

گزارش ارزشیابی واحدهای ممتاز

صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم

مشاور ارزشیابی

شرکت تأمین سرمایه امید

مدیریت خدمات مشاوره مالی

تیر ماه ۱۴۰۴



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

فهرست

عنوان	صفحه
۱) مشخصات صندوق	۶
۱-۱) تاریخچه فعالیت	۶
۲-۱) ارکان صندوق سرمایه‌گذاری	۶
صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم که از این به بعد صندوق نامیده می‌شود از ارکان زیر تشکیل شده است:	۶
۳-۱) ترکیب دارایی‌های صندوق	۷
۴-۱) ترکیب ریز دارایی‌های صندوق	۸
۵-۱) صورت خالص دارایی‌های صندوق در سنوات گذشته	۹
برخی از مفروضات ارزشگذاری	۱۰
۲) برآورد ارزش سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم	۱۲
۱-۱) مدل ارزشیابی	۱۲
۲-۱) محاسبات ارزش سهام ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل جریان‌ات نقدی مادام‌العمر عایدات آتی	۱۲
۲-۱-الف) محاسبات ارزش سهام ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل (نرخ ۲۳ درصد) جریان‌ات نقدی مادام‌العمر عایدات آتی	۱۳
۲-۱-ب) محاسبات ارزش سهام ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل (نرخ ۳۰ درصد) جریان‌ات نقدی مادام‌العمر عایدات آتی	۱۴
۲-۱-ج) محاسبات ارزش سهام ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل (نرخ ۳۶ درصد) جریان‌ات نقدی مادام‌العمر عایدات آتی	۱۵
۲-۲) محاسبات ارزش روز واحدهای ممتاز با و بدون اعمال صرف مدیریتی	۱۷
۳-۲) محاسبات ارزش سهام ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل (نرخ ۳۰ درصد) جریان‌ات نقدی مادام‌العمر عایدات آتی و با فرض تغییر وضعیت به صندوق بخشی و کسب منافع از مدیریت صندوق	۱۸
۳) جمع‌بندی ارزشیابی	۲۲

تشریح کلیات و حدود مسئولیت

به موجب مفاد ماده ۹ قرارداد فی مابین، متقاضی (سازمان خصوصی سازی) مسئولیت صحت و کامل بودن اطلاعات و مستندات که ارائه می نماید را بر عهده دارد و مشاور (شرکت تأمین سرمایه امید) مسئولیت صحت و کامل بودن اظهارنظرهایی که در گزارش و سایر مستندات موضوع این قرارداد ارائه می نماید، عهده دار است.

کلیه اطلاعات و مستندات مبنای تهیه گزارش حاضر شامل؛ صورت های مالی حسابرسی شده منتهی به ۱۴۰۳/۱۲/۲۹، تعداد و نوع سرمایه گذاری های شرکت، حسب مورد از کدال یا سایت صندوق سرمایه گذاری پالایشی یکم (سهامی عام) دریافت و استخراج گردیده و مسئولیت صحت اطلاعات و مستندات یاد شده با مرجع ارائه دهنده گزارش است و مشاور در خصوص اصالت و صحت آن ها هیچگونه مسئولیتی ندارد.

باتوجه به بند فوق تأکید می گردد، اطلاعات و مستندات مورداستفاده در گزارش که از متقاضی و سایر اشخاص معرفی شده از سوی متقاضی اخذ گردیده، توسط مشاور ارزشیابی راستی آزمایی نشده و مشاور مسئولیتی در قبال صحیح بودن اطلاعات ارائه شده توسط اشخاص مذکور نخواهد داشت. به عبارتی اطلاعات و مستندات دریافتی و مدنظر مشاور که به صورت رسمی نیز درخواست گردیده به عنوان حداقل اطلاعات مبنای ارزشیابی موردنیاز بوده که حسب مورد توسط متقاضی یا اشخاص مدنظر ایشان در اختیار مشاور قرار گرفته و مرجع ارائه دهنده اطلاعات و مستندات شخصاً مسئولیت آن را بر عهده خواهد داشت.

ارزشیابی حاضر با فرض در اختیار بودن تمام اطلاعات تأثیرگذار بر ارزش سهام ممتاز صندوق سرمایه گذاری پالایشی یکم (سهامی عام) در تاریخ ۱۴۰۴/۰۴/۰۷ و بر مبنای صورت های مالی حسابرسی شده منتهی به تاریخ ۱۴۰۳/۱۲/۲۹ (به عنوان قابل اتکاترین اطلاعات در دسترس) و صورت وضعیت پرتفوی منتهی به ۱۴۰۳/۱۲/۲۹ همچنین سایر صورت های مالی حسابرسی شده آن صندوق (قرارداده شده در سامانه کدال) تهیه گردیده است. شایان ذکر است، مشاور در قبال کشف و انتشار اطلاعات جدید یا سایر شرایط غیرقابل انتظار و غیرپایدار که بر اساس سیاست ارکان راهبری صندوق، سیاست های دولت در ارتباط با بازار پول و سرمایه و نرخ ارز یا سیاست های مدنظر سایر مراجع ذیربط (حسب مورد) تعیین می شود و منجر به تغییرات زیربنایی می گردد، مسئولیتی ندارد. به عبارتی باتوجه به نوع فعالیت شرکت مزبور و ترکیب سرمایه گذاری های آن از جمله مواردی که نتایج گزارش را به صورت زیربنایی تحت تاثیر قرار می دهد می توان به نوسانات شدید بازار سرمایه (به دلیل سرمایه گذاری در شرکت های بورسی و دارای قیمت و بازار فعال) اشاره کرد؛ بر همین اساس به استفاده کنندگان از گزارش توجه داده می شود گزارش حاضر با امعان نظر به قیمت پایانی سهام شرکت های سرمایه پذیر بورسی در تاریخ ۱۴۰۳/۱۲/۲۹ برای صورت های مالی به تاریخ ۱۴۰۳/۱۲/۲۹ منعکس شده است. باتوجه به نوسانات بازار سرمایه، نتیجه ارزیابی بر مبنای اطلاعات روز می تواند به صورت با اهمیت تغییر نماید و مشاور در این خصوص مسئولیتی ندارد.

خاطر نشان می سازد که در گزارش پیش رو تاثیرات تغییرات مدیریتی، اساسنامه، امیدنامه و ... که می تواند سبب تغییرات بااهمیت در ارزش سهام ممتاز گردد، نیازمند بازنگری در گزارش ارزشیابی خواهد بود.

در پایان مشاور معتقد و متعهد است که تمامی اقدامات وی در چارچوب مشاوره و تهیه گزارش حاضر، مطابق اصول علمی و تخصصی با رعایت قوانین و مقررات مربوط و اصول حرفه ای بوده است.

خلاصه مدیریتی و نتایج کلی

گزارش حاضر به منظور تعیین ارزش سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF) و به درخواست سازمان خصوصی سازی در تاریخ ۱۴۰۴/۰۴/۰۷ و در سه سناریو تهیه و تدوین گردیده است؛ با امان نظر به تفاوت دیدگاه در گروه‌های مختلف سرمایه‌گذار؛ نتایج حاصل از این گزارش با نتایج مدنظر برای استفاده‌کنندگان مختلف و متناسب با اهداف گوناگون آن‌ها، ممکن است متفاوت باشد؛ لذا به استفاده‌کنندگان از گزارش توجه داده می‌شود که قیمت پیشنهادی ذیل صرفاً ارزیابی مشاور از واقع‌بینانه‌ترین قیمت منصفانه به‌عنوان قیمت پایه سهام ممتاز است.

ارزشیابی حاضر باتوجه به صورت‌های مالی منتهی به ۱۴۰۳/۱۲/۲۹، صورت وضعیت پرتفوی منتهی به ۱۴۰۳/۱۲/۲۹ و سایر صورت‌های مالی حسابرسی شده صندوق پالایشی یکم (منعکس شده در سامانه کدال) و همچنین لحاظ کلیات و حدود مسئولیت‌های مندرج در صفحه قبل تهیه گردیده است. بدیهی است قیمت نهایی و مبنای معامله، حسب مورد و متناسب با تاریخ معامله و شناخت طرفین از موضوع معامله می‌تواند متفاوت از قیمت پیشنهادی تعیین گردد.

