

**APU COMPANY**

Absolute. Pure. Unique.

# Хувьцааны Анализ

**2022 оны 12 сар**

---

**Golomt Capital<sup>®</sup>**



## APU COMPANY

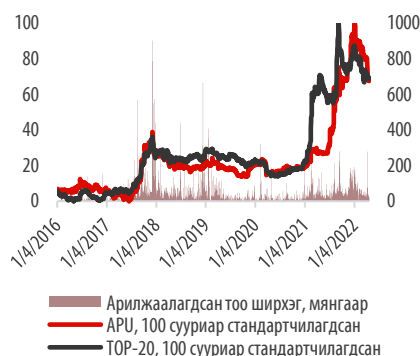
Absolute. Pure. Unique.

### Хүснэгт 1. Хувьцааны мэдээлэл

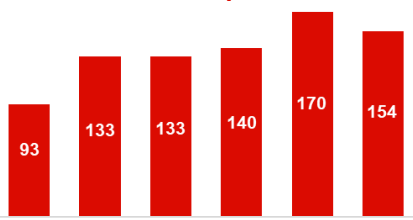
Хувьцааны симбол	APU
Байгуулагдсан огноо:	1924-04-15
52 долоо хоногийн ханш:	1,225 -1,904
Нийт хувьцааны тоо ширхэг:	1,062,974,743
Хаалтын ханш: (2022.12.09)	1,416
<b>Зорилтот ханш</b>	<b>1,814</b>
<b>Өсөлтийн боломж</b>	<b>28.1%</b>

Эх сурвалж: МХБ

### График 1. Хувьцааны ханшийн гүйцэтгэл

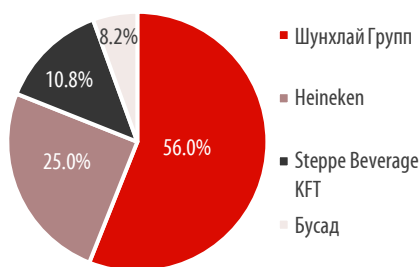


### График 2. Борлуулалтын тоо хэмжээ /сая литр/



\*2022 оны 2-р улирлын мэдээлэлд үндэслэн жилчилсэн

### График 3. Хувьцаа эзэмшигчид



### ХӨРӨНГӨ ОРУУЛАЛТЫН ХУРААНГУЙ

APU ХК-ийн үнэлгээг чөлөөт мөнгөн урсгалын арга (FCFE), ногдол ашиг хорөгдүүлэх арга (DDM) болон харьцуулалтын арга (Relative valuation) ашиглан хийж гүйцэтгэхэд компанийн хувьцааны зорилтот ханш 1,814 төгрөг гарсан нь 2022 оны 12 дугаар сарын 09-ний хаалтын ханшнаас 28.1 хувийн өсөлтийн боломжтой байгаа тул компанийн хувьцааны бодит үнэ цэнэ одоогийн зах зээлийн үнэлгээнд тусгагдаагүй гэж үзэж байна. Иймд Голомт Капитал ҮЦК-ийн зүгээс хөрөнгө оруулагчдад BUY буюу АВАХ-ыг зөвлөж байна.

**Зах зээлийн давамгайлал:** АПУ ХК нь Монгол Улсын шингэн хүнсний зах зээлд тэргүүлэгч компани юм. Тухайлбал, тус компани нь нийт архины болон шар айргийн зах зээлийн 83 болон 93 гаруй хувийг тус тус бүрдүүлж байна. Түүнчлэн тус компани нь 2021 онд Монгол Улсын хөрөнгийн зах зээл дээрх 1 их наяд төгрөгийн үнэлгээтэй хамгийн анхны компани болсон ба 2022 оны 12 дугаар сарын байдлаар компанийн нийт үнэлгээ 1.49 их наяд төгрөгт хүрсэн байна.

**Экспортыг тэлэх бодлого:** АПУ ХК-ийн ОХУ-ын экспорт 2021 онд өмнөх оноос 220 хувиар, харин БНХАУ-ын экспорт өмнөх оноос 440 хувиар тус тус өссөн байна. 2021 оны байдлаар АПУ ХК-ийн нийт борлуулалтын орлогын хоёр хувийг экспортын орлого бүрдүүлж байгаа бөгөөд тус компани нь дунд хугацаандаа экспортын хэмжээгээ 20 хувь болгож нэмэгдүүлэх төлөвлөгөөтэй ажиллаж байна. Тус төлөвлөгөөний хүрээнд компани 2022 онд борлуулалтыг дэмжих зорилгоор БНХАУ-д өөрийн охин компанийг байгуулсан юм.

**Үйл ажиллагааны үр ашигт байдал:** АПУ ХК-ийн үйл ажиллагаа нь хэдийгээр тогтворжсон "Mature" боловч сүүлийн жилүүдэд зардлын үр ашигт байдлаа нэмэгдүүлж, ашигт ажиллагаагаа амжилттай өсгөсөөр байна. Тухайлбал, 2017-2021 оны хооронд компанийн нийт ашгийн маржин 19 хувиар, цэвэр ашгийн маржин 12 хувиар тус тус нэмэгдэж, улмаар компанийн эздийн өмчийн өгөөж зургаа дахин өсжээ.

### КОМПАНИЙН МЭДЭЭЛЭЛ

APU ХК нь Монгол Улсын хүнсний үйлдвэрлэлийн салбар, тэр дундаа согтууруулах ундааны зах зээлд тэргүүлэх байр суурь эзэлдэг компани юм. Тус компани нь архи, шар айргийг дотооддоо үйлдвэрлэхээс гадна виски, дарс зэргийг гадаадаас импортлон борлуулдаг ба мөн сүүлийн жилүүдэд сүү, сүүн бүтээгдэхүүний зах зээлд эзлэх байр сууриа хурдацтайгаар нэмэгдүүлээд байгаа юм.

**Архи, согтууруулах ундаа үйлдвэрлэл:** 2017 оноос 2022 оны хооронд АПУ ХК-ийн нийт үйлдвэрлэлийн хэмжээ жилд дунджаар 8.87 хувиар (CAGR) өсөж, жилийн нийт борлуулалтын тоо хэмжээ 154 сая литрт хүрсэн байна (График. 2). Харин, зөвхөн 2021 оны байдлаар нийт борлуулалтын тоо хэмжээ 21.8 хувь өссөн нь цар тахлын зохицуулалт суларсантай холбоотойгоор иргэдийн архи, согтууруулах ундааны хэрэглээ нэмэгдсэнтэй холбоотой бөгөөд тус онд Монгол Улсын дарсны зах зээл өмнөх онтой харьцуулахад 81 хувийн өсөлттэй байсан бол виски болон бусад импортын бүтээгдэхүүний зах зээл 70 хувиар тэлсэн байна. Мөн 2022 оны 3 дугаар улирлын байдлаар Монгол Улсын согтууруулах ундааны үйлдвэрлэл өмнөх оны мөн үеэс 21.8 хувиар өссөн байна.

**Олон улсын зах зээл:** АПУ ХК нь сүүлийн жилүүдэд экспортын орлогоо нэмэгдүүлэх зорилгыг тэргүүлэх чиглэл болгон ажиллаж байгаа ба нийт 50 гаруй нэр төрлийн бүтээгдэхүүнийг Польш, БНХАУ, ОХУ, БНСУ-д экспортолж байна. 2021 онд тус компанийн ОХУ-д хийсэн экспортын хэмжээг өмнөх онтой харьцуулахад 220 гаруй хувиар, БНХАУ-д хийсэн экспортын хэмжээг өмнөх онтой харьцуулахад 440 гаруй хувиар тус тус өсжээ. 2022 онд тус компани борлуулалтыг дэмжих зорилгоор БНХАУ-д "Inner Mongolia Aipiyou Trade LLC" хэмээх өөрийн охин компанийг байгуулсан байна.

**Өсөлтийн боломж:** АПУ ХК-ийн 39 хувийн эзэмшилтэй Дижитал Концепт ХХК нь БНСУ-ын хамгийн том сүлжээ конвениенс дэлгүүр болох GS25-ийн Монгол Улс дахь үйл ажиллагааг эрхэлдэг. GS25 нь 2021 оноос хойш Улаанбаатар хотод нийт 100 гаруй салбар дэлгүүрийг нээж, жижиглэн худалдааны салбарт үйл ажиллагаагаа хурдацтай тэлсээр байна. Компани одоогоор GS25 сүлжээ дэлгүүрийн гаднын болон дотоодын нийт 7500 гаруй салбаруудаар өөрийн бүтээгдэхүүнүүдийг борлуулж байна. Ирэх дөрвөн жилд тус компани нь Монгол Улсад нийт 500 дэлгүүр нээх төлөвлөгөөтэй байна.

