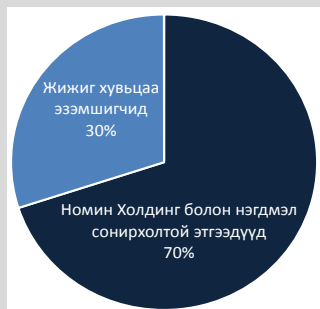


Хаалтын ханш (төг): 530  
Рэйтинг: BUY  
Зорилтот ханш (төг): 2,000  
Боломжит өгөөж: 277%

Байгуулагдсан он: 1921  
Бизнес: Их дэлгүүр  
Зах зээлийн үнэлгээ: 19.5 тэрбум төг

### Хувьцаа эзэмшигчид



Эх сурвалж: ҮЦТТТХТ, БиДиСЕК

### УИД хувьцааны ханш, 2 жил



Эх сурвалж: МХБ, БиДиСЕК

Хаалтын ханш: 530  
52 долоо хоног: 453/600  
Дундаж арилжигдсан тоо: 315  
Нэгж хувьцаанд ногдох ашиг: 0.8 төг

### Улсын Их Дэлгүүр 2014 онд



Эх сурвалж: Номин Холдинг

### Бид Улсын Их Дэлгүүр ХК (UID:MSE) дээр судалгаа хийж, компанийн хувьцааны ханш 1 жилийн дотор 2,000 төгрөгт хүрэх боломжтой гэж үзлээ

Улсын Их Дэлгүүр ХК-ийн (УИД) жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн өмнөөс Санхүүгийн Зохицуулах Хороо (СЗХ) шүүхэд нэхэмжлэл гаргасантай холбогдуулан бид УИД ХК дээр судалгаа хийж, компанийн хувьцааны ханш 1 жилийн дотор 2,000 төгрөгт хүрэх боломжтой гэж үзлээ. СЗХ-ны шүүхийн нэхэмжлэл амжилтгүй болсон ч, энэхүү үйл явдал нь УИД-ийг илүү хараат бус, нээлттэй компани болгох болов уу гэсэн хүлээлт бидэнд байна.

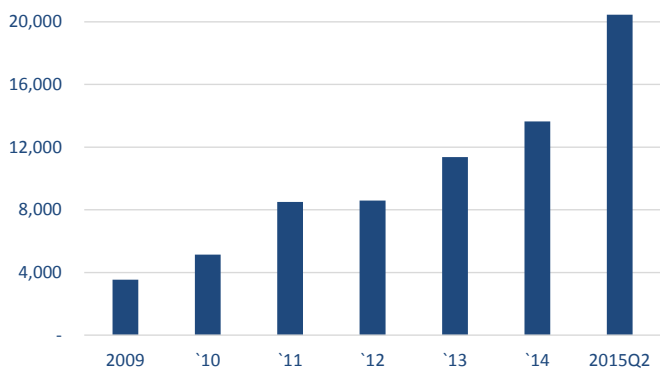
2015 оны 9-р сард СЗХ-ноос УИД-ийн эрх бүхий долоон албан тушаалтныг шүүхэд өгсөн талаараа мэдээлсэн. СЗХ нь санхүүгийн зах зээлийн тогтвортой байдлыг хангах, санхүүгийн үйлчилгээг зохицуулах, холбогдох хууль тогтоомжийн биелэлтэд хяналт тавих, хөрөнгө оруулагч, үйлчлүүлэгчдийн эрх ашгийг хамгаалах чиг үүрэг бүхий төрийн байгууллага юм. СЗХ-ны УИД-ийн эсрэг гаргасан шүүхийн нэхэмжлэлийн талаар тодруулбал:

- СЗХ-ны Эрх зүйн хэлтсийн дарга Н.Батгэрэлийн хэлснээр, УИД-ийн жижиг хувьцаа эзэмшигчдээс удаа дараа гомдол ирсэн байна. Ингээд СЗХ-ноос томилогдсон ажлын хэсэг 2015 оны 2-р сар, 4-р сард шалгалт явуулсан. Ингэхдээ УИД ХК-ийн холбогдох этгээдүүд болох “Номин Холдинг”, “Номин Тав”, “Номин Реалтор” компаниудын хооронд хийгдсэн гүйлгээ, гэрээ хэлцэл бүрийг санхүүгийн баримт, үндсэн гэрээнүүдэд тулгуурлан явуулсан байна.
- “Номин Холдинг” группийн гишүүн компаниудын хооронд хийсэн гэрээ, хэлцлүүд, эдгээрийн үндсэн төлбөр тооцоо нь зарим талаар сонирхлын зөрчилтэй, жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн хувьд ашиггүй, дүр үзүүлсэн болохгүйгээ халхавчилсан гэрээ байх магадлалтай гэж шалгалтын ажлын хэсэг дүгнэсэн. Тухайлбал, 2008 оноос хойш хийсэн түрээсийн болон зээлийн нийт 13 гэрээг хүчин төгөлдөр гэрээ, хэлцэл мөн эсэх нь эргэлзээтэй байгаа.
- Үнэт цаасны зах зээлийн тухай хуулийн 21-р зүйлийн 21.2-т “Үнэт цаас гаргагч, эсхүл түүний эрх бүхий албан тушаалтан нь хувьцаа эзэмшигч болон хөрөнгө оруулагчийн эрх ашгийг хохироосон, хууль бус үйл ажиллагаа явуулсан гэж үзвэл Хороо хувьцаа эзэмшигчдийг төлөөлөн шүүхэд нэхэмжлэл гаргаж болно” гэж заасан. Мөн тус хуулийн 63-р зүйлийн 63.1.16-д “Шаардлагатай тохиолдолд үнэт цаас эзэмшигч /хувьцаа эзэмшигч/ -ийн нэрийн өмнөөс тэдгээрийн эрх ашгийн төлөө итгэмжлэлгүйгээр шүүхэд нэхэмжлэл гаргах эрхтэй” гэсэн заалтуудыг хууль зүйн үндэслэл болгон шүүхэд нэхэмжлэл гаргасан.
- УИД ХК 2001 онд 30 мөнгө, 2007 онд 3 төгрөгийн ногдол ашиг хуваарилж байсан. Харин бусад жилүүдэд алдагдалтай ажилласан гэх шалтгаанаар ногдол ашиг хуваарилаагүй байдаг.
- УИД ХК ердөө хоёрхон ажилтантай ба гүйцэтгэх захирал С.Сайнбаяр нь “Номин Холдинг” ХХК-ийн Бизнес хөгжлийн газрын захирлаар, нягтлан бодогч Б.Ээжиймаа нь мөн “Номин Холдинг” ХХК-ийн ахлах нягтлан бодогчоор ажилладаг байна.

### Толгой компани жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрх ашгийг хохироож байна

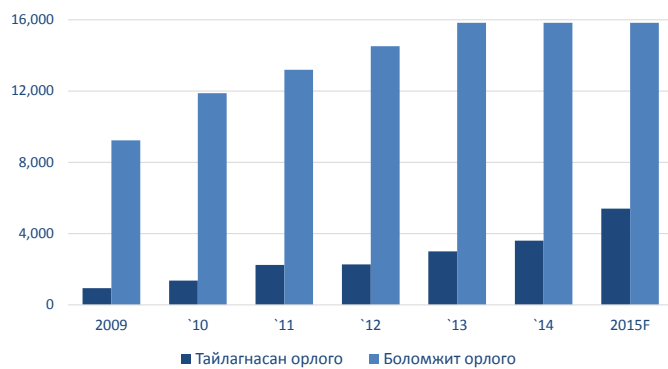
Номин Холдинг нь Монголын томоохон групп компаниудын нэг бөгөөд УИД-ийн нийт хувьцааны 70 орчим хувийг эзэмшиж байна. Хөрөнгө оруулагчидтай хийсэн уулзалтын үеэр компанийн удирдлагаас өгсөн мэдээллээр бол, УИД-ийн бүх талбайг Номин түрээсэлдэг. Үүнийхээ 70 орчим хувийг өөрсдийн дэлгүүртээ ашиглаж, үлдсэн 30 хувийг бусад гуравдагч этгээдүүдэд давхар түрээслүүлдэг байна. УИД нь гадаах зогсоолын талбайгаа оруулаад нийт 10,540 м.кв газрыг эзлэн оршдог. Нэг давхар нь ойролцоогоор 4,800 м.кв бөгөөд нийт түрээсэлж болохуйц талбай нь 22,000 м.кв байдаг байна.