اهم موضوعات و مفروضات کلی به‌کاررفته در راستای ارزیابی قیمت سهام شرکت یاد شده به همراه خلاصه نتایج حاصل از ارزشیابی به شرح ذیل است؛

➤ گزارش حاضر در سه سناریو که سناریو اول به جریان نقدی مادام‌العمر با نرخ‌های تنزیل متفاوت، سناریو دوم ارزش روز واحدهای ممتاز با و بدون اعمال صرف مدیریتی و سناریو سوم جریان نقدی مادام‌العمر به انضمام منافع برآوردی ناشی از قسمتی از درآمد صندوق بخشی (تغییر موضوع فعالیت صندوق یاد شده به صندوق بخشی) تهیه شده است.

➤ باتوجه به نوع و ماهیت فعالیت صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF)، کاربردی‌ترین مدل ارزشیابی سهام ممتاز برای صندوق مزبور روش جریان نقدی تنزیل شده (DCF) و ارزش جاری خالص دارایی‌ها (NAV) تشخیص گردیده است.

➤ ارزشیابی سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم در تیرماه سال ۱۴۰۴، به شرح ذیل محاسبه شده است:

➤ شایان ذکر است که فرض شده است خریدار سهام‌های ممتاز این صندوق می‌تواند از عایدات مدیریت و بازارگردانی صندوق مطابق امیدنامه (۰٫۲ درصد و تا سقف ۲۰۰٫۰۰۰ م ریال جهت مدیریت و ۰٫۵ درصد تا سقف ۴۰۰٫۰۰۰ م ریال جهت بازارگردانی صندوق) منتفع گردد. لازم به تأکید است که هرگونه تغییر (به‌طور مثال افزایش در سقف درآمدها و...) در این فرض می‌تواند ارزش سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم را دچار تغییرات بااهمیت سازد و همچنین در صورت صرف نظر نمودن از فرض درآمدزایی این صندوق برای خریدار واحدهای ممتاز، امکان ارزش‌گذاری بر سهام ممتاز این صندوق بر اساس مدل استفاده شده در گزارش پیش رو را غیرممکن می‌سازد.

➤ شایان توجه است که سقف درآمد کارمزد این صندوق بر اساس صورت‌های مالی حسابرسی شده منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۳، معادل ۱۷۰٫۰۰۰ میلیون ریال بوده است، اما این عدد در آخرین نسخه از امیدنامه صندوق مذکور درج نگردیده است، از آنجایی که این عدد ناشی از تخفیف ۳۰٫۰۰۰ میلیون ریالی مدیرصندوق به صندوق بوده است، فلذا در ارزش‌گذاری سقف ۲۰۰٫۰۰۰ میلیون ریالی (درج شده در آخرین نسخه امیدنامه) ملاک این ارزش‌گذاری در نظر گرفته شده است.

➤ از مزایای این صندوق می‌توان به داشتن حق رأی در مجامع شرکت‌های پالایش نفت اصفهان (تعداد ۱۲،۷۳۷،۱۱۷،۲۹۶ سهم) - پالایش نفت بندعباس (تعداد ۳۶۱۳،۲۶۶،۴۷۹ سهم) - پالایش نفت تهران (تعداد سهم ۱۶،۳۶۴،۷۳۴،۹۸۸) - پالایش نفت تبریز (تعداد ۹۲۳،۰۸۶،۲۸۷ سهم) - نفت سپاهان (تعداد سهم ۲۸۶۱۹،۴۳۹) اشاره نمود. اما باتوجه به اینکه در گزارش ارزش‌گذاری پیش رو عمدتاً از مدل‌های مبتنی بر جریان نقدی آتی استفاده شده است اما با توجه به عدم نفوذ قابل ملاحظه از اعمال تاثیر صرف مدیریتی هر سهم بر ارزش سهام ممتاز صندوق فوق‌الذکر صرف نظر شده است.

➤ باتوجه به اینکه ارزش خالص دارایی‌های تحت مدیریت این صندوق (AUM) به‌صورت تاریخی همواره بزرگ‌تر از ۱۰۰،۰۰۰،۰۰۰ میلیون ریال بوده است و احتمال کاهش به عددی کم‌تر از ۱۰۰،۰۰۰،۰۰۰ میلیون ریال، پایین می‌باشد

(باتوجه به اینکه این صندوق و سهام‌های موجود در پرتفوی خود به صورت تاریخی، میانگین هندسی رشد متوسط تقریباً ۵ درصدی از بدو تاسیس را به ثبت رسانده است) بدین ترتیب عایدات این صندوق همواره در سقف میزان تعیین شده در امیدنامه خواهد بود؛ فلذا با احتمال معقولی می‌توان درآمد کارمزد مدیریت این صندوق را مستقل از نوسانات شاخص کل و بازار سرمایه دانست (بتای سرمایه‌گذاری در این صندوق نیز صفر در نظر گرفته شده است).

لازم به ذکر است که نرخ تنزیل در سناریو سوم نرخ بدون ریسک ۳۰ درصد (استفاده شده در گزارش حاضر، از متوسط نرخ اوراق دولتی (اخزا) در زمان عمر این صندوق محاسبه (استخراج شده از سایت فرابورس ایران)، و بتای صفر (با احتمال معقولی می‌توان درآمد کارمزد مدیریت این صندوق را مستقل از نوسانات شاخص کل و بازار سرمایه دانست) در نظر گرفته شده است.

ارزش برآوردی صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم - تیر ماه ۱۴۰۴		
ماهیت مدل	سناریو	ارزش کل در هر مدل / روش (م.ریال)
تنزیل جریان‌های نقدی (DCF)	جریان‌های نقدی مادام‌العمر	۲,۶۰۸,۶۹۶
	عایدات آتی	۲,۰۰۰,۰۰۰
		۱,۶۶۶,۶۶۷
	با منافع مدیریتی ناشی از صندوق بخشی	۶,۱۱۸,۶۵۵
مبتنی بر خالص ارزش دارایی‌ها (NAV)	ارزش روز واحدهای ممتاز با فرض فروش به قیمت ابطال روز واحدهای عادی	۱۹,۲۹۷

جدول فوق خلاصه‌ای از ارزش برآوردی سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم بر اساس مدل‌های ذکر شده است. پیشنهاد نهایی ارزش‌گذار، سناریو شماره سوم (جریان‌های نقدی مادام‌العمر عایدات آتی، فرض تغییر وضعیت به صندوق بخشی و نرخ تنزیل ۳۰ درصد - معادل ارزش کل به مبلغ ۶,۱۱۸,۶۵۵ میلیون ریال) است.

۱) مشخصات صندوق

۱-۱) تاریخچه فعالیت

صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم در تاریخ ۱۳۹۹/۰۶/۰۳ با دریافت مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار (سبا) به شماره ۱۱۷۴۵ به عنوان صندوق سرمایه‌گذاری موضوع ماده ۲۸ و بند ۶ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار مصوب آذر ماه سال ۱۳۸۴، در تاریخ ۱۳۹۹/۰۹/۰۹ فعالیت خود را آغاز کرد، همچنین صندوق در تاریخ ۱۳۹۹/۰۶/۰۳ به شماره ثبت ۵۰۲۴۰ به شناسه ملی ۱۴۰۰۹۳۸۶۵۰۰ در اداره ثبت شرکت‌ها به ثبت رسیده است. هدف از تشکیل صندوق جمع‌آوری و جوه از سرمایه‌گذاران و اختصاص آنها به خرید انواع اوراق بهادار از جمله سهام و حق تقدم سهام پذیرفته شده در بورس تهران و فرابورس ایران که در صنعت فرآورده‌های نفتی کک و سوخت هسته‌ای توسط بورس‌ها طبقه بندی شده است. ضمناً طبق ماده ۴ اساسنامه صندوق، موضوع فعالیت فرعی این صندوق، مشارکت در تعهد پذیرهنویسی یا تعهد خرید اوراق بهادار با درآمد ثابت است. خصوصیات دارایی‌های موضوع سرمایه‌گذاری یا تعهد پذیرهنویسی یا تعهد خرید و حدنصاب سرمایه‌گذاری در هر یک از آنها در امیدنامه ذکر شده است. مدت فعالیت صندوق به موجب ماده ۵ اساسنامه نامحدود است.

مرکز اصلی صندوق، تهران منطقه، ۱۹ بخش مرکزی، محله امانیه، بلوار نلسون ماندلا، بن‌بست گل‌آذین، پلاک ۲۳ واقع شده است.