### КОМПАНИЙН ЗАСАГАЛ

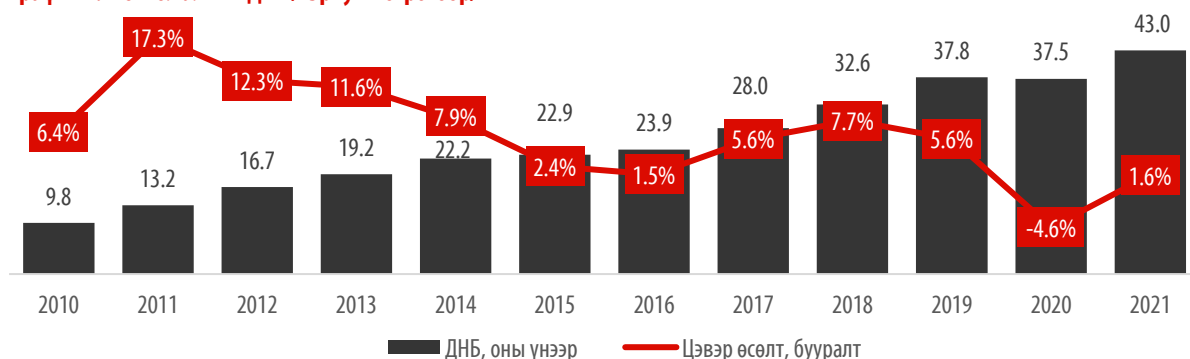
2022 оны 12 дугаар сарын байдлаар АПУ ХК-ний нийт хувьцааны 56 хувийг Шунхлай Холдинг ХХК, 25 хувийг Heineken Asia Pacific компани, 10.8 хувийг Steppe Beverage компани, үлдсэн хувийг бусад хувьцаа эзэмшигч эзэмшиж байна (График. 3). Компанийн Төлөөлөн Удирдах Зөвлөл нь зургаан ердийн гишүүн, гурван хараат бус гишүүн, нарийн бичгийн дарга, ТУЗ-ийн дарга, аудитын хороо, нэр дэвшүүлэх хороо, цалин урамшууллын хорооноос бүрдэж байна. АПУ ХК нь 2022 оны 12 дугаар сарын 9-ний байдлаар АПУ групп компанийн бүтцэд есөн охин компани (АПУ Дейри ХХК, АПУ Трейдинг ХХК, Гранд ХХК, Гранд Ист ХХК, Спирт Бал Бурам ХХК, Спирт Бал Бурам Трейд ХХК, М-Би-Си Азия Пасифик ХХК, Чингисхаан Интернэшнл Лимитэд, Inner Mongolia Aipiyou Trade LLC) болон нэг хараат компани (Дижитал Концепт ХХК) багтаж байна.

## ЗАХ ЗЭЭЛИЙН ХУРААНГУЙ, САЛБАРЫН ТАНИЛЦУУЛГА

**Макро эдийн засгийн төлөв:** 2022 оны 3 дугаар улирлын байдлаар ДНБ 35.2 их наяд төгрөг байгаа бөгөөд эдийн засаг өнгөрсөн оны мөн үетэй харьцуулахад 3.7 хувиар тэлсэн байна. Бөөний болон жижиглэн худалдааны салбар 11.3 хувиар, бүтээгдэхүүний цэвэр татвар 11.9 хувиар өссөн бол хөдөө аж ахуйн салбар 10.2 хувиар, мэдээлэл холбооны салбар 8.7 хувиар өссөн байна. Харин уул уурхай, олборлолтын салбар 17.3 хувийн агшилттай байгаа бол тээврийн салбар 2.4 хувь агшилттай гарсан байна. Монгол Улсын төлбөрийн тэнцэл 2022 оны эхний есөн сарын байдлаар 2.5 тэрбум ам.долларын алдагдалтай гарсан нь өмнөх оны мөн үетэй харьцуулахад төлбөрийн тэнцлийн алдагдал 545.2 сая ам.доллар буюу 28.6 хувиар өссөн үзүүлэлт юм. Үүнд бараа бүтээгдэхүүний худалдааны алдагдал өмнөх оны мөн үеэс 380.2 сая ам.доллароор, үйлчилгээний алдагдал 204.1 сая ам.доллароор өссөн нь голлох нөлөөг үзүүлсэн бол урсгал дансны алдагдал 183.2 сая ам.доллароор буурсан байна. 2022 оны 10 дугаар сард Улаанбаатар хотын инфляцын түвшин 14.6 хувь, улсын инфляцын түвшин 14.5 хувьд хүрээд байгаа бөгөөд энэ нь Монголбанкнаас баримталж буй зорилтот инфляцын түвшнээс 2.4 дахин өндөр үзүүлэлт юм.

**Цаашдын төлөв байдал:** Монгол Улсын инфляцын түвшин бусад frontier зах зээлийн орнуудтай харьцуулахад хамгийн өндөр түвшинд байгаа төдийгүй цар тахлаас үүдэлтэй хилийн хязгаарлалт, геополитикийн асуудал зэргээс үүдэн олон улсын байгууллагууд Монгол Улсын 2022 оны эдийн засгийн төсөөллийг бууруулаад байна. Тухайлбал: Азийн Хөгжлийн Банк (АХБ) нь Монгол Улсын 2022 оны эдийн засгийн өсөлтийг 2.3 хувь байна гэж таамаглаж байсан бол шинэчилсэн төсөөллөөр 1.7 хувь болгож бууруулсан байна. Харин 2022 оны 2 дугаар улирлын байдлаар эцсийн хэрэглээ цар тахлын өмнөх үеэс 3.7 хувиар, уул уурхайн бус салбаруудын нийт нийлүүлэлт 5.2 хувиар тус тус өссөн нь дотоодын эдийн засаг дахь эрэлт, нийлүүлэлт сэргэж буйг илтгэж байна.

График 4. Монгол Улсын ДНБ /тэрбум төгрөгөөр/



Эх сурвалж: YCX

## САЛБАРЫН ХУРААНГУЙ

Монгол Улсын архины үйлдвэрлэлийн хэмжээ сүүлийн 10 жилд буюу 2011 оноос хойш жилд дунджаар 0.6 хувиар өссөн байна. 2019 болон 2020 онд Монгол Улсын архины үйлдвэрлэлийн хэмжээ бууралттай байсан бол 2021 онд өмнөх оноос 11.3 хувиар өсөж 27 сая литрт хүрсэн байна. Харин нэг хүнд ногдох архины хэмжээ сүүлийн 10 жилийн хугацаанд 1.2 литрээр буурсан байгаа нь Монгол Улсын хүн амд залуу үеийнхний эзлэх хувь их болсноос шалтгаалан нийт хүн амын архины хэрэглээ багассан байна. Архи, дарсны үйлдвэрлэлийн хэмжээ нь ДНБ-ээс хамаарах сүүлийн 10 жилийн хамаарал нь харьцангуй бага буюу 37.2 хувь байгаа нь архи, дарс үйлдвэрлэл нь эдийн засгийн одоогийн нөхцөл байдлаас төдийлөн хамаардаггүй, циклийн бус салбар болохыг харуулж байна.

