

گزارش ارزشیابی واحدهای ممتاز

صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم

مشاور ارزشیابی

شرکت تأمین سرمایه امید

مدیریت خدمات مشاوره مالی

داوود رزاقی (کارشناس رسمی دادگستری - رشته بورس و اوراق بهادار)



شهریور ماه ۱۴۰۳

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

فهرست

صفحه

عنوان

۱۰	.....	(۱) مشخصات صندوق
۱۰	.....	(۱-۱) تاریخچه فعالیت
۱۰	.....	(۱-۲) ارکان صندوق سرمایه گذاری
۱۱	.....	(۱-۳) ترکیب داراییهای صندوق
۱۱	.....	(۱-۴) ترکیب ریز داراییهای صندوق
۱۲	.....	(۱-۵) صورت خالص داراییهای صندوق در سنوات گذشته
۱۴	.....	برخی از مفروضات ارزشگذاری
۱۶	.....	(۲) برآورد ارزش واحدهای ممتاز صندوق سرمایه گذاری پالایشی یکم
۱۶	.....	(۱-۱) مدل ارزشیابی
۱۶	.....	(۲-۱) محاسبات ارزش واحدهای ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل جریانات نقدی مادام العمر عایدات آتی
۱۷	.....	(۲-۱-الف) محاسبات ارزش واحدهای ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل (نرخ ۲۳ درصد) جریانات نقدی مادام العمر عایدات آتی
۱۸	.....	(۲-۱-ب) محاسبات ارزش واحدهای ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل (نرخ ۳۰ درصد) جریانات نقدی مادام العمر عایدات آتی
۱۹	.....	(۲-۱-ج) محاسبات ارزش واحدهای ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل (نرخ ۳۶ درصد) جریانات نقدی مادام العمر عایدات آتی
۲۱	.....	(۲-۲) محاسبات ارزش روز واحدهای ممتاز با و بدون اعمال صرف مدیریتی
		(۲-۳) محاسبات ارزش واحدهای ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل (نرخ ۳۰ درصد) جریانات نقدی مادام العمر عایدات آتی و با فرض تغییر وضعیت به
۲۲	.....	صندوق بخشی و کسب منافع از مدیریت صندوق
۲۶	.....	(۳) جمع بندی ارزشیابی

تشریح کلیات و حدود مسئولیت

✚ گزارش حاضر به منظور برآورد ارزش ذاتی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه گذاری پالایشی یکم (ETF) و به درخواست سازمان خصوصی سازی، به موجب قرارداد فیما بین به شماره ۰۳/۲۲۱۷/ق/۰۳ مورخ ۱۴۰۳/۰۶/۱۳ جهت فروش به خریداران بالقوه، تهیه و تدوین شده است. نظر به تفاوت دیدگاه در گروه‌های مختلف سرمایه‌گذار، باید توجه داشت که نتایج حاصل از این گزارش می‌تواند با اعمال مفروضات متفاوت توسط استفاده‌کنندگان مختلف و متناسب با اهداف آنها، با ارزش برآوردشده در گزارش تفاوت داشته باشد و مشاور (شرکت تامین سرمایه امید) و کارشناس (کارشناس رسمی دادگستری در رشته بورس و اوراق بهادار) هیچگونه مسئولیتی به جهت قیمت توافقی خریدار/فروشنده نخواهد داشت. بنابراین این گزارش بنا به درخواست سازمان خصوصی سازی بوده و با هدف قیمت‌گذاری نهایی و ارزشیابی جهت معامله توسط خریداران احتمالی تهیه نشده است. در اینجا تأکید می‌شود که ارزش پیشنهادی برای واحدهای ممتاز صندوق نامبرده صرفاً ارزیابی مجریان طرح از واقع‌بینانه‌ترین ارزش منصفانه واحدها به عنوان قیمت پایه تعیین شده در راستای اهداف سازمان مذکور است. بدیهی است، قیمت نهایی هر سهم می‌تواند به تشخیص هیئت عالی واگذاری سازمان خصوصی سازی، با قیمت پیشنهادی متفاوت باشد.