۲-۱) ارکان صندوق سرمایه‌گذاری

صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم که از این به بعد صندوق نامیده می‌شود از ارکان زیر تشکیل شده است:

مجمع صندوق

طبق ماده ۷ اساسنامه ارزش مبنای هر واحد سرمایه‌گذاری برابر یکصد هزار (۱۰۰،۰۰۰) ریال است که باید روی گواهی‌های سرمایه‌گذاری قید شود واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق به دو نوع ممتاز و عادی به شرح زیر تقسیم می‌گردد:

۱- واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز که تعداد آنها ۱۰۰،۰۰۰ واحد سرمایه‌گذاری است قبل از شروع دوره پذیرهنویسی اولیه تماماً توسط مؤسس یا مؤسسان صندوق خریداری شده است دارنده واحدهای سرمایه‌گذاری ممتاز دارای حق حضور و حق رأی در مجمع صندوق است. این نوع واحدها سرمایه‌گذاری غیر قابل ابطال ولی قابل انتقال به غیر است.

۲- واحدهای سرمایه‌گذاری عادی در طول پذیرهنویسی اولیه یا پس از تشکیل صندوق صادر می‌شود به جز موارد تصریح شده در تبصره ۱ ماده ۷ اساسنامه سرمایه‌گذاران واحدهای سرمایه‌گذاری عادی پس از پایان قانون برنامه پنج‌ساله ششم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی، ایران در صورت تملک حداقل یک‌دهم درصد از واحدهای فوق حق حضور و اعمال رأی در مجمع را خواهند یافت. دارنده واحدهای سرمایه‌گذاری عادی دارای حق رأی و حق حضور در مجمع صندوق نمی‌باشد. این نوع واحدهای سرمایه‌گذاری صرفاً در بورس یا بازار خارج از بورس و با رعایت مقررات، آن قابل انتقال می‌باشد و بازارگردان در چهارچوب مقررات بازارگردانی و مفاد اساسنامه و امیدنامه بازارگردانی آنها را تعهد کرده است واحدهای سرمایه‌گذاری عادی تحت تملک بازارگردان با رعایت تشریفات اساسنامه قابل ابطال نیز است.

در تاریخ خالص دارایی‌ها دارنده واحدهای سرمایه‌گذاری ممتازی که دارای حق رأی بوده، شامل شخص حقوقی زیر است:

- شرکت ملی پالایش و پخش فرآورده‌های نفتی ایران - تعداد ۱۰۰،۰۰۰ - معادل ۱۰۰ درصد

مدیر صندوق

شرکت تأمین سرمایه نوین است که در تاریخ ۱۳۸۷/۰۱/۱۸ تأسیس و به شماره ثبت ۳۲۱۷۵۲ و شناسه ملی ۱۰۱۰۳۵۸۴۹۰۰ نزد مرجع ثبت شرکت‌های شهرستان تهران به ثبت رسیده است نشانی مدیر عبارت است از خیابان نلسون ماندلا (چردن) - بلوار گل‌آذین - پلاک ۲۳

متولی صندوق

مؤسسه حسابرسی ارقام نگر آریا است که در تاریخ ۱۳۸۳/۱۱/۱۳ تأسیس و به شماره ثبت ۱۷۷۵۵ و شناسه ملی ۱۰۱۰۰۶۱۷۶۳۲ نزد مرجع ثبت شرکت‌های شهرستان تهران به ثبت رسیده است. نشانی متولی عبارت است از: تهران میدان توحید خیابان توحید پلاک

حسابرس صندوق

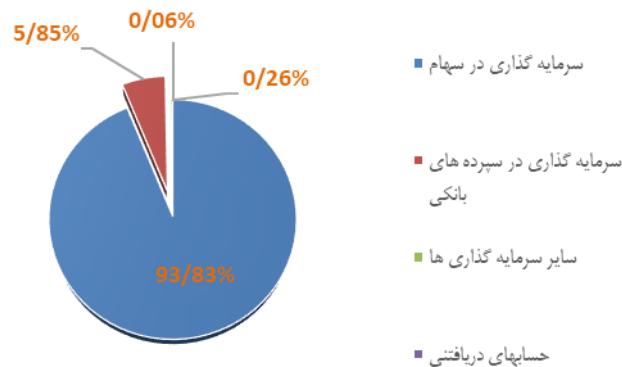
مؤسسه حسابرسی بهراد مشار است که در تاریخ ۱۳۷۷/۰۳/۰۶ تأسیس و به شماره ثبت ۱۳۸۹۸ و به شناسه ملی ۱۰۸۴۰۰۱۷۹۹۹ نزد مرجع ثبت شرکت‌های شهرستان تهران به ثبت رسیده است نشانی حسابرس عبارت است از میدان آرژانتین خیابان ۱۹ پلاک ۵ واحد ۱۰۱

بازارگردان صندوق

صندوق سرمایه‌گذاری نوین پیشرو است که در تاریخ ۱۳۹۳/۰۶/۳۱ تحت شماره ۱۱۲۸۷ نزد سازمان بورس و اوراق بهادار و به شماره ثبت ۳۴۶۳۶ و شناسه ملی ۱۴۰۰۴۴۰۷۳۴۷ نزد مرجع ثبت شرکت‌های شهرستان تهران به ثبت رسیده است. نشانی بازارگردان عبارت است از خیابان نلسون ماندلا (جردن) - بلوار گل‌آذین - پلاک ۲۳

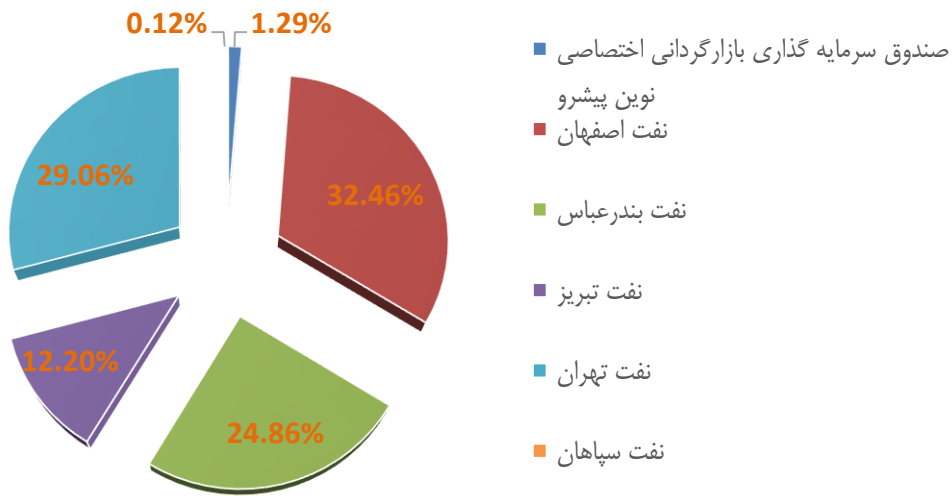
۱-۳) ترکیب دارایی‌های صندوق

ترکیب دارایی‌های موجود در صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم بر اساس گزارش صورت مالی سال مالی منتهی به ۱۴۰۲/۱۲/۲۹ (حسابرسی شده) به شرح نمودار ذیل می‌باشد:



۴-۱) ترکیب ریز دارایی‌های صندوق

ترکیب ریز دارایی‌های شرکت صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم بر اساس صورت‌وضعیت پرتفوی به تاریخ ۱۴۰۳/۱۲/۲۹ به شرح نمودار ذیل می‌باشد:



ترکیب دارایی‌های تحت مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم

شرکت	تعداد	قیمت بازار هر سهم	بهای تمام شده (م ریال)	خالص ارزش فروش (م ریال)	درصد به کل دارایی‌ها
صندوق سرمایه‌گذاری بازارگردانی اختصاصی نوین پیشرو	۲۵۷	۶,۷۵۱,۹۳۲,۰۹۹	۲۲,۸۱۱,۸۳۰,۵۵۲	۱,۷۳۵,۲۴۵,۵۶۴,۸۳۰	۱,۲۹%
نفت اصفهان	۱۲,۷۳۷,۱۱۷,۲۹۶	۳,۴۳۷	۳۰,۲۴۴,۱۵۴,۷۵۳,۹۹۰	۴۳,۵۱۶,۹۹۶,۱۸۷,۰۸۱	۳۲,۴۶%
نفت بندرعباس	۳,۶۱۳,۲۶۶,۴۷۹	۹,۰۰۶	۲۱,۷۵۵,۸۵۷,۶۶۴,۰۹۶	۳۳,۳۳۱,۶۰۲,۸۰۳,۲۱۶	۲۴,۸۶%
نفت تبریز	۹۲۳,۰۸۶,۲۸۷	۱۷,۷۱۰	۹,۴۴۹,۹۴۲,۰۱۵,۴۵۰	۱۶,۳۶۰,۶۹۹,۶۵۷,۶۵۲	۱۲,۲۰%
نفت تهران	۱۶,۳۶۴,۷۳۴,۹۸۸	۲,۳۰۶	۳۲,۴۶۵,۵۷۷,۲۲۲,۶۰۳	۳۸,۹۶۰,۳۳۸,۷۳۱,۴۹۷	۲۹,۰۶%
نفت سپاهان	۲۸,۶۱۹,۴۳۹	۵۸۸۰	۱۸۲,۴۴۵,۶۶۸,۱۴۹	۱۶۶,۷۱۲,۰۳۸,۵۶۰	۰,۱۲%
جمع				۱۳۴,۰۷۱,۵۹۴,۹۸۲,۸۳۶	۱۰۰,۰۰%

