчтэй гэрээ байгуулахад валютын ханшийн өөрчлөлтийг тооцон хөнгөлөлт үзүүлэх гэрээний нөхцөлийг тусгадаг.

#### Үйлдвэрлэлийн эрсдэл

Бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэгч компанийн хувьд үйлдвэрийн стандарт, журмыг мөрдөхгүй, хяналт шалгалт дутмаг үед бүтээгдэхүүнийн чанар алдагдах, үйлдвэрлэл доголдох зэрэг эрсдэлүүд бий болдог. Үүний улмаас хэрэглэгчдийн тухайн бүтээгдэхүүн хэрэглэх сонирхол буурч, цаашлаад хэрэглэгчийн эрүүл мэндэд хохирол учрах зэрэг эрсдэл үүсэх боломжтой байдаг.

**Эрсдэлийн удирдлага:** Монос Хүнс ХК олон улсын GMP, HACCP стандартын дагуу бүтээгдэхүүнийг үйлдвэрлэж, тогтмол лабораторийн шинжилгээнд хамруулснаар бүтээгдэхүүнийг эцсийн хэрэглэгчийн гарт хүргэдэг.

#### Бүтээгдэхүүн хөгжүүлэлтийн эрсдэл

Хэрэглэгчийн хэрэгцээ шаардлага тогтмол хувьсан өөрчлөгдөж байдаг тул хүнсний үйлдвэрлэлийн компанид бүтээгдэхүүн хуучрах, улмаар бүтээгдэхүүнийн эрэлт буурч, компанийн борлуулалтын орлого буурах эрсдэлтэй байдаг.

**Эрсдэлийн удирдлага:** Монос Хүнс ХК Эм судлалын хүрээлэнгийн эрдэмтэн судлаачдын тасралтгүй бүтээгдэхүүн хөгжүүлэлтэд үндэслэж, хэрэглэгчдийн хэрэгцээ шаардлагыг судалсны үндсэн дээр шинэ бүтээгдэхүүн гаргадаг.

#### Хөрвөх чадварын эрсдэл

Хүнсний бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэгч компаниудад бараа материалын нөөц буурах, авлагын эргэц удаашрах, богино хугацааны төлбөр ихсэх зэрэг мөнгөн урсгалын тасалдлын улмаас хөрвөх чадварын эрсдэл үүсдэг.

**Эрсдэлийн удирдлага:** Монос Хүнс ХК үйл ажиллагаанд шаардлагатай мөнгөн хөрөнгийн удирдлагыг тогтмол хэрэгжүүлдэг. Тус компанийн хувьд сүүлийн жилүүдэд бараа материал, авлагын эргэц сайжирсан үзүүлэлттэй байна.

## ХАВСРАЛТ

### Хүснэгт 11. Орлогын тайлангийн төсөөлөл

Орлогын тайлангийн төсөөлөл							
	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Борлуулалтын орлого	12,491	16,582	19,699	23,320	27,284	31,995	37,603
Борлуулалтын өртөг	6,939	9,136	10,827	12,808	14,993	17,593	20,694
<b>Нийт ашиг</b>	<b>5,553</b>	<b>7,447</b>	<b>8,872</b>	<b>10,512</b>	<b>12,291</b>	<b>14,401</b>	<b>16,909</b>
Ерөнхий ба удирдлагын зардал	1,225	1,777	2,113	2,503	2,929	3,436	4,040
Борлуулалт, маркетингийн зардал	2,803	3,563	4,233	5,011	5,863	6,875	8,080
<b>Үндсэн үйл ажиллагааны ашиг</b>	<b>1,525</b>	<b>2,106</b>	<b>2,527</b>	<b>2,999</b>	<b>3,499</b>	<b>4,090</b>	<b>4,789</b>
Санхүүгийн орлого	22	29	35	41	48	56	66
Санхүүгийн зардал	376	588	387	280	170	166	195
<b>Татвар төлөхийн өмнөх ашиг</b>	<b>1,170</b>	<b>1,547</b>	<b>2,174</b>	<b>2,760</b>	<b>3,378</b>	<b>3,980</b>	<b>4,660</b>
Орлогын татварын зардал	160	155	217	276	338	398	466
<b>Тайлант үеийн цэвэр ашиг</b>	<b>1,010</b>	<b>1,392</b>	<b>1,957</b>	<b>2,484</b>	<b>3,040</b>	<b>3,582</b>	<b>4,194</b>