**УИД-т Номингийн төлдөг түрээс (м.кв-ийн үнэ, төгрөгөөр)**



Эх сурвалж: Компанийн удирдлага; БидиСЕК тооцоолол

**УИД-ийн тайлагнасан болон боломжит орлого (сая төг)**



Эх сурвалж: Компани; БидиСЕК тооцоолол

Дээрх зургаас харахад, Номингийн төлдөг түрээс м.кв тутамд ердөө 20,455 төгрөг байна. 2014 оны 10-р сард УИД түрээсийнхээ үнийг 80%-аар нэмж 20,455 болгосон ч энэ нь Улаанбаатар хот дахь ижил төрлийн дэлгүүрүүдээс хамаагүй хямд байгаа юм. 2009-2014 онд Номин УИД-т м.кв тутамд ердөө 3,545-13,636 төгрөгийн түрээсийн төлбөр төлж иржээ. Бид УИД дэх түрээслэгчдийн заримтай ярилцаж үзсэн ба тэдний хувьд түрээс 80,000-120,000 төгрөг байдаг байна. Хэрвээ эдгээр тоонууд үнэн бол толгой компани болох Номин маш хямд түрээсийн төлбөрийг УИД-т төлж иржээ. Гэхдээ Номингийн төлдөг түрээсийн үнэнд дулааны зардлаас бусад бүх зардал, тухайлбал үйлчилгээ, маркетинг, хэрэглээний зардлууд гээд бүгд багтсан байдаг гэдэг. Хэдий тийм ч энэ мэт зардал м.кв тутамд хэдхэн мянган төгрөг болох ёстой. Энэ жилийн нэмэгдсэн түрээсийн тарифаар УИД-ийн борлуулалтын орлого 2015 онд 50% өсөж 5.4 тэрбум төгрөгт хүрэх төлөвтэй байгаа ч энэ нь зах зээлийн үнээр түрээслэх орлогоос 3 дахин бага байгаа юм.

СЗХ-ны зүгээс УИД-ийн эрх бүхий албан тушаалтнуудаас 2008 оноос хойш компанид учруулсан хохирол хэмээн 11 орчим тэрбум төгрөгийг нэхэмжилж байгаа юм байна. Түүнчлэн УИД, Номин хоёрын хоорондох зээлийн гэрээг хууль бус гэж үзэж магадгүй байна. УИД Номингоос 3.1 сая ам.долларыг сарын 1.22%-ийн хүүтэй зээлсэн байдаг. Зээлийн хүүгээ төлөх боломжгүй үед алданги, торгууль зэргийг төлж иржээ. Хэрвээ шүүх дээр СЗХ ялж, шүүх УИД Номин хоёрын хоорондох зээлийн гэрээг хүчингүйд тооцвол, УИД зээлийн үндсэн төлбөрөө төлөх боловч, гэрээ хүчин төгөлдөр биш гэж үзвэл хүүгийн төлбөр төлөх ёсгүй болно. Өөрөөр хэлбэл компанийн өмнө нь төлж байсан хүүгийн төлбөр, торгууль зэргийг зээлийн үндсэн төлбөрөөс хасаж суутгах боломжтой юм. Бидний тооцооллоор компани 10 орчим тэрбум төгрөгийг зээлийн хүүний зардалд төлсөн байгаа. 2015 оны 2-р хагасын санхүүгийн тайланд УИД 10.2 тэрбумын төгрөгийн өртэй байна. Тэгэхээр шүүхийн шийдвэр СЗХ-ны талд гарвал, энэхүү баланс дээр байгаа өрийг авч хаях боломж бүрдэж байгаа юм.