График 5. Монгол Улсын архины үйлдвэрлэл



Эх сурвалж: YCX

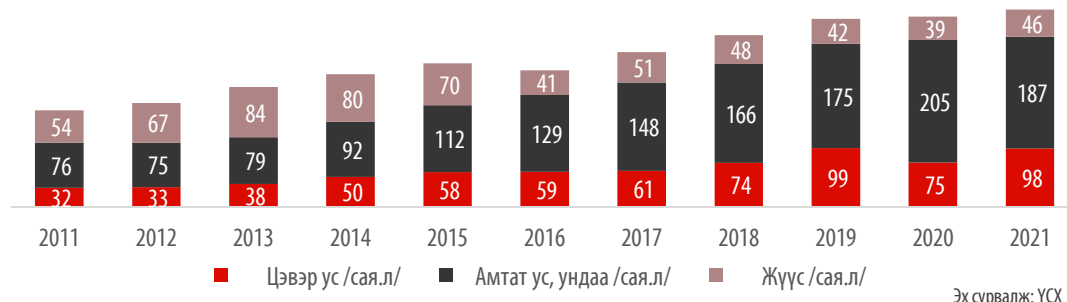
Харин шар айраг үйлдвэрлэлийн хэмжээ 2011 оноос хойш 5.9 хувийн жилийн нийлмэл өсөлтөөр өсөж, 2021 оны дүнгээр нийт 101.8 сая литр шар айраг Монгол Улсын хэмжээнд үйлдвэрлэгдсэн байна. Энэ нь өмнөх оны үйлдвэрлэлийн түвшинтэй харьцуулахад 9.7 хувиар өссөн үзүүлэлт бөгөөд сүүлийн гурван жилийн хамгийн өндөр үзүүлэлт юм. Монгол Улсын шар айргийн үйлдвэрлэл болон дотоодын нийт бүтээгдэхүүн нь хоорондоо 98.3 хувийн корреляцитай буюу өндөр хамааралтай байна. Энэ нь шар айргийн үйлдвэрлэл эдийн засгийн өсөлттэй үед идэвхжиж, бууралттай үед саармагждаг болохыг харуулж байна. Нэг хүнд ногдох шар айргийн хэрэглээ 2011 онтой харьцуулахад 2021 онд 9.5 литрээр өндөр байгаа нь хүн амын архи, согтууруулах ундааг хэрэглэх хандлага архинаас шар айраг руу шилжиж буйг харуулж байна. Нэг хүнд ногдох шар айргийн хэмжээ сүүлийн 10 жилд дунджаар 4.0 хувиар өсөж, 2021 оны байдлаар 29.8 литр хүрсэн байна.

**График 6. Монгол Улсын шар айрагны үйлдвэрлэл**



Монгол Улсын хэмжээнд цэвэр усны үйлдвэрлэл 2011 оноос хойш жилд дунджаар 11.9 хувиар өсөж, 2021 оны байдлаар 75 сая литр ус үйлдвэрлэгдсэн бол амтат ус, ундааны үйлдвэрлэл жилийн 9.5 хувийн нийлмэл өсөлтөөр өсөж, 2021 оны байдлаар 187 сая литрт хүрсэн байна. Харин шүүсний үйлдвэрлэл жилд 1.7 хувиар буурч, 2021 оны байдлаар 46 сая литр үйлдвэрлэгдсэн байна. Нийт шингэн хүнсний үйлдвэрлэлийг архи, согтууруулан ундаа болон ус, ундаа, шүүсний нийлбэрээр авч үзвэл сүүлийн жилүүдэд архи болон шүүсний үйлдвэрлэл нь нийт шингэн хүнсний үйлдвэрлэлийн хэмжээнд эзлэх хувь буурч, шар айраг, цэвэр ус, амтат ус ундааны эзлэх хувь тус тус нэмэгдсэн байна.

**График 7. Монгол Улсын ус, ундаа, жүүсний үйлдвэрлэл**



**Зах зээлд тэлэх боломж:** Монголын нэг хүнд ногдох сүүн бүтээгдэхүүний хэрэглээ дэлхийн дунджаас зургаа дахин бага байгаа хэдий ч сүүлийн 10 жилд дотоодын сүү, сүүн бүтээгдэхүүний зах зээл жилд дунджаар 26 хувийн өсөлт үзүүлжээ. АПУ ХК нь тус зах зээлийн 30 хувийг бүрдүүлж байгаа бол СҮҮ ХК нь 40 хувийг бүрдүүлж байна. Мөн АПУ ХК нь дарсны зах зээлийн 4.7 хувийг, виски болон бусад зах зээлийн 12.5 хувийг тус тус эзэлдэг. Иймд тус компанийг согтууруулах ундааны импортын зах зээлд тэлэх хангалттай орон зай болон хүчин чадалтай гэж үзэж байна. АПУ ХК-ийн нийт борлуулалтын орлогын хоёр хувийг экспортын орлого бүрдүүлдэг. Тус компани нь дунд хугацаандаа экспортын хэмжээгээ нэмэгдүүлж 20 хувь болгох төлөвлөгөөтэй байна.

**График 8. АПУ ХК-ийн зах зээлийн эзлэх хувь**



## КОМПАНИЙН ҮЙЛ АЖИЛЛАГААНЫ ҮЗҮҮЛЭЛТҮҮД

АПУ ХК-ийн борлуулалтын орлого 2022 оны 2 дугаар улирлын байдлаар 391 тэрбум төгрөг байгаа нь өмнөх оны мөн үетэй харьцуулахад 28.2 хувиар өссөн үзүүлэлт бол цэвэр ашиг 82 тэрбум төгрөгт хүрч 1 хувиар өссөн байна. 2017-2021 оны хугацаанд борлуулалтын орлого жилд дунджаар 30 хувиар, цэвэр ашиг жилд дунджаар 57.6 хувиар өссөн бол компанийн нийт хөрөнгө энэ хугацаанд харьцангуй тогтвортой байжээ. Тухайлбал, компанийн 2022 оны 2 дугаар улирлын байдлаарх нийт хөрөнгө 2017 оныхтой харьцуулахад ердөө 15 хувиар өссөн хэдий ч цэвэр ашгийн хэмжээ 556 хувь өссөн байгаа нь компани илүү бага нөөцөөр илүү их орлогыг бий болгож, үйл ажиллагааны үр ашигт байдлаа нэмэгдүүлж чадсаныг харуулж байна. Компанийн нийт хөрөнгийн хэмжээ 2022 оны 2 дугаар улирлын байдлаар 729.4 тэрбумд хүрсэн бөгөөд үүний 28.2 хувийг өр төлбөр, 71.8 хувийг эздийн өмч бүрдүүлж байна.

**График 9. Нийт борлуулалтын орлого, цэвэр ашиг /тэрбум төгрөгөөр/**



\*Борлуулалтыг 2022 оны 2-р улирлын үр дүнд үндэслэн жилчилсэн

**График 10. Компанийн нийт хөрөнгийн бүтэц /тэрбум төгрөгөөр/**



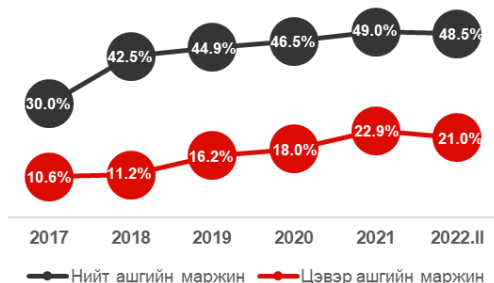
Эх сурвалж: МХБ

## САНХҮҮГИЙН ШИНЖИЛГЭЭ

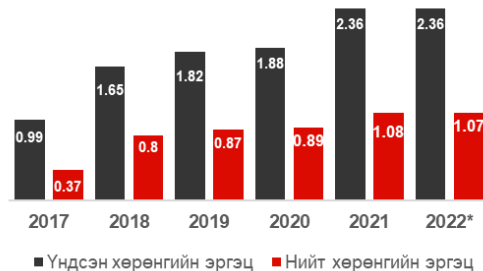
### Цэвэр ашгийн харьцаа үзүүлэлтүүд

АПУ ХК-ийн 2022 оны 2 дугаар улирлын нийт ашгийн харьцаа 2017 оныхтой харьцуулахад 1.6 дахин, цэвэр ашгийн харьцаа 2 дахин тус тус өссөн байна. Компанийн 2022 оны 2 дугаар улирлын байдлаар цэвэр ашиг 82.1 тэрбум төгрөг байгаа нь өмнөх оны мөн үетэй харьцуулахад нэг хувь өссөн үзүүлэлт юм. Ашигт ажиллагааны үзүүлэлтүүд сайжирч байгаа нь компанийн борлуулсан бүтээгдэхүүний өртгийн нийт борлуулалтын орлогод эзлэх хэмжээ их хэмжээгээр буурсантай холбоотой байна. Тухайлбал, компанийн борлуулсан бүтээгдэхүүний өртөг 2017 онд нийт борлуулалтын орлогын 70 хувийг эзэлж байсан бол 2022 оны 2 дугаар улирлын байдлаар 51 хувь болж буурчээ. Үүнээс үзэхэд АПУ ХК-ийн ашигт ажиллагаа сүүлийн жилүүдэд тогтвортой өссөн нь компани үйл ажиллагаагаа тэлэхийн хэрээр зардлын үр ашигт байдал нэмэгдэн, үйлдвэрлэлийн зардлаа үр дүнтэйгээр танаж чадсаныг харуулж байна.