۵-۱) صورت خالص دارایی‌های صندوق در سنوات گذشته

صورت خالص دارایی‌های صندوق حسابرسی شده برای پنج سال مالی اخیر به همراه صورت‌های مالی حسابرسی شده منتهی به

۱۴۰۳/۱۲/۲۹ صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم به شرح جداول زیر است:

ارقام به میلیون ریال

صورت خالص دارایی‌ها تاریخی					شرح
۱۴۰۳/۱۲/۲۹	۱۴۰۲/۱۲/۲۹	۱۴۰۱/۱۲/۲۹	۱۴۰۰/۱۲/۲۹	۱۳۹۹/۱۲/۲۹	
۱۳۲,۳۳۶,۳۴۹	۱۴۱,۵۰۱,۳۹۷	۱۵۰,۶۱۵,۱۹۵	۱۱۷,۱۵۶,۲۶۲	۱۰۹,۱۸۷,۰۵۲	سرمایه‌گذاری در سهام و حق تقدم
۸,۲۵۳,۴۱۲	۷,۴۹۶,۳۱۱	۲۳۵,۱۷۲	۳,۲۶۵,۹۷۱	۳۹۵,۰۱۹	سرمایه‌گذاری در سپرده و گواهی سپرده بانکی
۳۶۱,۹۳۷	۶۳۵,۲۵۳	۱,۷۸۵,۱۱۱	-	-	سرمایه‌گذاری در سایر اوراق بهادار با درآمد ثابت یا علی‌الحساب
۸۰,۷۸۹	۵۳,۱۳۷	۰	۲۴,۱۲۰	۳,۱۳۴	حساب‌های دریافتی
۱۸۹	-	-	-	-	سایر دارایی‌ها
۱۴	۱۴	۱۲	-	-	موجودی نقد
-	-	۳۲۶,۸۸۹	۱۷۳	۸۴	جاری کارگزاران
۱۴۱,۰۳۲,۶۹۰	۱۴۹,۶۸۶,۱۱۲	۱۵۲,۹۶۲,۳۷۹	۱۲۰,۴۴۶,۵۲۶	۱۰۹,۵۸۵,۲۸۹	جمع دارایی‌ها
۴۸۴,۸۷۴	۲۷۲,۴۳۲	۳۰۸,۰۴۳	۴۸,۵۶۴	۴۸,۹۷۴	پرداختی به ارکان صندوق
۲,۸۱۳,۸۲۷	۱,۳۹۶,۱۸۷	۵۱۵,۷۳۸	۷۲۱,۶۱۹	-	پرداختی به سرمایه‌گذاران
۵,۳۰۸	۳,۸۹۶	۱۳,۱۷۶	۶۶۲	۴۷۳	سایر حساب‌های پرداختی و ذخایر
۳,۳۰۴,۰۰۹	۱,۶۷۲,۵۱۵	۸۳۶,۹۵۷	۷۷۰,۸۴۵	۴۹,۴۴۷	جمع بدهی‌ها
۱۳۷,۷۲۸,۶۸۱	۱۴۸,۰۱۳,۵۹۷	۱۵۲,۱۲۵,۴۲۲	۱۱۹,۶۷۵,۶۸۱	۱۰۹,۵۳۵,۸۴۲	خالص دارایی‌ها

برخی از مفروضات ارزش‌گذاری

- ارزش‌های تحت مدیریت این صندوق در سال ۱۴۰۳، بر اساس قیمت ابطال هر واحد در تاریخ ۲۹ اسفند ۱۴۰۳ (معادل ۱۹۲،۹۶۶ ریال) در نظر گرفته شده است. بدین ترتیب ارزش برآوردی دارایی‌های تحت مدیریت این صندوق معادل ۱۳۴،۰۷۱،۵۹۵ میلیون ریال لحاظ گردیده است.
- در ارزش‌گذاری پیش‌رو فرض گردیده است که این صندوق پس از واگذاری، به یک صندوق بخشی تغییر موضوع فعالیت می‌دهد و خریدار صندوق می‌تواند از عایدات جریان نقدی ناشی از مدیریت یک صندوق بخشی نظیر کارمزد مدیریت صندوق، کارمزد بازارگردانی صندوق و همچنین درآمد ناشی از مدیریت منابع صندوق (اسپرد اوراق با درآمد ثابت منتشر شده) به صورت مادام‌العمر بهره‌بردار شود.
- باتوجه به اینکه ارزش خالص دارایی‌های تحت مدیریت این صندوق (AUM) به صورت تاریخی همواره بزرگ‌تر از ۱۰۰،۰۰۰،۰۰۰ میلیون ریال بوده است و احتمال کاهش به عددی کمتر از ۱۰۰،۰۰۰،۰۰۰ میلیون ریال، پایین می‌باشد (باتوجه به اینکه این صندوق و سهام‌های موجود در پرتفوی خود به صورت تاریخی، میانگین هندسی رشد تقریباً ۵ درصدی از بدو تاسیس را به ثبت رسانده است) بدین ترتیب عایدات این صندوق همواره در سقف میزان تعیین شده در امیدنامه خواهد بود؛ فلذا با احتمال معقولی میتوان درآمد کارمزد مدیریت این صندوق را مستقل از نوسانات شاخص کل و بازار سرمایه دانست (بتای سرمایه‌گذاری در این صندوق نیز صفر در نظر گرفته شده است).
- شایان ذکر است محاسبات ارزش‌گذاری پیش‌رو با فرض تداوم فعالیت صندوق فوق‌الذکر با عمر نامحدود محاسبه گردیده است.
- مبنای محاسبه درآمد حاصل از مدیریت و بازارگردانی صندوق به تفصیل در جداول ذکر شده است. لازم به ذکر است کارمزد مدیریت صندوق برحسب ترکیب دارایی‌های صندوق (سهام - اسپرد - اوراق و سایر دارایی) متفاوت بوده و بر اساس ارزش برآوردی صندوق برحسب میلیون ریال محاسبه می‌گردد.
- مطابق بند ۸-۳ امیدنامه این صندوق، آن قسمت از هزینه‌های قابل پرداخت از محل دارایی‌های صندوق که از قبل قابل پیش‌بینی است، به پیشنهاد مدیر صندوق، تأیید سازمان و تصویب مجمع تا سالانه به حداکثر میزان ۰،۲ درصد از خالص ارزش دارایی‌های صندوق تا سقف ۲۰۰ میلیارد ریال (به استثنای هزینه‌های مربوط به تاسیس، کارمزد حسابرس و کارمزد بازارگردان) که سالانه بر اساس شاخص نرخ تورم قابل تعدیل است.
- مطابق بند ۸-۵ امیدنامه کارمزد بازارگردان سالانه ۰،۵ درصد از متوسط روزانه ارزش سهام و حق تقدم سهام تحت تملک صندوق که حداکثر ۴۰۰ میلیارد ریال خواهد بود.
- شایان توجه است که سقف درآمد کارمزد این صندوق بر اساس صورت‌های مالی حسابرسی شده منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۲، معادل ۱۷۰،۰۰۰ میلیون ریال بوده است که این عدد ناشی از تخفیف ۳۰،۰۰۰ میلیون ریالی مدیر صندوق به صندوق است، فلذا در ارزش‌گذاری سقف ۲۰۰،۰۰۰ میلیون ریالی (درج شده در آخرین نسخه امیدنامه) ملاک این ارزش‌گذاری در نظر گرفته شده است.
- گزارش پیش‌رو در سه سناریو در نظر گرفته شده است که سناریو اول به جریان نقدی مادام‌العمر با نرخ‌های تنزیل متفاوت پرداخته و سناریو دوم به ارزش روز تعداد واحدهای ممتاز با و بی صرف مدیریتی (خالص ارزش روز دارایی‌ها) و سناریو سوم با منافع حاصل از مدیریت ناشی از صندوق بخشی پرداخته شده است.
- مطابق با امیدنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری بخشی، مدیر صندوق می‌تواند حداکثر میزان ۳۰ درصد از منابع صندوق را در اوراق با درآمد ثابت سرمایه‌گذاری نماید. در سناریو سوم فرض شده است که میزان متوسط ۱۵ درصد از دارایی‌های صندوق فوق‌الذکر در اوراق با درآمد ثابت و ۵ درصد از آن در سپرده، تخصیص داده شود؛ همچنین فرض شده است که منابع تحت مدیریت صندوق منافی را در بخش سهام و سپرده برای مدیر صندوق ایجاد ننماید (صرفاً منافی محدود به کارمزد مدیریت و بازارگردانی مطابق با بند امیدنامه داشته باشد) و مدیر صندوق فوق‌الذکر با استفاده از منابع تخصیص داده شده در بخش اوراق با درآمد ثابت (میزان متوسط ۱۵ درصد منابع تحت مدیریت) به دلیل ایجاد مزیت، توانایی و انعطاف‌پذیری کافی جهت مشارکت در تعهد پذیره‌نویسی و سایر ارکان انتشار اوراق با درآمد ثابت، می‌تواند به طور میانگین سالانه ۴ درصد کارمزد (اسپرد حاصل از مدیریت صندوق در اوراق با درآمد ثابت)، کسب نماید.