**Бид СЗХ-ноос эхлүүлсэн энэхүү ажлыг маш зөв гэж үзэж байгаа бөгөөд, энэ нь зөвхөн УИД ХК-ийн хувьд ч биш, Монголын Хөрөнгийн Бирж (МХБ) дээр бүртгэлтэй бусад компаниудад ч хамааралтай юм**

Сүүлийн хэдэн жилийн тоог харахад, УИД-ийн хамгийн том зардал нь зээлийн хүүгийн зардал байсаар ирсэн. Нийт үйл ажиллагааны зардлын 70 орчим хувь нь зөвхөн зээлийн хүүгийн зардал. Тэд мөн ам.долларын зээлтэй учир сүүлийн жилүүдэд тогтмол өсөж байгаа ам.долларын ханшийн өсөлт тэдэнд хүндээр тусдаг. 2014 оны санхүүгийн жилд гэхэд компани 728 сая төгрөгийн алдагдлыг зөвхөн ханшийн зөрүүнээс хүлээсэн.

2011 онд УИД-ийн ТУЗ өрийг хувьцаанд шилжүүлж, ингэснээр хуримтлагдсан өр төлбөрийг үгүй болгож, компанийн тогтвортой өсөлтийг ханган хувьцаа эзэмшигчдэдээ ногдол ашиг хуваарилж байх шийдвэр гаргасан байдаг. Гэвч энэ нь одоог хүртэл биеллээ олоогүй л байгаа юм. Өрийг хувьцаагаар солихын тулд компани ойролцоогоор 20 орчим сая хувьцааг нэмж гаргахаар байгаа. Өнөөдрийн байдлаар компани нийт 36 сая гаруй хувьцаатай бөгөөд, нэмж хувьцаа гаргаснаар компани 56 сая хувьцаатай болох ба Номингийн УИД дэх эзэмшил 70%-с 81% болж өсөх дүр зураг харагдаж байгаа.

УИД 2008-2010 оны хооронд нийт 7.6 тэрбум төгрөгийн хөрөнгө оруулалтаар дэлгүүрийн барилгаа бүрэн шинэчилж, өнөөгийн байдалд нь оруулсан. Энэ ажлыг зээлээр санхүүжүүлсэн байдаг. Харин 2011 оноос хойш томоохон хэмжээний хөрөнгө оруулалт хийгдээгүй бөгөөд урсгал засварын ажлууд хийгдэж иржээ.

СЗХ УИД дээр шалгалт хийж байгаа учир бид үнэлгээндээ компанийн санхүүгийн тооцооллыг оролцуулахгүй. Боломжит шүүхийн нэхэмжлэл болох 11 тэрбум төг, мөн 3.1 сая ам.долларын зээлийг цуцална гэж үзвэл, бид энэ тоонуудыг одоогийн компанийн зах зээлийн үнэлгээн дээр нэмэх юм. УИД түрээслэгчдэд талбайгаа худалдлаа гэж бодоход, нэг м.кв талбайн зах зээлийн үнэ 4 орчим сая төг буюу нийт талбайн үнэлгээ 88 тэрбум төг болно гэж бид үзэж байна. Үүнд гадаах автомашины зогсоол бүхий талбай ороогүй болно. **Дээр дурдсан боломжит зах зээлийн үнэ, шүүхийн нэхэмжлэл, өрийг хүчингүйд тооцох зэргийг нэмбэл, УИД-ийн зах зээлийн үнэлгээ нь 105 тэрбум төгрөг болж байгаа. УИД-ийн МХБ дээр арилжаалагдаж буй хувьцааны ханшаар тооцсон үнэлгээгээр компанийн нийт үнэлгээ ердөө 19.5 тэрбум төгрөг байна. Тэгэхээр компани дор хаяж 5 дахин багаар үнэлэгдэж байна гэсэн үг. Бид үнэлгээгээ 30% бууруулж тооцоход компанийн хувьцааны бодит ханш 2,000 төгрөг гэж гарч байгаа.**

**Түүнчлэн бидний тооцооллоор, УИД зах зээлийн үнээр түрээсийн төлбөрөө авбал компанийн борлуулалтын орлого 15.8 тэрбум төгрөг, цэвэр ашиг 9.1 тэрбум төгрөг байх боломжтой байна. Энэ нь компани нэгж хувьцаанд 246 төгрөгийн ашигтай ба үнэ ашгийн харьцаа ердөө 2.2 буюу энэ тохиолдолд хувьцаа нь маш хямд үнэлэгдсэн болж байна.**

СЗХ шүүх дээр ялагдсан ч, энэ үйл явдал нь цаашдаа УИД-ийг илүү хараат бус, илүү нээлттэй, илүү сайн компанийн засаглалтай болгох болов уу гэж бид үзэж байна. Зах зээлийн ханшнаас маш доогуур үнээр түрээс төлснөөр Номин жижиг хувьцаа эзэмшигчдийг хохироож байгаа бөгөөд энэ өөрчлөгдөх ёстой.