Эх сурвалж: Голомт Капитал ҮЦК тооцоолол

### Хүснэгт 12. Санхүүгийн байдлын тайлангийн төсөөлөл

Санхүүгийн байдлын тайлангийн төсөөлөл							
	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Мөнгө, түүнтэй адилтгах хөрөнгө	58	65	598	1,433	2,963	5,371	8,026
Худалдааны болон бусад авлага	2,593	2,593	3,000	3,552	4,156	4,873	5,727
Бараа материал	2,448	2,668	3,161	3,740	4,378	5,137	6,043
Бусад эргэлтийн хөрөнгө	525	507	799	946	1,107	1,298	1,525
<b>Эргэлтийн хөрөнгө</b>	<b>5,624</b>	<b>5,832</b>	<b>7,559</b>	<b>9,671</b>	<b>12,603</b>	<b>16,679</b>	<b>21,321</b>
Үндсэн хөрөнгө	12,974	12,837	12,467	12,214	12,078	12,068	12,199
Биет бус хөрөнгө	438	416	395	376	357	339	322
Бусад эргэлтийн хөрөнгө	206	270	334	351	415	480	544
<b>Эргэлтийн бус хөрөнгө</b>	<b>13,618</b>	<b>13,523</b>	<b>13,196</b>	<b>12,941</b>	<b>12,850</b>	<b>12,887</b>	<b>13,065</b>
<b>Нийт хөрөнгө</b>	<b>19,242</b>	<b>19,355</b>	<b>20,755</b>	<b>22,612</b>	<b>25,453</b>	<b>29,566</b>	<b>34,387</b>
Дансны өглөг	1,465	1,735	2,057	2,433	2,848	3,342	3,931
Богино хугацаат зээл	858	915	1,041	651	-	-	-
Бусад богино хугацаат өр төлбөр	272	306	339	373	407	440	474
<b>Богино хугацаат өр төлбөр</b>	<b>2,595</b>	<b>2,956</b>	<b>3,437</b>	<b>3,457</b>	<b>3,255</b>	<b>3,782</b>	<b>4,405</b>
Урт хугацаат зээл	3,334	1,692	651	-	-	-	-
Бусад урт хугацаат өр төлбөр	12	15	19	22	26	29	33
<b>Урт хугацаат өр төлбөр</b>	<b>3,346</b>	<b>1,707</b>	<b>670</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>33</b>
<b>Нийт өр төлбөр</b>	<b>5,941</b>	<b>4,663</b>	<b>4,107</b>	<b>3,479</b>	<b>3,281</b>	<b>3,812</b>	<b>4,438</b>
Өмч (Хувьцаат капитал)	2,318	2,318	2,318	2,318	2,318	2,318	2,318
Нэмж төлөгдсөн капитал	6,836	6,836	6,836	6,836	6,836	6,836	6,836
Хөрөнгийн дахин үнэлгээний нэмэгдэл	616	616	616	616	616	616	616
Хуримтлагдсан ашиг	3,530	4,922	6,879	9,362	12,402	15,985	20,179
<b>Нийт эздийн өмч</b>	<b>13,300</b>	<b>14,692</b>	<b>16,649</b>	<b>19,133</b>	<b>22,172</b>	<b>25,755</b>	<b>29,949</b>
<b>Нийт өр төлбөр ба эздийн өмч</b>	<b>19,242</b>	<b>19,355</b>	<b>20,755</b>	<b>22,612</b>	<b>25,453</b>	<b>29,566</b>	<b>34,387</b>

Эх сурвалж: Голомт Капитал ҮЦК тооцоолол

### Холбоо барих



**М.Мөнхтуяа**

Голомт Капитал ҮЦК ХХК-ийн Хөрөнгө оруулалтын ахлах шинжээч  
Munkhtuya@golomtcapital.com  
9973 7911



**Б.Тэлмэн**

Голомт Капитал ҮЦК ХХК-ийн Хөрөнгө оруулалтын шинжээч  
Telmen@golomtcapital.com  
9585 2121

### Мэдэгдэл

Энэхүү мэдээлэл нь Голомт Капитал ҮЦК ХХК-иас зөвхөн мэдээллийн зорилгоор бэлтгэгдсэн болно. Илэрхийлсэн үзэл бодол нь зөвхөн шинжээчийн байр суурийг илэрхийлэх бөгөөд зах зээл болон бусад хүчин зүйлсийн нөлөөллөөр өөрчлөгдөх боломжтой юм. Ямар нэг хөрөнгө оруулалтын зөвлөгөө болон бусад төрлийн зөвлөмж өгөх шинж агуулаагүй болно. Үүнд үнэт цаасыг авах эсвэл зарахыг сэдэлжүүлсэн эсвэл арилжаа болон хөрөнгө оруулалтын ямар нэг стратегийг санал болгоогүй.

Бүх мэдээ, мэдээллүүд, үүнд Голомт Капитал ҮЦК ХХК-ийн эх сурвалж болгосон буюу гаргасан мэдээлэл, үнэн бодит гэж үзсэн эх сурвалжаас авсан боловч нарийвчлал нь баталгаажаагүй болно. Өнгөрсөн үзүүлэлт нь ирээдүйн үр дүнгийн баталгаа болохгүй. Тиймээс та өөрт нийцсэн хөрөнгө оруулалт эсвэл арилжаа хийхдээ бие даан буюу өөрийн зөвлөхтэйгөө зөвшилцөж шийдвэр гаргах хэрэгтэй гэдгийг анхаарна уу.