لازم به ذکر است که نرخ تنزیل در سناریو سوم با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) معادل ۳۰ درصد در نظر گرفته شده است. (نرخ بدون ریسک ۳۰ درصد (متوسط نرخ اوراق دولتی (اخزا) از زمان عمر این صندوق)، و بتای صفر (با احتمال معقولی می‌توان درآمد کارمزد مدیریت این صندوق را مستقل از نوسانات شاخص کل و بازار سرمایه دانست)).

شایان توجه است که نرخ بتای محاسباتی برای صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم ۱,۳۷ بدست آمده است، اما بنا به دلایل ذکر شده فوق و باتوجه به استقلال درآمد شرکت از تغییرات شاخص کل، بتای صندوق معادل صفر در نظر گرفته شده است. در صورت عدم فرض بتای صفر نرخ تنزیل معادل ۴۶ درصد (بر اساس میانگین پنج ساله بازدهی بازار معادل ۴۲ درصد و نرخ بدون ریسک ۳۰ درصد) می‌توان در نظر گرفت.

۲) برآورد ارزش سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم

۱-۱) مدل ارزشیابی

ارزشیابی سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم بر اساس سه سناریو و به شرح ذیل است:

لازم به تأکید است که باتوجه به مادام‌العمر بودن جریان‌های عایدات سهام ممتاز این صندوق و حساسیت بالای ارزش سهام ممتاز این صندوق بر نرخ تنزیل استفاده شده در مدل‌ها؛ تنها تفاوت موجود در سه بخش سناریوی اول، تغییر فرض نرخ تنزیل مورد استفاده در ارزشیابی است.

۲-۱) محاسبات ارزش سهام ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل جریان‌های نقدی مادام‌العمر عایدات آتی

- ❖ باتوجه به اینکه میانگین هندسی رشد مجموع دارایی‌های تحت مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم معادل تقریباً ۵ درصد از بدو تاسیس بوده است و در شرایط فعلی بازار از آنجایی که احتمال پایینی دارد که مجموع دارایی‌های تحت مدیریت صندوق فوق‌الذکر به زیر ۱۰۰،۰۰۰،۰۰۰ میلیون ریال برسد (کاهش بیش از ۲۰ درصدی در AUM صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم) بنابراین درآمد حاصل از مدیریت و بازارگردانی صندوق فوق‌الذکر به صورت نامحدود در سقف اعداد مصوب (معادل ۶۰۰،۰۰۰ میلیون ریال) برآورد می‌گردد. همچنین اعمال نرخ رشد دارایی‌ها نیز تأثیری بر این درآمد ذکر شده نخواهد داشت.
- ❖ لازم به تأکید است هرگونه تغییرات بااهمیت در متغیرهای کلان اقتصادی (نرخ سود، نرخ تورم، نرخ ارز، نرخ رشد اقتصادی و...) که سبب کاهش بیش از ۲۰ درصد در ارزش مجموع دارایی‌های صندوق فوق‌الذکر شود، ارزش محاسبه شده در گزارش مذکور را دچار تغییرات بااهمیت خواهد نمود.
- ❖ نرخ تنزیل جداول ذیل جهت ارزشگذاری سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم به ترتیب معادل ۲۳، ۳۰ و ۳۶ درصد در نظر گرفته شده است.

۲-۱-الف) محاسبات ارزش سهام ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل (نرخ ۲۳ درصد) جریانات نقدی مادام‌العمر عایدات آتی

محاسبات ارزش بر مبنای تنزیل جریانات نقدی عایدات آتی

ارزش برآوردی دارایی‌های تحت مدیریت (AUM) - م.ریال	درصد کارمزد نسبت به دارایی			ترکیب دارایی‌های صندوق			شرح
	کارمزد سپرده	سایر دارایی	کارمزد سهام	سپرده	سایر دارایی	سهام	
سال ۱۴۰۳							
۱۳۴,۰۷۱,۵۹۵	۰,۲٪	۰,۲٪	۰,۲٪	۴٪	۳٪	۹۳٪	مجموع دارایی‌های تحت مدیریت
۲۰۰,۰۰۰	۰,۵٪	۰,۵٪	۰,۵٪				کارمزد برآوردی بابت مدیریت صندوق
۴۰۰,۰۰۰							کارمزد برآوردی بابت بازارگردانی صندوق
۰,۲۳٪							نرخ تنزیل
۲,۶۰۸,۶۹۶	مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی / ارزش برآوردی مادام‌العمر صندوق						

❖ باتوجه به بررسی‌های به عمل آمده، مجموع ارزش فعلی سهام ممتاز جریانات نقدی (ارزش برآوردی سهام ممتاز صندوق) با نرخ تنزیل ۲۳ درصد معادل ۲,۶۰۸,۶۹۶ میلیون ریال برآورد شده است.

۲-۱-ب) محاسبات ارزش سهام ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل (نرخ ۳۰ درصد) جریانات نقدی مادام‌العمر عایدات آتیمحاسبات ارزش بر مبنای تنزیل جریانات نقدی عایدات آتی

ارزش برآوردی دارایی‌های تحت مدیریت (AUM) - م.ریال	درصد کارمزد نسبت به دارایی			ترکیب دارایی‌های صندوق			شرح
	کارمزد سپرده	سایر دارایی	کارمزد سهام	سپرده	سایر دارایی	سهام	
سال ۱۴۰۳							
۱۳۴,۰۷۱,۵۹۵	۰,۲٪	۰,۲٪	۰,۲٪	۴٪	۳٪	۹۳٪	مجموع دارایی‌های تحت مدیریت
۲۰۰,۰۰۰	۰,۵٪	۰,۵٪	۰,۵٪				کارمزد برآوردی بابت مدیریت صندوق
۴۰۰,۰۰۰							کارمزد برآوردی بابت بازارگردانی صندوق
۳۰٪							نرخ تنزیل
۲,۰۰۰,۰۰۰	مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی / ارزش برآوردی مادام‌العمر صندوق						

❖ لازم به تأکید است هرگونه تغییرات بااهمیت در متغیرهای کلان اقتصادی (نرخ سود، نرخ تورم، نرخ ارز، نرخ رشد اقتصادی و...) که سبب کاهش بیش از ۲۰ درصد در ارزش مجموع دارایی‌های صندوق فوق‌الذکر شود، ارزش محاسبه شده در گزارش مذکور را دچار تغییرات بااهمیت خواهد نمود.

❖ مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی ناشی از درآمد نامحدود (مطابق امیدنامه صندوق) مدیریت و بازارگردانی سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم به نرخ تنزیل جریانات مذکور حساسیت قابل توجهی خواهد داشت.

❖ نرخ تنزیل جدول فوق جهت ارزشگذاری سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم معادل ۳۰ درصد در نظر گرفته شده است.