Бид СЗХ-ноос эхлүүлсэн энэхүү ажлыг маш зөв гэж үзэж байгаа бөгөөд энэ нь МХБ-д бүртгэлтэй зарим компаниудад компанийн засаглалаа сайжруулах, ингэснээр жижиг хувьцаа эзэмшигчдийн эрх ашгийг хохироохгүй байхыг анхааруулсан чухал алхам гэж үзэж байна.

**Боломжит зах зээлийн үнэ, шүүхийн нэхэмжлэл, өрийг хүчингүйд тооцох зэргийг нэмбэл, УИД-ийн зах зээлийн үнэлгээ нь 105 тэрбум төгрөг буюу 5 дахин багаар үнэлэгдэж байгааг харуулж байна**

**Бидний тооцооллоор компанийн боломжит үнэ ашгийн харьцаа ердөө 2.2 байна**



Улсын Их Дэлгүүр ХК-ийн санхүүгийн тайлан

Санхүү байдлын тайлан (мян. төг)	2011	`12	`13	`14	`15Q2
Мөнгө, түүнтэй адилтгах хөрөнгө	1,839.5	1,084.2	183.9	4.0	129.6
Эргэлтийн хөрөнгийн нийт дүн	593,047.6	218,950.2	72,422.2	457,770.4	64,737.9
Үндсэн хөрөнгө	10,897,181.9	10,672,905.2	10,375,103.2	9,909,454.1	9,816,121.4
Эргэлтийн бус хөрөнгийн нийт дүн	10,898,373	10,707,847.0	10,408,915.1	9,943,266.0	9,849,933.3
Нийт хөрөнгийн дүн	11,491,420.3	10,926,797.2	10,481,337.3	10,401,036.4	9,914,671.2
Богино хугацаат өр төлбөрийн нийт дүн	10,732,359.2	11,049,368.5	327,879.7	403,144.6	494,542.8
Урт хугацаат өр төлбөрийн нийт дүн	0.0	0.0	11,092,446.2	10,908,646.2	10,226,114.7
Өр төлбөрийн нийт дүн	10,732,359.2	11,049,368.5	11,420,325.9	11,311,790.8	10,720,657.5
Эздийн өмчийн дүн	759,061.1	-122,571.3	-938,988.6	-910,754.4	-805,986.3
Эргэлтийн харьцаа	0.06	0.02	0.22	1.14	0.13
Өрийн харьцаа	0.93	1.01	1.09	1.09	1.08
Эздийн өмч, өрийн харьцаа (D/E)	14.14	(90.15)	(12.16)	(12.42)	(13.30)
Дансны үнэ, ханшийн харьцаа (P/B)	1.86	1.28	1.93	2.07	1.82

Орлогын тайлан (мян. төг)	2011	`12	`13	`14	`15Q2
Борлуулалтын орлого (цэвэр)	1,549,745.4	2,279,703.1	3,000,043.1	3,600,000.0	2,700,000.0
Борлуулалтын өртөг	0.0	0.0	0.0	0.0	2,245.6
Нийт ашиг ( алдагдал)	1,549,745.4	2,279,703.1	3,000,043.1	3,600,000.0	2,697,754.4
Үйл ажиллагааны зардал	3,918,042.7	2,908,329.8	2,866,457.1	2,756,159.3	2,372,411.4
Тайлант үеийн цэвэр ашиг ( алдагдал)	-2,982,774.7	-655,257.1	-816,417.3	28,234.2	104,768.1
Нэгж хувьцаанд ногдох ногдол ашиг (төг)	-	-	-	-	-