✚ این گزارش بر اساس حدود مسئولیت و مفروضات گزارش ارزشیابی واحدهای مزبور تهیه شده و مشاور و کارشناس تعهدی نسبت به موارد خارج از حدود مسئولیت و بررسی صحت مفروضات فوق نداشته و در صورت اثبات عدم صحت مفروضات یا رخداد موارد خارج از حدود مسئولیت مزبور، کلیه مسئولیت‌های احتمالی متوجه کارفرما به عنوان منبع ارایه‌دهنده اطلاعات مبنای تهیه گزارش بوده و نوین هیچگونه مسئولیتی در این باره نخواهد داشت. همچنین چنانچه در جریان انجام موضوع این گزارش از خدمات سایر اشخاص، اعم از حساب‌برسان، کارشناسان فنی و کارشناسان رسمی دادگستری یا مشاوران حقوقی استفاده گردد، اشخاص یاد شده در قبال اظهارنظر ارائه شده خود، در حدود مقررات مربوطه مسئولیت خواهند داشت.

✚ به موجب قرارداد فیما بین، متقاضی سازمان (سازمان خصوصی سازی) مسئولیت صحت و کامل بودن اطلاعات و مستندات که ارائه می‌نماید را بر عهده دارد و مشاور (شرکت تامین سرمایه امید) و کارشناس (کارشناس رسمی دادگستری در رشته بورس و اوراق بهادار) مسئولیت صحت و کامل بودن اظهارنظرهایی که در گزارش و سایر مستندات موضوع این قرارداد ارائه می‌نمایند، عهده‌دار هستند.

✚ کلیه اطلاعات و مستندات مبنای تهیه گزارش حاضر شامل؛ صورت‌های مالی حسابرسی شده منتهی به ۱۴۰۲/۱۲/۲۹، تعداد و نوع سرمایه‌گذاری‌های شرکت، گزارش‌های کارشناسان رسمی دادگستری در خصوص خالص ارزش روز دارایی‌های شرکت سرمایه گذاری، حسب مورد از کدال یا سایت صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF) دریافت و استخراج گردیده و مسئولیت صحت اطلاعات و مستندات یاد شده با مرجع ارائه‌دهنده گزارش است و مشاور در خصوص اصالت و صحت آنها هیچگونه مسئولیتی ندارد.

✚ باتوجه به بند فوق تأکید می‌گردد، اطلاعات و مستندات مورد استفاده در گزارش که از متقاضی، کارشناسان رسمی دادگستری و سایر اشخاص معرفی شده از سوی متقاضی اخذ گردیده، توسط مشاور ارزشیابی راستی‌آزمایی 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 مورد نیاز بوده که حسب مورد توسط متقاضی یا اشخاص مدنظر ایشان در اختیار مشاور قرار گرفته و مرجع ارائه‌دهنده اطلاعات و مستندات شخصاً مسئولیت آن را بر عهده خواهد داشت.

➤ ارزشیابی حاضر با فرض در اختیار بودن تمام اطلاعات تأثیرگذار بر ارزش واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری بالایی یکم (ETF) در تاریخ ۱۴۰۳/۰۵/۱۵ و بر مبنای گزارش فعالیت ماهانه (صورت‌وضعیت پرتفوی) به تاریخ ۱۴۰۳/۰۳/۳۱ و همچنین صورت‌های 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 شرکت، سیاست‌های دولت در ارتباط با بازار پول و سرمایه و نرخ ارز و یا سیاست‌های مدنظر سایر مراجع ذیربط (حسب مورد) تعیین می‌شود و منجر به تغییرات زیربنایی می‌گردد، مسئولیتی ندارد. به عبارتی باتوجه به نوع فعالیت شرکت مزبور و ترکیب سرمایه‌گذاری‌های آن از جمله مواردی که نتایج گزارش را به‌صورت زیربنایی تحت تأثیر قرار می‌دهد می‌توان به نوسانات شدید بازار سرمایه (به دلیل سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورسی و دارای قیمت و بازار فعال) اشاره کرد؛ بر همین اساس به استفاده‌کنندگان از گزارش توجه داده می‌شود گزارش حاضر با امعان نظر به قیمت پایانی سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر بورسی در تاریخ ۱۴۰۳/۰۵/۱۵ برای صورت‌وضعیت پرتفوی به تاریخ ۱۴۰۳/۰۳/۳۱ منعکس شده است. باتوجه به نوسانات بازار سرمایه، نتیجه ارزشیابی بر مبنای اطلاعات روز می‌تواند به‌صورت با اهمیت تغییر نماید و مشاور در این خصوص مسئولیتی ندارد.

➤ خاطر نشان می‌سازد که در گزارش پیش‌رو تأثیرات تغییرات مدیریتی، اساسنامه، امیدنامه و ... که می‌تواند سبب تغییرات با اهمیت در ارزش واحدهای ممتاز گردد، نیازمند بازنگری در گزارش ارزشیابی خواهد بود.