❖ باتوجه به بررسی‌های به‌عمل آمده، مجموع ارزش فعلی سهام ممتاز جریانات نقدی (ارزش برآوردی سهام ممتاز صندوق) با نرخ تنزیل ۳۰ درصد معادل ۲,۰۰۰,۰۰۰ میلیون ریال برآورد شده است.

۲-۱-ج) محاسبات ارزش سهام ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل (نرخ ۳۶ درصد) جریانات نقدی مادام‌العمر عایدات آتیمحاسبات ارزش بر مبنای تنزیل جریانات نقدی عایدات آتی

ارزش برآوردی دارایی‌های تحت مدیریت (AUM) - م.ریال	درصد کارمزد نسبت به دارایی			ترکیب دارایی‌های صندوق			شرح
	کارمزد سپرده	سایر دارایی	کارمزد سهام	سپرده	سایر دارایی	سهام	
سال ۱۴۰۳							
۱۳۴,۰۷۱,۵۹۵	۰,۲٪	۰,۲٪	۰,۲٪	۴٪	۳٪	۹۳٪	مجموع دارایی‌های تحت مدیریت
۲۰۰,۰۰۰	۰,۵٪	۰,۵٪	۰,۵٪				کارمزد برآوردی بابت مدیریت صندوق
۴۰۰,۰۰۰							کارمزد برآوردی بابت بازارگردانی صندوق
۰,۳۶٪							نرخ تنزیل
۱,۶۶۶,۶۶۷	مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی / ارزش برآوردی مادام‌العمر صندوق						

- ❖ با توجه به اینکه میانگین هندسی رشد مجموع دارایی‌های تحت مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم معادل ۵,۱۱ درصد از بدو تاسیس صندوق بوده است و در شرایط فعلی بازار از آنجایی که احتمال پابینی دارد که مجموع دارایی‌های تحت مدیریت صندوق فوق‌الذکر به زیر ۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰ میلیون ریال برسد (کاهش بیش از ۲۰ درصدی در AUM صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم) بنابراین درآمد حاصل از مدیریت و بازارگردانی صندوق فوق‌الذکر به صورت نامحدود در سقف اعداد مصوب (معادل ۶۰۰,۰۰۰ میلیون ریال) برآورد می‌گردد.
- ❖ لازم به تأکید است هرگونه تغییرات با اهمیت در متغیرهای کلان اقتصادی (نرخ سود، نرخ تورم، نرخ ارز، نرخ رشد اقتصادی و...) که سبب کاهش بیش از ۲۰ درصد در ارزش مجموع دارایی‌های صندوق فوق‌الذکر شود، ارزش محاسبه شده در گزارش مذکور را دچار تغییرات با اهمیت خواهد نمود.
- ❖ مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی ناشی از درآمد نامحدود (مطابق امیدنامه صندوق) مدیریت و بازارگردانی سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم به نرخ تنزیل جریانات مذکور حساسیت قابل توجهی خواهد داشت؛ بنابراین نرخ تنزیل مذکور از متوسط نرخ بازدهی تا سررسید اوراق منتشره شرکت‌ها در بازار بورس و اوراق بهادار استخراج شده است.

❖ باتوجه به تاریخ این ارزش‌گذاری (۱۴۰۳/۱۲/۲۹) توان تنزیل برای سال‌های مختلف استفاده شده است. باتوجه به توضیحات ارائه شده، نرخ تنزیل در ارزش‌گذاری سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم معادل ۳۶ درصد (میانگین بازدهی تا سررسید اوراق شرکتی در بازار بورس و اوراق بهادار) در نظر گرفته شده است.

❖ باتوجه به بررسی‌های به‌عمل‌آمده، مجموع ارزش فعلی سهام ممتاز جریانات نقدی (ارزش برآوردی سهام ممتاز صندوق) **با نرخ تنزیل ۳۶ درصد معادل ۱،۶۶۶،۶۶۷ میلیون ریال** برآورد شده است.

❖ تحلیل حساسیت مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی / ارزش برآوردی مادام‌العمر صندوق بر اساس تغییرات نرخ تنزیل به شرح ذیل است:

جدول حساسیت						
نرخ تنزیل						
۵۵٪	۵۰٪	۴۵٪	۴۰٪	۳۶٪	۳۰٪	۲۳٪
۱،۰۹۰،۹۰۹	۱،۲۰۰،۰۰۰	۱،۳۳۳،۳۳۳	۱،۵۰۰،۰۰۰	۱،۶۶۶،۶۶۷	۲،۰۰۰،۰۰۰	۲،۶۰۸،۶۹۶

مجموع ارزش فعلی جریانات
نقدی / ارزش برآوردی
مادام‌العمر صندوق

۲-۲) محاسبات ارزش روز واحدهای ممتاز با و بدون اعمال صرف مدیریتی

محاسبات ارزش بر مبنای تنزیل جریانات نقدی عایدات آتی

ارزش برآوردی دارایی های تحت مدیریت (AUM) - م.ریال	ترکیب دارایی های صندوق			شرح
	سپرده	سایر دارایی	سهام	
سال ۱۴۰۳				
۱۳۴,۰۷۱,۵۹۵	۴٪	۳٪	۹۳٪	مجموع دارایی های تحت مدیریت
۱۰۰,۰۰۰				تعداد سهام ممتاز
۱۹۲,۹۶۶				ارزش ابطال هر واحد صندوق در تاریخ ۱۴۰۳/۱۲/۲۹ - ریال
۱۹,۲۹۷				ارزش روز واحدهای ممتاز با فرض فروش به قیمت ابطال روز

- ❖ از آنجایی که ارزش ابطال هر واحد عادی صندوق در تاریخ ۱۴۰۳/۱۲/۲۹ معادل ۱۹۲,۹۶۶ ریال بوده است و تعداد سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم ۱۰۰,۰۰۰ واحد می‌باشد؛ فلذا ارزش روز واحدهای ممتاز با فرض فروش به قیمت ابطال روز، معادل **۱۹,۲۹۷ میلیون ریال** برآورد می‌گردد.
- ❖ تحلیل حساسیت ارزش روز واحدهای ممتاز با فرض فروش به قیمت ابطال روز به انضمام صرف مدیریتی:

جدول حساسیت

صرف مدیریتی					
٪۵۰۰	٪۴۰۰	٪۳۰۰	٪۲۰۰	٪۱۰۰	٪۰
۱۱۵,۷۸۰	۹۶,۴۸۳	۷۷,۱۸۶	۵۷,۸۹۰	۳۸,۵۹۳	۱۹,۲۹۷

ارزش روز واحدهای ممتاز با فرض فروش به قیمت ابطال روز به انضمام صرف مدیریتی

۳-۲) محاسبات ارزش سهام ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل (نرخ ۳۰ درصد) جریانات نقدی مادام‌العمر عایدات آتی و با فرض تغییر وضعیت به صندوق بخشی و کسب منافع از مدیریت صندوق

محاسبات ارزش بر مبنای تنزیل جریانات نقدی عایدات آتی												
شرح	ترکیب دارایی های صندوق			درصد کارمزد نسبت به دارایی			ارزش برآوردی دارایی های تحت مدیریت (AUM) - م.ریال					
	سهام	اوراق و سایر دارایی ها	سپرده	کارمزد سهام	سایر دارایی	کارمزد سپرده	سال ۱۴۰۳	سال ۱۴۰۴	سال ۱۴۰۵	سال ۱۴۰۶	سال ۱۴۰۷	سال ۱۴۰۸
مجموع دارایی های تحت مدیریت				٪۲/۰	٪۲/۰	٪۲/۰	۱۳۴,۰۷۱,۵۹۵	۱۴۰,۷۷۵,۱۷۵	۱۴۷,۸۱۳,۹۳۳	۱۵۵,۲۰۴,۶۳۰	۱۶۲,۹۶۴,۸۶۲	۱۷۱,۱۱۳,۱۰۵
کارمزد برآوردی بابت مدیریت صندوق	٪۹۳	٪۳	٪۴	٪۵/۰	٪۵/۰	٪۵/۰	۲۰۰,۰۰۰	۲۰۰,۰۰۰	۲۰۰,۰۰۰	۲۰۰,۰۰۰	۲۰۰,۰۰۰	۲۰۰,۰۰۰
کارمزد برآوردی بابت بازارگردانی صندوق							۴۰۰,۰۰۰	۴۰۰,۰۰۰	۴۰۰,۰۰۰	۴۰۰,۰۰۰	۴۰۰,۰۰۰	۴۰۰,۰۰۰
منافع حاصل از مدیریت منابع صندوق در اوراق بهادار با درآمد ثابت	٪۸۰	٪۱۵	٪۵				۰	۸۴۴,۶۵۱	۸۸۶,۸۸۴	۹۳۱,۲۲۸	۹۷۷,۷۸۹	۱,۰۲۶,۶۷۹
مجموع منافع حاصل از مالکیت سهام ممتاز							۶۰۰,۰۰۰	۱,۴۴۴,۶۵۱	۱,۴۸۶,۸۸۴	۱,۵۳۱,۲۲۸	۱,۵۷۷,۷۸۹	۱,۶۲۶,۶۷۹
نرخ تنزیل				٪۳۰	٪۳۰	٪۳۰	٪۳۰	٪۳۰	٪۳۰	٪۳۰	٪۳۰	٪۳۰
مجموع منافع حاصل از مالکیت سهام ممتاز تنزیل شده							۶۰۰,۰۰۰	۱,۱۱۱,۲۷۰	۸۷۹,۸۱۳	۶۹۶,۹۶۳	۵۵۲,۴۲۸	۴۲۸,۱۱۲
ارزش پایانی مادام‌العمر تنزیل شده												۱,۸۴۰,۰۷۰
مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی / ارزش برآوردی صندوق پالایشی یکم	۶,۱۱۸,۶۵۵											