**График 11. Цэвэр ашгийн харьцаа үзүүлэлтүүд**



**График 12. Хөрөнгийн эргэцийн харьцаа үзүүлэлтүүд**



\*Борлуулалтыг 2022 оны 2-р улирлын үр дүнд үндэслэн жилчилсэн

Эх сурвалж: МХБ

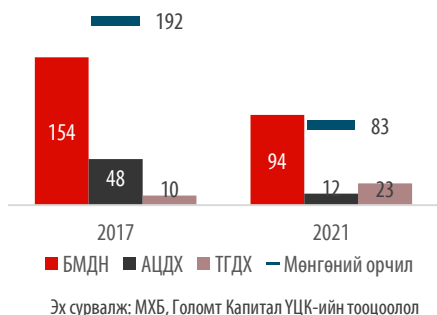
### Хөрөнгийн эргэцийн харьцаа үзүүлэлтүүд

Хөрөнгийн эргэцийн харьцаа үзүүлэлтүүд нь компани өөрт байгаа нөөцөө хэр үр ашигтай захиран зарцуулж байгааг харуулдаг. АПУ ХК-ийн хувьд сүүлийн жилүүдэд борлуулалтын орлого нь тогтмол өсөлттэй байсан боловч компанийн нийт хөрөнгө харьцангуй тогтмол хэмжээнд байсан. Үүнээс үүдэн АПУ ХК-ийн хөрөнгийн эргэцийн харьцаа үзүүлэлтүүд их хэмжээгээр сайжирсан байна. Тухайлбал, 2022 оны 2 дугаар улирлын байдлаар компанийн нийт хөрөнгийн эргэц 1.1 байгаа нь 2017 онтой харьцуулахад 2.9 дахин нэмэгдсэн үзүүлэлт юм (График 12). Өөрөөр хэлбэл 2022 оны 2 дугаар улирлын байдлаар АПУ ХК нь 1.0 нэгж хөрөнгөөрөө 1.1 нэгж борлуулалтын орлогыг бий болгосныг харуулж байна.

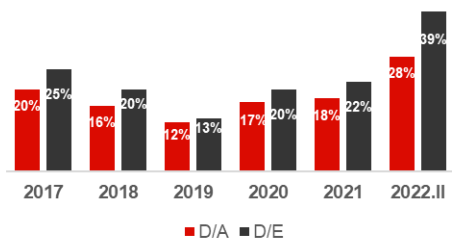
**График 13. Эргэлтийн харьцаа үзүүлэлтүүд**



**График 14. Мөнгөний цикл**



**График 15. Өрийн харьцаа үзүүлэлтүүд**



**График 16. Ногдол ашиг**



\*2022 оны 2-р улирлын үр дүнд үндэслэн жилчилсэн

Эх сурвалж: МХБ, Голомт Капитал УЦК-ийн тооцоолол

### Компанийн хөрвөх чадвар

Компанийн эргэлтийн харьцаа үзүүлэлтүүд нь компани эргэлтийн буюу хөрвөх чадвар бүхий хөрөнгөөрөө богино хугацаат өр төлбөрөө төлж барагдуулах чадвартай эсэхийг харуулдаг. Компанийн хөрвөх чадварын харьцаа үзүүлэлтүүд нь 2022 оны 2 дугаар улирлын төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадварын харьцааг (ТТГЧХ) эс тооцвол тогтмол 1-ээс өндөр буюу түргэн хөрвөх хөрөнгөөр богино хугацаат өр төлбөрийг барагдуулах чадвар хангалттай хэмжээнд байна (График. 13). 2022 оны 2 дугаар улирлын байдлаар хөрвөх чадварын үзүүлэлтүүд буурсан нь Монгол Улсын гадаад валютын нөөцийн хомсдолоос шалтгаалан нийлүүлэгчдэд төлөх төлбөр хуримтлагдсан, мөн Дижитал Концепт ХХК-ийн хөрөнгө оруулалттай холбоотой өр төлбөр нэмэгдсэн зэрэг учир шалтгаантай байна.

### Компанийн үйл ажиллагаа

Компанийн мөнгөний цикл нь компанийн бараа материалын дундаж наслалт (БМДН), авлага цуглуулах дундаж хугацаа (АЦДХ)-ны нийлбэрээс төлбөр гүйцэтгэх дундаж хугацаа (ТГДХ)-г хасаж тооцсон үзүүлэлт юм. Энэ нь компани бараа бүтээгдэхүүн болон бусад нөөцүүдэд хөрөнгө оруулснаас хойш борлуулалтын мөнгөн урсгалаа хүлээж авах хүртэл хэр их хугацаа зарцуулж байгааг харуулдаг. Энэ нь компанийн ажлын капиталын үр ашигт байдлын хэмжүүр болдог бөгөөд үйлдвэрлэлийн үйл ажиллагаа явуулдаг компаниудын хувьд чухал үзүүлэлт. АПУ ХК-ийн хувьд мөнгөний цикл нь 2017 онтой харьцуулахад 2021 онд 2.3 дахин багассан байна. Үүнд компанийн бараа материалын дундаж насжилт 60 хоногоор буурсан, авлага цуглуулах дундаж хугацаа дөрөв дахин буурсан нь голлох нөлөөг үзүүлсэн байна (График. 14). Үүнээс үзэхэд компани нь сүүлийн жилүүдэд бүтээгдэхүүнүүдээ илүү хурдан хугацаанд борлуулж, авлагаа илүү богино хугацаанд цуглуулдаг болсон нь компанийн үр ашгийг нэмэгдүүлжээ.

### Компанийн капиталын бүтэц

АПУ ХК-ийн хувьд өрийн харьцаа үзүүлэлтүүд нь харьцангуй тогтвортой байдаг ба энэ нь компани өрийн санхүүжилт бараг ашигладаггүй, компанийн өр төлбөрүүдийн дийлэнх хэсэг нь ажлын капиталд багтах богино хугацаат өглөгүүдээс бүрддэгтэй холбоотой байна (График. 15). 2017-2021 оны хугацаанд энэхүү үзүүлэлт нь ердөө 12-20 хувийн хооронд л хэлбэлзсэн байна. Харин 2022 оны 2 дугаар улирлын байдлаар уг харьцаа 28 хувь болж өссөн нь Монгол Улсын гадаад валютын нөөцийн хомсдолтой холбоотой нийлүүлэгчдэд төлөх төлбөр хойшилсон, мөн Дижитал Концепт ХХК-ийн хөрөнгө оруулалтаас шалтгаалан холбогдох өр төлбөр өссөнтэй холбоотой байна. Компанийн энэхүү хөшүүрэг багатай байдал нь АПУ ХК нь харьцангуй үйл ажиллагаа нь тогтворжсон компани болохын хувьд шинэ бүтээн байгуулалтад хөрөнгө оруулах хэрэгцээ шаардлага харьцангуй багатай, мөн хуримтлагдсан ашгаараа шаардлагатай худалдан авалт болон төслүүдийг санхүүжүүлэх бүрэн боломжтой байдагтай нь холбоотой байна. Энэ нь эргээд компанийн санхүүжилтийн зардлыг бага байлгаж, компани илүү өндөр ашигтай ажиллах нэг нөхцөл болж байгаа юм.

### Компанийн ногдол ашиг тараалт

АПУ ХК нь ногдол ашиг төлөлтөөрөө МХБ дээр бүртгэлтэй бүх компанийг тэргүүлдэг. 2017 оноос хойш компани нь ашгийн өсөлтөөсөө давсан хэмжээнд ногдол ашгийн хэмжээгээ нэмэгдүүлсэн байна. Тухайлбал, 2017 оноос хойш компанийн нэгж хувьцаанд ногдох ногдол ашиг жилд дунджаар 57.7 хувиар нэмэгдэж, 2021 онд 106 төгрөгт хүрсэн бол компанийн ногдол ашиг төлөлтийн харьцаа жилд дунджаар 73.9 хувиар нэмэгдсэн бөгөөд 2021 оны байдлаар тус харьцаа 73 хувь байна (График. 16). Компанийн ногдол ашиг төлөлтийн харьцаа 2021 онд бага зэрэг буурсан байгаа ч нэгж хувьцаанд ногдох ногдол ашиг өмнөх оноос өссөн байна. 2017 оноос хойш компанийн ногдол ашиг төлөлтийн харьцаа жилд дунджаар 79.3 хувь байжээ. Өөрөөр хэлбэл, компани нь 2017 оноос хойш цэвэр ашгаасаа жилд дунджаар 69.7 тэрбум төгрөгийг ногдол ашиг тараахад зарцуулжээ. Компани 2022 оны 2 дугаар улирлын цэвэр ашгаас нэгж хувьцаанд 45 төгрөгийн ногдол ашиг хуваарилахаар шийдвэрлэсэн ба энэ нь нэгж хувьцаанд ногдох цэвэр ашгийн 58 хувьтай тэнцэж байна.