➤ ارزشیابی صورت‌گرفته به استناد تخصص و رویه‌های حرفه‌ای مشاور و کارشناس و به اتکا صورت‌های مالی حسابرسی‌شده سنوات قبل شرکت به‌طور منطقی و با فرض تداوم شرایط فعلی صورت گرفته است.

➤ مسئولیت مشاور و کارشناس، ارزشیابی شرکت یادشده بر اساس ارزشیابی‌های انجام‌شده طبق استانداردها و روش‌های مالی و حرفه‌ای است. استانداردهای مزبور ایجاب می‌کند شرکت و کارشناسان الزامات آئین رفتار حرفه‌ای را رعایت و ارزشیابی را به‌گونه‌ای برنامه‌ریزی و اجرا کنند که از نبود تحریف با اهمیت در یافتن ارزش شرکت، اطمینان معقول کسب شود. ارزشیابی شامل اجرای روش‌هایی برای کسب شواهد ارزشیابی درباره ارزش شرکت است. انتخاب روش‌های ارزشیابی، به قضاوت شرکت و کارشناس در چهارچوب روش‌های حرفه‌ای بستگی دارد.

➤ با توجه به اینکه ارزشیابی حاضر در شرایط معمول و مورد انتظار شرکت و بازار صورت پذیرفته است، مسئولیت ارزیابان بر اساس مبنای مذکور، محدود به تعیین و اعلام ارزش واحدهای ممتاز صندوق مبتنی بر مفروضات حال حاضر ارزشیابی واحدهای ممتاز صندوق و همچنین سناریوها و برآوردهای احتمالات کارشناسی می‌باشد. به عبارتی دیگر، مبنای تهیه صورت‌های مالی شرکت بر اساس مفروضات موجود و تداوم وضعیت فعلی لحاظ گردیده است. بدیهی است، در صورت بروز تغییرات آتی با اهمیت اقتصادی و تأثیرگذار بر مفروضات ارائه‌شده و تغییر کامل مالکان واحدهای ممتاز و اهداف آنان، احتمال تغییر نتایج وجود دارد.

➤ مسئولیت صحت و سقم اطلاعات و آمار ارائه‌شده توسط شرکت بر عهده مدیران صندوق و تأیید صحت آن بر عهده حسابرس مستقل و بازرس قانونی صندوق می‌باشد. فرض شده است که اطلاعات ارائه‌شده توسط کارفرما، صحیح، دقیق، کامل و منطبق با واقعیت بوده و کارشناس تعهدی به حصول اطمینان از صحت و مطابقت با واقع داشتن اطلاعات مبنای تهیه این گزارش ندارند. ارزشیابی مشاور و کارشناس محدود به مدارک ارائه‌شده می‌باشد. مسئولیت ناشی از هرگونه جعل و مخدوش

بودن یا نابرابری مدارک ابرازی با نسخ اصلی و انکار و تردید به دلایل یا اسناد ارائه شده، متوجه ابرازکننده اسناد و مدارک می باشد. چنانچه پس از تحریر این گزارش، مدارک و مستندات دیگری ارائه گردد که در نتیجه گیری حاصله مؤثر واقع شود، مسئولیتی متوجه مشاور و کارشناس نبوده و رسیدگی به آنها خارج از حدود و شمول این گزارش می باشد.

✚ امتیاز انحصاری این گزارش متعلق به سازمان خصوصی سازی می باشد و سازمان مذکور حق انتشار عمومی کل گزارش یا بخش هایی از آن یا انتقال آن به شخص ثالثی جز با موافقت کتبی مشاور را ندارد.

✚ این گزارش یک کل مبتنی بر اطلاعات دریافتی از شرکت بوده که قابلیت تجزیه نداشته و هرگونه استفاده از آن یا بخش هایی از آن برای مقاصدی جز موضوع مورد توافق طرفین، بدون اخذ رضایت کارشناس ممنوع است.

✚ مبنای تهیه این گزارش، اطلاعات ارائه شده توسط شرکت در تاریخ تهیه گزارش و مبتنی بر مستندات و اطلاعات ارائه شده بوده است و نظر به امکان تغییر اطلاعات مورد استفاده در آینده، دیدگاه های ارائه شده در این گزارش نیز به تناسب تغییر اطلاعات مبنایی آنها، ممکن است دستخوش تغییر و تحول قرار گیرند.