- ❖ مبنای محاسبه درآمد حاصل از مدیریت و بازارگردانی صندوق به تفصیل در جدول فوق ذکر شده است. لازم به ذکر است کارمزد مدیریت صندوق برحسب ترکیب دارایی‌های صندوق (سهام - سپرده - اوراق و سایر دارایی) متفاوت بوده و بر اساس ارزش برآوردی صندوق برحسب میلیون ریال محاسبه می‌گردد.
- ❖ شایان ذکر است محاسبات فوق با فرض تداوم فعالیت صندوق فوق‌الذکر با عمر نامحدود محاسبه گردیده است.
- ❖ کارمزد مدیر صندوق به میزان ۰/۲ درصد از خالص ارزش دارایی‌های صندوق تا سقف ۲۰۰,۰۰۰ میلیون ریال مصوب می‌باشد.
- ❖ کارمزد بازارگردان صندوق به میزان ۰/۵ درصد از خالص ارزش دارایی‌های صندوق تا سقف ۴۰۰,۰۰۰ میلیون ریال مصوب می‌باشد.
- ❖ باتوجه به اینکه میانگین هندسی رشد مجموع دارایی‌های تحت مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم تقریباً ۵ درصد از بدو تاسیس صندوق بوده است و در شرایط فعلی بازار از آنجایی که احتمال پایینی دارد که مجموع دارایی‌های تحت مدیریت صندوق فوق‌الذکر به زیر ۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰ میلیون ریال برسد (کاهش بیش از ۲۰ درصدی در AUM صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم) بنابراین درآمد حاصل از مدیریت و بازارگردانی صندوق فوق‌الذکر به صورت نامحدود در سقف اعداد مصوب (معادل ۶۰۰,۰۰۰ میلیون ریال) برآورد می‌گردد.
- ❖ لازم به تأکید است هرگونه تغییرات بااهمیت در متغیرهای کلان اقتصادی (نرخ سود، نرخ تورم، نرخ ارز، نرخ رشد اقتصادی و...) که سبب کاهش بیش از ۲۰ درصد در ارزش مجموع دارایی‌های صندوق فوق‌الذکر شود، ارزش محاسبه شده در گزارش مذکور را دچار تغییرات بااهمیت خواهد نمود.

- ❖ مجموع ارزش فعلی جریان‌های نقدی ناشی از درآمد نامحدود (مطابق امیدنامه صندوق) مدیریت و بازارگردانی سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم به نرخ تنزیل جریان‌های مذکور حساسیت قابل توجهی خواهد داشت؛ بنابراین نرخ تنزیل مذکور از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌ها (CAPM) محاسبه شده است. شایان‌ذکر است در این مدل برآوردی نرخ بازدهی بدون ریسک بلندمدت معادل ۳۰ درصد (متوسط نرخ اوراق دولتی (اخزا) در زمان عمر این صندوق محاسبه (استخراج شده از سایت فرابورس ایران)، و بتای صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم معادل صفر (عدم وابستگی درآمد سهام ممتاز به تغییرات شاخص کل) در نظر گرفته شده است.
- ❖ همچنین فرض شده است این صندوق پس از واگذاری به صندوق بخشی تغییر ماهیت داده و مطابق با امیدنامه صندوق‌های سرمایه‌گذاری بخشی حداکثر میزان ۳۰ درصد در اوراق با درآمد تخصیص نماید. با این وجود در ارزش‌گذاری پیش‌فرض شده است که میزان متوسط ۱۵ درصد از دارایی‌های صندوق فوق‌الذکر در اوراق با درآمد ثابت و ۵ درصد از آن در سپرده، تخصیص داده شود؛ همچنین فرض شده است که منابع تحت مدیریت صندوق منافی را در بخش سهام و سپرده برای مدیر صندوق ایجاد ننماید (صرفاً منافی محدود به کارمزد مدیریت و بازارگردانی مطابق با بند امیدنامه داشته باشد) و مدیر صندوق فوق‌الذکر با استفاده از منابع تخصیص داده شده در بخش اوراق با درآمد ثابت (میزان متوسط ۱۵ درصد منابع تحت مدیریت) به دلیل ایجاد مزیت، توانایی و انعطاف‌پذیری کافی جهت مشارکت در تعهد پذیرهنویسی و سایر ارکان انتشار اوراق با درآمد ثابت، می‌تواند به طور میانگین سالانه ۴ درصد کارمزد حاصل از مدیریت صندوق در اوراق با درآمد ثابت، ایجاد نماید.
- ❖ شایان‌ذکر است که نرخ رشد آتی مجموع دارایی‌های تحت مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم، ۵ درصد (میانگین هندسی رشد مجموع دارایی‌های صندوق از بدو تاسیس) در نظر گرفته شده است.
- ❖ باتوجه به فعالیت صندوق به صورت مادام‌العمر و نرخ رشد پایدار ۵ درصدی برای صندوق مذکور، ارزش پایانی مادام‌العمر تنزیل شده این صندوق ۱،۸۴۰،۰۷۰ میلیون ریال در نظر گرفته شده است.
- ❖ باتوجه به بررسی‌های به عمل آمده، مجموع ارزش فعلی سهام ممتاز جریان‌های نقدی (ارزش برآوردی سهام ممتاز صندوق) برابر **۶،۱۱۸،۶۵۵ میلیون ریال** برآورد شده است.

❖ تحلیل حساسیت مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی / ارزش برآوردی صندوق پالایشی یکم، نسبت به تغییرات سهم اوراق درآمد ثابت از کل پرتفوی و نرخ اسپرد:

جدول حساسیت						
سهم اوراق درآمد ثابت از کل پرتفوی						
٪۲۵	٪۲۰	٪۱۵	٪۱۰	٪۵	٪۰	
۲,۷۴۰,۰۵۱	۲,۷۴۰,۰۵۱	۲,۷۴۰,۰۵۱	۲,۷۴۰,۰۵۱	۲,۷۴۰,۰۵۱	۲,۷۴۰,۰۵۱	٪۰
۴,۱۴۷,۸۰۳	۳,۸۶۶,۲۵۳	۳,۵۸۴,۷۰۲	۳,۳۰۳,۱۵۲	۳,۰۲۱,۶۰۱	۲,۷۴۰,۰۵۱	٪۱
۵,۵۵۵,۵۵۵	۴,۹۹۲,۴۵۴	۴,۴۲۹,۳۵۳	۳,۸۶۶,۲۵۳	۳,۳۰۳,۱۵۲	۲,۷۴۰,۰۵۱	٪۲
۶,۹۶۳,۳۰۶	۶,۱۱۸,۶۵۵	۵,۲۷۴,۰۰۴	۴,۴۲۹,۳۵۳	۳,۵۸۴,۷۰۲	۲,۷۴۰,۰۵۱	٪۳
۸,۳۷۱,۰۵۸	۷,۲۴۴,۸۵۷	۶,۱۱۸,۶۵۵	۴,۹۹۲,۴۵۴	۳,۸۶۶,۲۵۳	۲,۷۴۰,۰۵۱	٪۴
۹,۷۷۸,۸۱۰	۸,۳۷۱,۰۵۸	۶,۹۶۳,۳۰۶	۵,۵۵۵,۵۵۵	۴,۱۴۷,۸۰۳	۲,۷۴۰,۰۵۱	٪۵
۱۱,۱۸۶,۵۶۲	۹,۴۹۷,۲۶۰	۷,۸۰۷,۹۵۷	۶,۱۱۸,۶۵۵	۴,۴۲۹,۳۵۳	۲,۷۴۰,۰۵۱	٪۶