Ногдол ашгийн цэвэр ашигт эзлэх хувь	0%	0%	0%	0%	0%
Бохир ашгийн түвшин	100%	100%	100%	100%	100%
Цэвэр ашгийн түвшин	-192%	-29%	-27%	1%	4%
Активийн өгөөж (ROA)	-26%	-6%	-8%	0%	NA
Эздийн өмчийн өгөөж (ROE)	-393%	535%	87%	-3%	NA
Цэвэр ашиг, хувьцааны ханшийн харьцаа (P/E)	(7.2)	(21.3)	(24.8)	761.5	638.8

Мөнгөн гүйлгээний тайлан (мян. төг)	2011	`12	`13	`14	`15Q2
Үндсэн үйл ажиллагааны цэвэр мөнгөн гүйлгээний дүн	(2,422,830.1)	-13,624.3	557,409.2	943,994.9	881,859.1
Хөрөнгө оруулалтын үйл ажиллагааны цэвэр мөнгөн гүйлгээний дүн	-	27.1	0.0	-32,577.9	0.0
Санхүүгийн үйл ажиллагааны цэвэр мөнгөн гүйлгээний дүн	2,423,819.8	13,583.8	-531,625.5	-909,756.6	-880,542.3
Бүх цэвэр мөнгөн гүйлгээ	989.7	-755.4	-900.3	-179.9	125.6
Мөнгө, түүнтэй адилтгах хөрөнгийн эхний үлдэгдэл	849.8	1,839.6	1,084.2	183.9	4.0
Мөнгө, түүнтэй адилтгах хөрөнгийн эцсийн үлдэгдэл	1,839.5	1,084.2	183.9	4.0	129.6







## Институционал Харилцагчийн Алба & Судалгааны Алба

утас/факс: 976-11323411 имэйл: research@bdsec.mn

### БидиСЕК

Улаанбаатар хот, Сүхбаатар  
дүүрэг, Залуучуудын өргөн  
чөлөө, 27-1  
Утас/факс: 976-11313108  
Вэбсайт: www.bdsec.mn  
Имэйл: info@bdsec.mn

### Санамж

Энэхүү судалгаанд агуулагдсан мэдээлэл нь зөвхөн мэдээллийн чанартай болно. Энэхүү судалгаа нь БидиСЕК ҮЦК-ийн өмч бөгөөд зохиогчийн эрхээр хамгаалагдсан болно. Тиймээс энэхүү судалгааг БидиСЕК ҮЦК-ийн зөвшөөрөлгүйгээр хэсэгчлэн болон бүхлээр нь хуулбарлах, тараах, түүнчлэн зөвшөөрөлгүйгээр интернетэд байрлуулахыг хориглоно.

Энэхүү судалгааг БидиСЕК ҮЦК ХК гаргав. Судалгаанд ашигласан мэдээ, мэдээлэл, санал бодол нь бидний найдвартай гэж үзсэн эх сурвалжид тулгуурласан болно. Эдгээр мэдээлэл нь нарийвчлал, үнэн бодит байдал, найдвартай байдал зэргийн хувьд бүрэн батлагдсан мэдээлэл биш болно. Эдгээр мэдээлэл болон санал бодлууд нь урьдчилан мэдэгдэлгүйгээр өөрчлөгдөж болохыг анхаарна уу. Энэхүү материал нь зөвхөн мэдээллийн чанартай бөгөөд, энд дурдагдсан компаниуд, тэдний хувьцаа болон аливаа санхүүгийн хэрэгслийг худалдах, худалдан авах санал биш болно. Энэхүү судалгаа болон үүнд агуулагдах мэдээлэлд тулгуурлаж гаргасан аливаа шийдвэр нь хувь хүн, хуулийн этгээдийн өөрийнх нь эрсдэл болох бөгөөд, үүнээс үүсэж болох шууд болон шууд бус алдагдал, хохиролд БидиСЕК ҮЦК хариуцлага хүлээхгүй болно.

БидиСЕК ҮЦК, тэдний ажилтан, албан тушаалтнууд, холбоотой талууд энэхүү судалгаанд дурдагдсан аливаа хувьцаа, санхүүгийн хэрэгслийг эзэмшдэг байж болох бөгөөд зах зээл дээрээс нэмж худалдан авах, эсвэл худалдаж болно. БидиСЕК ҮЦК нь судалгаанд дурдагдсан хувьцаат компанийн андеррайтераар ажилласан байж болно.