## ХУВЬЦААНЫ ҮНЭЛГЭЭ

### Үнэлгээнд нөлөөлөгч хүчин зүйлс

Бид АПУ ХК-ийн үнэлгээг хорогдуулсан чөлөөт мөнгөн урсгалын арга (FCFE), ногдол ашиг хорогдуулах арга (DDM) болон харьцуулалтын арга (Relative valuation) ашиглан хийж гүйцэтгэлээ. Компанийн үнэлгээг хорогдуулсан мөнгөн урсгал болон ногдол ашиг хорогдуулах аргаар хийхдээ санхүүгийн төсөөллийн хугацаа (Forecast horizon)-нд болон түүнээс цааших хугацаа (Terminal horizon)-нд өөр өөр эздийн өмчийн өртгийг ашигласан. Учир нь эрсдэлийн урамшууллыг санхүүгийн төсөөллөөс цааших хязгааргүй хугацаанд одоогийн хэмжээн дээрээ байна гэж үзэх нь оновчгүй гэж үзсэн бөгөөд төсөөллийн хугацаанд Монгол Улсын хувьд Дамодараны аргачлалаар тооцсон утгыг ашигласан бол төсөөллөөс цааших хугацааны эрсдэлийн урамшууллыг дэлхийн дундаж үзүүлэлтэд буюу 8.56 хувьд хүрнэ гэж үзсэн. Харин эрсдэлгүй өгөөжийн хувийг Монгол Улсын системийн таван банкны хадгаламжийн дундаж хүүгээр тооцсон. Хувьцааны бетаг тооцохдоо АПУ ХК-ийн хувьцааны өгөөжийг МХБ-ийн ТОП-20 индекстэй регрессдэж тооцсон үр дүн болон Дамодараны аргачлалаар согтууруулах, согтууруулах бус шингэн хүнсний салбарын хувьд тооцсон үр дүн тус бүрийг жинлэж гаргасан үр дүнг ашигласан. Дээрх байдлаар компанийн өмчийн өртгийг тооцоолоход 19.23 хувь гарсан болно. Харин компанийн тогтмол өсөлтийн хувийг Монгол Улсын инфляцын урт хугацааны төсөөлөл, хүн амын өсөлтийн хувь болон бодит ДНБ-ий өсөлтийн хувь дээр үндэслэн 3.46 хувьтай тэнцүү байна гэж үзсэн.

АПУ ХК-ийн санхүүгийн төсөөллийг гаргахдаа дээрээс доошоо (Top-down) аргыг ашигласан бөгөөд дараах таамаглалууд дээр үндэслэн тооцоолсон болно. Үүнд:

- **Борлуулалтын орлого:** Дотоодын нийт бүтээгдэхүүний төсөөллийг ОУВС-ийн бодит ДНБ-ий өсөлт болон инфляцын төсөөллийг ашиглан гаргасан. Компанийн борлуулалтын орлогын ДНБ-д эзлэх хувийг жилд дунджаар 0.1 нэгжээр нэмэгдэнэ гэж үзсэн.
- **Зардал:** Компанийн зардлын дансны борлуулалтын орлогод эзлэх хувийг түүхэн хоёр жилийн дундажтай тэнцүү байна гэж үзсэн.
- **Ажлын капитал:** Компанийн бараа материалын дундаж насжилтыг жилд хоёр өдрөөр буурах бол төлбөр гүйцэтгэх дундаж хугацааг жилд нэг өдрөөр нэмэгдэнэ гэж үзсэн. Харин компанийн авлага цуглуулах дундаж хугацааг сүүлийн хоёр жилийн дундажтай тэнцүү байна гэж үзсэн.
- **Өр төлбөр болон эздийн өмч:** Компанийн урт хугацаат зээлийн хэмжээг тооцохдоо сүүлийн жилийн буюу 2021 оны байдлаарх компанийн урт хугацаат зээлийн компанийн эздийн өмчид эзлэх хувийг ашигласан. Харин компанийн ногдол ашиг төлөлтийн харьцааг сүүлийн таван жилийн дундаж үзүүлэлт дээр тогтвортой байх бөгөөд компани нь цэвэр ашгийнхаа үлдсэн хэсгийг хуримтлуулна гэж үзсэн.

### Хорогдуулсан чөлөөт мөнгөн урсгалын арга (FCFE)

Хорогдуулсан чөлөөт мөнгөн урсгалын аргаар үнэлэхдээ АПУ ХК-ийн капиталын бүтэц дээр үндэслэн эздийн өмчийн чөлөөт мөнгөн урсгал (Free cash flow to equity)-ыг ашигласан. Дээр дурдсан үнэлгээнд нөлөөлөгч хүчин зүйлүүдийн дагуу компанийн өмчийн үнэ цэнийг 1,852.5 тэрбум гарсныг компанийн эргэлтэд буй хувьцааны тоонд хувааж нэгж хувьцааны бодит үнэ цэнийг 1,787 төгрөг гэж гаргасан бөгөөд үүнийг компанийн өмчийн өртгийг ашиглан өнөөгийн үнэ цэнийг олж, 2022 оны 12 дугаар сарын 9-ний өдрийн байдлаарх компанийн нэгж хувьцааны үнэлгээг 1,891 төгрөг байхаар тооцоолсон.

#### Хүснэгт 2. Үнэлгээний хураангуй

Хорогдуулсан чөлөөт мөнгөн урсгалуудын нийлбэр	732,633
Үлдэгдэл үнэ цэнэ (Terminal value)	2,811,732
Хорогдуулсан үлдэгдэл үнэ цэнэ	1,167,115
Компанийн өмчийн үнэ цэнэ	1,899,748
Эргэлтэд байгаа хувьцааны тоо	1,063
Хувьцааны бодит үнэ (2021.12.31-ны байдлаар)	1,787
<b>Хувьцааны бодит үнэ (2022.12.09-ний байдлаар)</b>	<b>1,891</b>

Эх сурвалж: Голомт Капитал ҮЦК-ийн тооцоолол

### Ногдол ашиг хорогдуулах арга (DDM)

Компанийн ногдол ашиг төлөлтийн хувийг сүүлийн таван жилийн дундаж үзүүлэлтэд үндэслэн ба санхүүгийн төсөөллийн хугацаанд уг түвшинд хадгалагдана гэж үзсэн. Ногдол ашиг хорогдуулах аргаар үнэлгээг хийхдээ чөлөөт мөнгөн урсгалын аргатай адил эздийн өмчийн өртөг болон тогтмол өсөлтийн хувийг ашигласан.

### Хүснэгт 3. Үнэлгээний нэгдсэн үр дүн

Хорогдуулсан ногдол ашгийн мөнгөн урсгалууд	660,861
Үлдэгдэл өртөг (Terminal value)	2,488,616
Хорогдуулсан үлдэгдэл өртөг	1,032,994
Компанийн өмчийн үнэ цэнэ	1,693,855
Эргэлтэнд буй хувьцааны тоо	1,063
Хувьцааны бодит үнэ (2021.12.31-ны байдлаар)	1,594
<b>Хувьцааны бодит үнэ (2022.12.09-ний байдлаар)</b>	<b>1,686</b>

Эх сурвалж: Голomt Капитал ҮЦК-ийн тооцоолол

### Харьцуулалтын арга (Relative valuation)

Бид харьцуулалтын аргаар АПУ ХК-ийн үнэлгээг хийхдээ ижил төстэй үйл ажиллагаа эрхэлдэг харьцуулагдах компаниудыг дараах шалгууруудад үндэслэн сонголоо: 1. Emerging болон Frontier зах зээлийн ангилалд багтдаг, 2. Дэлхийн аж үйлдвэрийн ангиллын стандарт (GICS) –ын дагуу шингэн хүнс (Beverages)-ний зах зээлд үйл ажиллагаа явуулдаг. Улмаар сонгож авсан 20 компаниудын үнэ-ашгийн харьцаа (P/E) болон үнэ-дансны үнийн харьцаа (P/B)-ны медиан буюу голын утгад үндэслэн гаргасан үр дүн тус бүрийг тэнцүү хувийн жин өгч жинлэх байдлаар АПУ ХК-ийн хувьцааны бодит үнэ цэнийг 2022 оны 10 дугаар сарын 3-ны өдрийн байдлаар 1,914 төгрөг байна гэж тооцоолсон.