نرخ اسپرد

❖ تحلیل حساسیت مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی / ارزش برآوردی صندوق پالایشی یکم، نسبت به تغییرات نرخ رشد دارایی‌های تحت مدیریت صندوق:

جدول حساسیت						
نرخ رشد دارایی‌های صندوق						
٪۲۵	٪۲۰	٪۱۵	٪۱۰	٪۵	٪۰	
۹,۰۹۸,۱۹۵	۸,۱۸۸,۱۴۷	۷,۳۹۶,۶۶۴	۶,۷۱۰,۸۰۹	۶,۱۱۸,۶۵۵	۵,۶۰۹,۲۵۲	

مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی / ارزش برآوردی صندوق پالایشی یکم

❖ تحلیل حساسیت مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی / ارزش برآوردی صندوق پالایشی یکم، نسبت به تغییرات نرخ رشد پایدار و نرخ تنزیل:

جدول حساسیت

نرخ تنزیل

%۵۰	%۴۵	%۴۰	%۳۶	%۳۰	%۲۳	
۳,۶۳۱,۹۳۶	۳,۹۸۰,۴۴۶	۴,۴۱۷,۸۴۱	۴,۸۵۶,۸۹۰	۵,۷۳۸,۹۵۸	۷,۳۵۹,۴۷۰	%۰
۳,۶۴۵,۰۵۱	۳,۹۹۹,۰۳۱	۴,۴۴۴,۹۸۵	۴,۸۹۴,۶۲۸	۵,۸۰۴,۴۲۳	۷,۴۹۹,۹۲۳	%۱
۳,۶۵۸,۷۱۲	۴,۰۱۸,۴۸۱	۴,۴۷۳,۵۵۷	۴,۹۳۴,۵۸۵	۵,۸۷۴,۵۶۴	۷,۶۵۳,۷۵۳	%۲
۳,۶۷۲,۹۵۵	۴,۰۳۸,۸۵۶	۴,۵۰۳,۶۷۳	۴,۹۷۶,۹۶۵	۵,۹۴۹,۹۰۱	۷,۸۲۲,۹۶۵	%۳
۳,۶۸۷,۸۱۷	۴,۰۶۰,۲۲۶	۴,۵۳۵,۴۶۳	۵,۰۲۱,۹۹۳	۶,۰۳۱,۰۳۳	۸,۰۰۹,۹۸۹	%۴
۳,۷۰۳,۳۴۰	۴,۰۸۲,۶۶۴	۴,۵۶۹,۰۶۹	۵,۰۶۹,۹۲۶	۶,۱۱۸,۶۵۵	۸,۲۱۷,۷۹۴	%۵
۳,۷۱۹,۵۶۸	۴,۱۰۶,۲۵۳	۴,۶۰۴,۶۵۲	۵,۱۲۱,۰۵۴	۶,۲۱۳,۵۸۰	۸,۴۵۰,۰۴۶	%۶
۳,۷۳۶,۵۵۱	۴,۱۳۱,۰۸۳	۴,۶۴۲,۳۹۲	۵,۱۷۵,۷۰۹	۶,۳۱۶,۷۵۸	۸,۷۱۱,۳۳۰	%۷
۳,۷۵۴,۳۴۳	۴,۱۵۷,۲۵۶	۴,۶۸۲,۴۹۰	۵,۲۳۴,۲۶۷	۶,۴۲۹,۳۱۶	۹,۰۰۷,۴۵۱	%۸

نرخ رشد پایدار

۳) جمع‌بندی ارزشیابی

❖ ارزشیابی سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم در تیرماه سال ۱۴۰۴، به شرح ذیل محاسبه شده است:

❖ ارزش سهام ممتاز صندوق در جدول زیر با فرض تداوم فعالیت نامحدود، محاسبه و برای تعیین ارزش از مدل‌های تنزیل جریانات نقدی و خالص ارزش دارایی‌ها (NAV) استفاده گردیده است.

❖ شایان‌ذکر است که فرض شده است خریدار سهام‌های ممتاز این صندوق می‌تواند از عایدات مدیریت و بازارگردانی صندوق مطابق امیدنامه (۲،۰ درصد و تا سقف ۲۰۰،۰۰۰ م ریال جهت مدیریت و ۵،۰ درصد تا سقف ۴۰۰،۰۰۰ م ریال جهت بازارگردانی صندوق) منتفع گردد. لازم به تأکید است که هرگونه تغییر (به طور مثال افزایش در سقف درآمدها و...) در این فرض می‌تواند ارزش سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم را دچار تغییرات بااهمیت سازد و همچنین در صورت صرف نظر نمودن از فرض درآمدزایی این صندوق برای خریدار واحدهای ممتاز، امکان ارزش‌گذاری بر سهام ممتاز این صندوق بر اساس مدل استفاده شده در گزارش پیش رو را غیرممکن می‌سازد.

❖ شایان توجه است که سقف درآمد کارمزد این صندوق بر اساس صورت‌های مالی حسابرسی شده منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۲، معادل ۱۷۰،۰۰۰ میلیون ریال بوده است، اما این عدد در آخرین نسخه از امیدنامه صندوق مذکور درج نگردیده است، از آنجایی که این عدد تخفیف ۳۰،۰۰۰ میلیون ریالی مدیرصندوق به صندوق بوده است، فلذا در ارزش‌گذاری سقف ۲۰۰،۰۰۰ میلیون ریالی (درج شده در آخرین نسخه امیدنامه) ملاک این ارزش‌گذاری در نظر گرفته شده است.

❖ از مزایای این صندوق می‌توان به داشتن حق رأی در مجامع شرکت‌های پالایش نفت اصفهان (تعداد ۱۲،۷۳۷،۱۱۷،۲۹۶ سهم) - پالایش نفت بندعباس (تعداد ۳،۶۱۳،۲۶۶،۴۷۹ سهم) - پالایش نفت تهران (تعداد سهم ۱۶،۳۶۴،۷۳۴،۹۸۸) - پالایش نفت تبریز (تعداد ۹۳۳،۰۸۶،۲۸۷ سهم) - نفت سپاهان (تعداد سهم ۲۸،۶۱۹،۴۳۹) اشاره نمود. اما باتوجه‌به اینکه در گزارش ارزش‌گذاری پیش رو عمدتاً از مدل‌های مبتنی بر جریانات نقدی آتی استفاده شده است اما با توجه به عدم نفوذ قابل ملاحظه از اعمال تاثیر صرف مدیریتی هر سهم بر ارزش سهام ممتاز صندوق فوق‌الذکر صرف نظر شده است.

ارزش برآوردی صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم - تیر ماه ۱۴۰۴

ارزش کل در هر مدل / روش (م.ریال)	سناریو		ماهیت مدل
۲,۶۰۸,۶۹۶	با نرخ تنزیل ۲۳ درصد	جریان‌ات نقدی مادام‌العمر عایدات آتی	تنزیل جریان‌ات نقدی (DCF)
۲,۰۰۰,۰۰۰	با نرخ تنزیل ۳۰ درصد		
۱,۶۶۶,۶۶۷	با نرخ تنزیل ۳۶ درصد		
۶,۱۱۸,۶۵۵	با منافع مدیریتی ناشی از صندوق بخشی		
۱۹,۲۹۷	ارزش روز واحدهای ممتاز با فرض فروش به قیمت ابطال روز واحدهای عادی		مبتنی بر خالص ارزش دارایی‌ها (NAV)

❖ جدول فوق خلاصه‌ای از ارزش برآوردی سهام ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم بر اساس مدل‌های ذکر شده است. پیشنهاد نهایی ارزش‌گذار، سناریو شماره سوم (جریان‌ات نقدی مادام‌العمر عایدات آتی، فرض تغییر وضعیت به صندوق بخشی و نرخ تنزیل ۳۰ درصد - معادل ارزش کل به مبلغ ۱۱۸,۶۵۵ میلیون ریال) است.