### Хүснэгт 4. Ижил төстэй үйл ажиллагаа явуулдаг компаниуд

№	Name	P/E	P/B	P/S	Мсар
1	Thai Beverage PCL	18.01	2.59	1.84	13,078,039,560.20
2	Union de Cervecerias Peruanas Backus y Johnston SAA	9.29	9.19	5.15	8,046,274,427.30
3	Emperador Inc	36.47	4.33	5.46	5,504,613,437.06
4	Saigon Beer Alcohol Beverage Corp	30.95	5.15	4.14	4,740,935,056.32
5	Osotspa PCL	32.07	5.25	3.90	3,557,700,715.42
6	Compania Cervecerias Unidas SA	10.81	1.65	0.87	2,575,450,263.73
7	Embotelladora Andina SA	9.64	1.30	0.63	1,668,709,662.42
8	Societe de Fabrication des Boissons de Tunisie SA	19.65	4.22	3.44	1,382,072,005.88
9	Tanzania Breweries PLC	21.85	4.72	3.02	1,324,377,667.33
10	Concha y Toro Winery Inc	9.50	1.41	1.11	1,111,779,405.61
11	East African Breweries Ltd	26.29	18.51	1.33	990,178,097.15
12	Nigerian Breweries PLC	30.93	2.29	0.90	947,511,355.71
13	Cerveceria San Juan SA	10.38	7.17	3.44	919,257,013.44
14	Societe des Boissons du Maroc SA	35.57	5.66	3.43	837,209,608.64
15	Ginebra San Miguel Inc	7.47	2.71	0.73	595,264,822.98
16	Coca Cola Embonor SA	5.63	1.07	0.49	548,519,295.92
17	Vina San Pedro Tarapaca SA	11.33	0.94	0.97	303,543,112.62
18	Phoenix Beverages Ltd	18.65	1.95	1.26	231,561,491.84
19	Oman Refreshment Company SAOG	12.38	1.19	1.19	227,449,961.01
20	Distilleries Company of Sri Lanka PLC	8.61	7.33	2.28	201,806,451.61
<b>Sector median</b>		<b>15.19</b>	<b>3.46</b>	<b>1.59</b>	<b>1,050,978,751.38</b>
<b>Sector average (Mean)</b>		<b>18.27</b>	<b>4.43</b>	<b>2.28</b>	<b>2,439,612,670.61</b>

Эх сурвалж: Голomt Капитал ҮЦК-ийн тооцоолол

АПУ ХК-ийн хувьцааны үнэлгээний эцсийн үр дүнг дээрх гурван аргаар хийсэн үнэлгээний үр дүнгүүдийг жинлэх байдлаар нэгтгэж, 1,814 төгрөг гэсэн үр дүнд хүрсэн (Хүснэгт. 5). Чөлөөт мөнгөн урсгалын арга болон ногдол ашиг хорогдуулах аргад тус бүрд 40 хувийн жин өгсөн бол харьцуулалтын аргад 20 хувийн жин өгсөн. Учир нь АПУ ХК нь согтууруулах ундааны бүтээгдэхүүнүүдээс гадна согтууруулах бус уух зүйлс болон сүү, сүүн бүтээгдэхүүн бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэдэг тул харьцуулагдах компаниуд нь үйл ажиллагааны хувьд тодорхой хэмжээгээр ялгаатай гэж үзсэн тул харьцангуй бага хувийн жин ногдуулсан болно.



### Хүснэгт 5. Үнэлгээний хураангуй

Үнэлгээний аргачлал	Үр дүн	Хувийн жин
Free Cash Flow to Equity	1,891	40%
Dividend Discount Model	1,686	40%
Relative Valuation	1,914	20%
<b>Эцсийн үр дүн</b>	<b>1,814</b>	

Эх сурвалж: Голомт Капитал ҮЦК-ийн тооцоолол

## ЭРСДЭЛИЙН ХҮЧИН ЗҮЙЛС, УДИРДЛАГА

### Хүснэгт 6. Эрсдэлийн матриц

Эрсдэлийн матриц					
Хохирлын хэмжээ	Их		СЭ: Зохицуулалтын эрсдэл		
			ҮАЭ:Нэр хүндийн эрсдэл		
	Дунд	ҮАЭ: Нийлүүлэлтийн сүлжээний эрсдэл	ҮАЭ:Үйлдвэрлэлийн эрсдэл	ЗЗЭ: Валютын ханшийн эрсдэл	
		СЭ: Өрсөлдөөний эрсдэл		ЗЗЭ: Хүүний түвшний эрсдэл	
	Бага				
		Бага	Дунд	Их	
Тохиолдох магадлал					

Эх сурвалж: Голомт Капитал ҮЦК тооцоолол

### Үйл ажиллагааны эрсдэл (ҮАЭ)

#### Үйлдвэрлэлийн эрсдэл

Үйлдвэрлэлийн эрсдэлд үйлдвэрлэлийн үйл ажиллагааны доголдлоос үүдэлтэй саатал болон ажилчид үйлдвэрлэлийн болон тээвэрлэлтийн осол гэмтэлд өртсөнөөр компанид учирч болох алдагдлыг хамруулж үзсэн болно.

Эрсдэлийн удирдлага: АПУ ХК нь ажилчдадаа аюулгүй байдлаа хангаж ажиллах заавар, зөвлөгөөг тогтмол өгдөг. Компанийн алдагдсан хугацааны ослын давтамж буюу 100 FTE тутам дахь ослын тоо 2018 онд 1.42 байсан бол жил ирэх тусам буурсаар 2021 онд 0 болсон байна. Мөн 2022 онд Англи улсын эрсдэлийн удирдлагын компанийн гадаад мэргэжилтнүүдээр үйлдвэрлэл, инженерингийн тоног төхөөрөмж, байгууламжуудад эрсдэлийн үнэлгээ хийлгэж үйлдвэрлэлтэй холбоотой гарч болох эрсдэлээс сэргийлж байна.

#### Нэр хүндийн эрсдэл

Нэр хүндийн эрсдэл нь компанийн дотоод үйл ажиллагаа болон компанийн удирдлага, засаглалтай холбоотойгоор хэрэглэгчид, олон нийтийн дунд сөрөг ойлголт бий болсноор компанийн борлуулалтын орлого буурах эрсдэл юм.

Эрсдэлийн удирдлага: АПУ ХК нь Монгол Улсын тогтвортой хөгжлийн зорилтуудын хүрээнд нийгэм, байгаль орчинд чиглэсэн менежмент болон төсөл хөтөлбөрүүдийг тогтмол хэрэгжүүлдэг. Тухайлбал, компани нь байгалийн нөөцийн хэмнэлтийн зорилгын хүрээнд 2021 онд дулааны хэрэглээг 17.3 хувь, цахилгааны хэрэглээг 8.4 хувь, усны хэрэглээг 22.6 хувиар тус тус бууруулсан байна. Мөн компани нь үйлдвэрийн тоног төхөөрөмжөөс хаягдаж байгаа усыг Улаанбаатар хотын ногоон байгууламжийн усалгаа, угаалга, ариутгал хийхэд болон үйлдвэр цехийн анхан шатны угаалга цэвэрлэгээ зэрэгтээ дахин ашиглаж байгаа бол шилийг эргүүлэн худалдан авах замаар шилний эргэлтийг гурав дахин нэмэгдүүлсэн байна. Мөн компанийн удирдлагын баг нь олон жилийн туршлагатай, чадварлаг хамт олноос бүрдэж байгаа тул засаглалын хувьд эрсдэл үүсэх магадлал бага байна.

#### Нийлүүлэлтийн сүлжээний эрсдэл

Нийлүүлэлтийн сүлжээний эрсдэлд компанийн бэлтгэн нийлүүлэгч, түгээгч гэх мэт нийлүүлэлтийн сүлжээнд оролцогч талуудын үйл ажиллагааны доголдлоос үүдэн бүтээгдэхүүний үйлдвэрлэл болон нийлүүлэлт тасалдах, бэлтгэн нийлүүлэгчид түүхий эд материалынхаа үнийг нэмэх зэргээс үүдэн АПУ ХК-д үүсэж болох алдагдлыг орж байна.

Эрсдэлийн удирдлага: Компани нь бэлтгэн нийлүүлэгчидтэйгээ урт хугацааны гэрээ байгуулж ажилласнаараа түүхий эд материалын үнийн өсөлтийг хязгаарладаг. Мөн компанийн эзэмшлийн 25 хувийг шар айргийн үндэстэн дамнасан корпорац болох Heineken компани эзэмшдэг тул компани нь тус компанийн нийлүүлэлтийн сүлжээгээр дамжуулан бүтээгдэхүүнүүдээ борлуулах боломжтой.

### Салбарын эрсдэл (СЭ)

#### Зохицуулалтын эрсдэл

АПУ ХК нь хүн амын шууд хэрэглээнд зориулсан бүтээгдэхүүн үйлдвэрлэлийн хувьд хүнсний аюулгүй байдлын хувьд зохицуулалт, стандарт, дүрэм журмуудыг мөрдөн ажиллах ёстой байдаг. Мөн компанийн үйлдвэрлэдэг бүтээгдэхүүний онцлогоос шалтгаалан онцгой албан татвар ногдуулдаг бөгөөд уг татварын хувь хэмжээ өсөх нь компанид алдагдал үүсгэх боломжтой юм.

Эрсдэлийн удирдлага: АПУ ХК нь голлох бүтээгдэхүүнүүдээрээ зах зээл дээр монопол байр суурь эзэлдгийн хувьд үнэ тогтоох нөлөө (Pricing power) бүхий компани юм. Тиймээс онцгой албан татварын хувь хэмжээ өсөхөд компани нь бүтээгдэхүүнийхээ үнийг өсгөх замаар ашгийн маржинаа хадгалж үлдэх боломжтой. Хүнсний аюулгүй байдлын хувьд компани нь чанарын долоо хоногийг тогтмол зохион байгуулахаас гадна Олон улсын Чанарын удирдлагын тогтолцоо 9001:2015 стандартыг дэлхийд тэргүүлэгч SGS компанийн аудитад шалгуулж баталгаажуулан ажиллаж байна.

#### Хэрэглэгчдийн хэрэглэх хандлага буурах эрсдэл

Монгол Улс нь хүн амын бүтцийн хувьд харьцангуй залуу хүн амтай улсад тооцогддог. Тухайлбал, 2021 оны эцсийн байдлаар Монгол Улсын хүн амын 62 хувийг 0-34 насны хүн ам бүрдүүлж байна. Тиймээс ирээдүйд “Z” болон түүнээс хойших үеийнхний хэрэглэх хандлагаас зах зээл дээрх эрэлт нийлүүлэлт шууд хамаарах бөгөөд үр дүнд нь дотоодын зах зээл дээрх согтууруулах ундаа, тэр дундаа архины хэрэглээ буурах магадлал өндөр байгааг илтгэж байгаа юм.

Эрсдэлийн удирдлага: Хүн амын шар айраг хэрэглэх хандлага сүүлийн жилүүдэд хурдацтай нэмэгдэж байгаа ба уг зах зээлд АПУ ХК нь монопол байр суурьтай байдаг (Зах зээлд эзлэх хувь >90 хувь). Мөн компани нь Heineken 0.0 зэрэг бүтээгдэхүүнүүдээр дамжуулан бага болон алкогольгүй бүтээгдэхүүний инновацыг салбартаа нэвтрүүлж байгаа төдийгүй сүүлийн жилүүдэд согтууруулах бус шингэн хүнсний зах зээлд үйл ажиллагаагаа хурдацтай тэлж байна.

#### Өрсөлдөөний эрсдэл

Өрсөлдөөний эрсдэлд АПУ ХК-ийн үйл ажиллагаа явуулдаг зах зээл дэх өрсөлдөгч компаниуд болон шинээр зах зээлд нэвтрэгсдийн аюулаас үүдэн компанид учирч болох алдагдлыг хамруулсан. АПУ ХК нь Монгол Улсын согтууруулах ундааны зах зээлд хамгийн том тоглогч болохын хувьд бусад өрсөлдөгчидтэйгөө харьцуулахад хэрэглэгчдийн дунд брэнд нэр хүндээ бий болгосон учир үнэнч хэрэглэгчид ихтэй, үйл ажиллагааны хувьд илүү өндөр үр ашигтай байж чаддаг тул уг зах зээл дээрх өрсөлдөөний эрсдэл хязгаарлагдмал байна.

Эрсдэлийн удирдлага: Согтууруулах бус шингэн хүнс болон сүү,сүүн бүтээгдэхүүний зах зээл дээр компани нь бүтээгдэхүүнээрээ ялгарах стратеги барин ажиллаж байна. Тухайлбал, компани нь Д витаминаар баяжуулсан сүү үйлдвэрлэж буй дотоодын цорын ганц үйлдвэрлэгч төдийгүй компанийн Оргилуун брэнд нь хамгийн олон төрөл бүхий хийжүүлсэн усны брэнд юм.

### Зах зээлийн эрсдэл (ЗЗЭ)

#### Хүүгийн түвшний эрсдэл

Хүүгийн түвшний эрсдэл нь зах зээл дээрх хүүгийн түвшний өөрчлөлтөөс шалтгаалан компанид үүсэж болох алдагдал юм. Компанийн капиталын бүтцэд өр төлбөрийн эзлэх хувь маш бага байдаг. Тухайлбал, 2022 оны 2 дугаар улирлын байдлаар компанийн нийт хөрөнгийн 72 хувийг эздийн өмч, 28 хувийг өр төлбөр эзэлж байна.

Эрсдэлийн удирдлага: Компанийн нийт өр төлбөрийн дийлэнх нь ажлын капиталд багтах хүүгийн төлөлт байхгүй өглөгүүд ба хүүгийн төлөлт бүхий өр төлбөр компанийн нийт хөрөнгийн ердөө 3.3 хувийг эзэлж байна. Тиймээс хүүгийн түвшний эрсдэл компанийн хувьд маш бага түвшинд байна.

#### Валютын ханшны эрсдэл

АПУ ХК-ийн борлуулсан бүтээгдэхүүний өртгийн 60 гаруй хувийг ам.доллаароор илэрхийлэгдсэн зардал бүрдүүлдэг тул валютын ханшийн эрсдэл нь компанид нөлөө бүхий эрсдэл байна.

Эрсдэлийн удирдлага: Компани нь валютын ханшийн өөрчлөлтийг бүтээгдэхүүний үнэд шингээх замаар эрсдэлээ удирддаг. Мөн компани нь гаднын улсууд руу борлуулалт хийснээр компанид ам.доллаароор илэрхийлэгдсэн мөнгөний орох урсгалтай тул компанийн валютын ханшийн өөрчлөлтөд мэдрэмтгий байдлыг бууруулдаг байна.

### ХАВСРАЛТ

#### Хүснэгт 7. Санхүүгийн тайлангийн төсөөлөл

Сая төгрөгөөр	2021H	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Мөнгө, түүнтэй адилтгах хөрөнгө	77,278	88,672	76,245	60,695	64,518	76,168
Дансны авлага	22,469	37,427	42,609	56,890	66,989	81,216
Татвар, НДШ – ийн авлага	6,349	9,321	12,109	14,367	18,091	21,447
Бусад авлага	4,360	7,319	8,305	11,108	13,068	15,851
Бараа материал	88,058	110,619	138,919	170,421	202,190	235,773
Урьдчилж төлсөн зардал/тооцоо	53,579	49,117	63,053	79,109	96,039	114,657
Бусад эргэлтийн хөрөнгө	-	-	-	-	-	-
<b>Эргэлтийн хөрөнгийн дүн</b>	<b>252,092</b>	<b>302,474</b>	<b>341,239</b>	<b>392,591</b>	<b>460,894</b>	<b>545,112</b>
Үндсэн хөрөнгө	283,315	273,228	283,257	294,097	305,070	314,396
Биет бус хөрөнгө	65,554	82,190	106,773	133,166	162,146	193,292
Урт хугацаат хөрөнгө оруулалт	-	-	-	-	-	-
Хойшлогдсон татварын хөрөнгө	899	1,128	1,465	1,827	2,224	2,652
Гүүдвилл	15,468	15,468	15,468	15,468	15,468	15,468
<b>Эргэлтийн бус хөрөнгийн дүн</b>	<b>365,237</b>	<b>372,014</b>	<b>406,963</b>	<b>444,558</b>	<b>484,908</b>	<b>525,808</b>
<b>Нийт хөрөнгийн дүн</b>	<b>617,329</b>	<b>674,488</b>	<b>748,202</b>	<b>837,149</b>	<b>945,802</b>	<b>1,070,919</b>
<i>Өр төлбөр ба эздийн өмч</i>						
Дансны өглөг	21,690	29,094	38,656	50,551	63,623	78,804
Татварын өр төлбөр	17,775	22,286	28,951	36,108	43,966	52,411
Богино хугацаат зээл	63	-	-	-	-	-
Ногдол ашгийн өглөг	7,540	9,462	12,266	15,435	18,802	22,278
Бусад богино хугацаат өр төлбөр	14,977	17,138	18,576	20,105	22,682	25,335
<b>Богино хугацаат өр төлбөрийн дүн</b>	<b>62,045</b>	<b>77,980</b>	<b>98,450</b>	<b>122,200</b>	<b>149,073</b>	<b>178,828</b>
Урт хугацаат зээл	21,114	22,659	24,662	27,183	30,253	33,891
Хойшлогдсон татварын өр	16,443	20,231	21,443	23,024	26,314	29,218
Бусад урт хугацаат өр төлбөр	12,935	11,882	14,020	14,854	16,865	18,706
<b>Урт хугацаат өр төлбөрийн дүн</b>	<b>50,491</b>	<b>54,772</b>	<b>60,126</b>	<b>65,061</b>	<b>73,432</b>	<b>81,815</b>
<b>Нийт өр төлбөр</b>	<b>112,536</b>	<b>132,752</b>	<b>158,575</b>	<b>187,260</b>	<b>222,505</b>	<b>260,643</b>
<i>Эздийн өмч</i>						
Хувьцаат капитал	106	106	106	106	106	106
Халаасны хувьцаа	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Нэмэгдэж төлөгдсөн капитал	225,299	225,299	225,299	225,299	225,299	225,299
Хөрөнгийн дахин үнэлгээний нэмэгдэл	99,774	99,774	99,774	99,774	99,774	99,774
Гадаад валютын хөрвүүлэлтийн нөөц	15	15	15	15	15	15
Хуримтлагдсан ашиг	179,515	216,458	264,348	324,611	398,019	484,999
Хяналтын эрхгүй хувь оролцоо	84	84	84	84	84	84
<b>Эздийн өмчийн дүн</b>	<b>504,793</b>	<b>541,736</b>	<b>589,626</b>	<b>649,889</b>	<b>723,297</b>	<b>810,277</b>
<b>Өр төлбөр ба эздийн өмчийн дүн</b>	<b>617,329</b>	<b>674,488</b>	<b>748,202</b>	<b>837,149</b>	<b>945,802</b>	<b>1,070,919</b>

Эх сурвалж: Голомт Капитал ҮЦК тооцоолол

### Хүснэгт 8. Орлого, үр дүнгийн тайлангийн төсөөлөл

Сая төгрөгөөр	2021H	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Борлуулалтын орлого	669,724	839,682	1,090,827	1,360,467	1,656,538	1,974,729
Борлуулсан бүтээгдэхүүний өртөг	341,762	438,869	563,393	706,860	858,131	1,024,488
<b>Нийт ашиг</b>	<b>327,962</b>	<b>400,813</b>	<b>527,435</b>	<b>653,607</b>	<b>798,407</b>	<b>950,242</b>
Борлуулалт, маркетингийн зардал	75,315	97,256	126,345	156,049	191,248	227,738
Ерөнхий ба удирдлагын зардал	57,241	71,768	100,889	119,462	146,751	176,993
Санхүүжилтийн зардал	3,409	4,862	6,316	7,877	9,591	11,433
Бусад орлого	4,471	5,606	7,283	9,083	11,060	13,184
Бусад зардал	579	3,050	3,962	4,942	6,017	7,173
Гадаад валютын олз (гарз)	(757)	(678)	(604)	(1,130)	(1,210)	(1,392)
Биет хөрөнгө данснаас хассаны олз (гарз)	(722)	-	-	-	-	-
<b>Татварын өмнөх ашиг</b>	<b>194,410</b>	<b>228,806</b>	<b>296,602</b>	<b>373,231</b>	<b>454,648</b>	<b>538,697</b>
Орлогын татварын зардал	40,883	50,466	65,419	82,321	100,278	118,816
<b>Цэвэр ашиг</b>	<b>153,528</b>	<b>178,340</b>	<b>231,183</b>	<b>290,911</b>	<b>354,370</b>	<b>419,881</b>

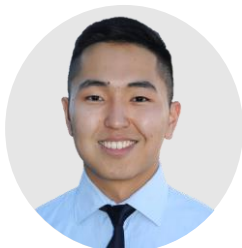
Эх сурвалж: Голомт Капитал ҮЦК тооцоолол

### Хүснэгт 9. Харьцаа үзүүлэлтүүдийн шинжилгээ

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Ашигт ажиллагааны харьцаа үзүүлэлтүүд</b>					
Нийт ашгийн маржин	30.00%	42.50%	44.95%	46.50%	48.97%
Үйл ажиллагааны ашгийн маржин	16.15%	16.42%	21.85%	23.93%	29.18%
Цэвэр ашгийн маржин	10.60%	11.15%	16.18%	18.02%	22.92%
<b>Үйл ажиллагааны харьцаа үзүүлэлтүүд</b>					
Бараа материалын эргэц	2.37	3.24	2.91	3.16	3.88
Авлагын эргэц	7.59	13.61	15.07	17.99	29.81
Өглөгийн эргэц	36.45	22.68	43.82	22.74	15.97
Үндсэн хөрөнгийн эргэц	0.99	1.65	1.82	1.88	2.36
Нийт хөрөнгийн эргэц	0.37	0.80	0.87	0.89	1.08
Бараа материалын дундаж насжилт, өдрөөр	154.15	112.70	125.58	115.49	94.04
Авлага цуглуулах дундаж хугацаа, өдрөөр	48.09	26.82	24.21	20.29	12.25
Төлбөр гүйцэтгэх дундаж хугацаа, өдрөөр	10.01	16.09	8.33	16.05	22.85
Мөнгөний цикл, өдрөөр	192.23	123.43	141.46	119.73	83.44
<b>Хөрвөх чадварын харьцаа үзүүлэлтүүд</b>					
Эргэлтийн харьцаа	182.17%	276.98%	528.95%	312.16%	406.30%
Төлбөр түргэн гүйцэтгэх чадварын харьцаа	100.78%	144.90%	257.46%	158.03%	178.02%
Бэлэн мөнгөний харьцаа	53.37%	92.06%	137.39%	97.74%	124.55%
<b>Өр төлбөрийн харьцаа үзүүлэлтүүд</b>					
Өр, нийт хөрөнгийн харьцаа	0.20	0.16	0.12	0.17	0.18
Өр, эздийн өмчийн харьцаа	0.25	0.20	0.13	0.20	0.22
Санхүүгийн хөшүүрэг	1.25	1.20	1.13	1.20	1.22
<b>Хөрөнгийн өгөөжийн харьцаа үзүүлэлтүүд</b>					
Нийт хөрөнгийн өгөөж	3.93%	8.87%	14.02%	15.97%	24.87%
Эздийн өмчийн өгөөж	4.91%	10.62%	15.89%	19.22%	30.41%
<b>Зах зээлийн харьцаа үзүүлэлтүүд</b>					
P/E	30.63	13.71	8.83	7.25	12.49
P/B	1.50	1.46	1.40	1.39	3.80
P/S	3.25	1.53	1.43	1.31	2.86

Эх сурвалж: Голомт Капитал ҮЦК тооцоолол

### Холбоо барих



**Б.Тэлмэн**

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



**С.Дашням**

Голомт Капитал ҮЦК ХХК-ийн Хөрөнгө оруулалтын шинжээч  
dashnyam@golomtcapital.com  
9522 2161

### 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 баталгаажгаагүй 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.