✚ نظر استفاده کننده از گزارش را به بندهای اظهارنظر حسابرس مستقل و بازرس قانونی صندوق و یادداشت های همراه صورت های مالی حسابرسی شده صندوق، تعهدات و بدهی های احتمالی و دارایی های احتمالی اسانامه خصوصاً موارد ۷ و ۲۶ و امیدنامه صندوق جلب می نماید.

✚ گزارش ارزش یابی واحدهای ممتاز صندوق مذکور توسط مشاور دارای مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار و کارشناس رسمی دادگستری، دارای پروانه از مرکز وکلا، کارشناسان رسمی و مشاوران قوه قضائیه، به صورت انحصاری و در راستای درخواست کارفرمای این گزارش تهیه و به کارفرما ارائه شده است. حدود مسئولیت مشاور و کارشناس و شرایط کاربرد گزارش پیش رو توسط کارفرما، تابع اصول و مفاد و مفروضات حرفه ای است.

✚ فرض شده است که دارایی های صندوق مورد ارزش یابی با هیچ گونه محدودیت قانونی از جمله از حیث مسائل حقوقی و مالکیتی مواجه نبوده و و دارایی های صندوق مزبور موجود، مرهون نبوده و خالی از موانع قانونی فروش و انتقال هستند.

✚ هدف از ارزش گذاری واحدهای ممتاز صندوق به عنوان مبنایی برای توجیه فروش به مشاور و کارشناس عنوان شده است و این هدف دلیل و توجیه اصلی تهیه گزارش بوده است.

✚ صورتهای مالی حسابرسی شده سه سال اخیر صندوق به همراه سایر مستندات جزو لاینفک این گزارش و به پیوست گزارش می باشد.

✚ توصیه اکید می گردد در زمان توافق برای انجام معامله تراز آزمایشی صندوق تا تاریخ روز معامله و نظر سازمان بورس و اوراق بهادار (معاونت نظارت بر نهادهای مالی) و نظرات حسابرس و متولی صندوق نیز مدنظر طرفین قرار گیرد. در هر حال

این گزارش تحلیلی می‌تواند مبنایی برای شروع رسیدن به توافق بوده و قیمت نهایی با چانه‌زنی طرفین یا با حراج تعیین می‌گردد.

✚ فرض شده است که معامله واحدهای ممتاز صندوق مذکور موضوع این گزارش به صورت ۱۰۰ (صد) درصد نقدی و برای کل یا اکثریت آن باشد.

✚ فرض گردیده است که دارنده اکثریت واحدهای ممتاز، مدیریت و بازارگردانی را به گونه ای طراحی، تأیید (سازمان بورس و اوراق بهادار) و تصویب (مجمع عمومی صندوق) نماید که سقف درآمدها و کارمزدها را استفاده نماید و جریان نقدی آن از صندوق به عنوان کارمزد و هزینه خارج و به مدیر (۲۰۰ میلیارد ریال سالانه) و بازارگردان (۴۰۰ میلیارد ریال سالانه) انتخاب شده دارندگان کل یا اکثریت واحدهای ممتاز قرار گیرد. و دارنده واحدهای ممتاز به صورت مستقیم یا غیر مستقیم از منافع آن بهره مند گردد.

✚ 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 حرفه‌ای بوده است.

رویدادهای بعد از تاریخ ارزشیابی واحدهای ممتاز صندوق

این کارشناسان نسبت به وقایع بعد از تاریخ ارزشیابی (۱۴۰۳/۰۵/۱۵) از جمله تغییر پرتفوی سهام صندوق تحت شرایط متلاطم اقتصادی و یا افت‌وخیزهای ناشی از شرایط بازار سرمایه کشور مسئولیتی ندارد. لذا کارفرما لازم است و ضرورت دارد نسبت به وقایع مثبت و منفی مؤثر بر ارزش واحدهای ممتاز و قیمت پایه واحدهای ممتاز صندوق مذکور بین تاریخ ارزشیابی (۱۴۰۳/۰۵/۱۵) تا تاریخ انجام معامله احتمالی توجه نماید.

خلاصه مدیریتی و نتایج کلی

گزارش حاضر به منظور تعیین ارزش واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF) و به درخواست سازمان خصوصی سازی در تاریخ ۱۴۰۳/۰۵/۱۵ 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 به عنوان قیمت پایه واحدهای ممتاز صندوق مذکور است.

ارزشیابی حاضر با توجه به صورت وضعیت پرتفوی ماهانه به تاریخ ۱۴۰۳/۰۳/۳۱ و صورت‌های مالی حسابرسی شده صندوق سرمایه گذاری پالایشی یکم (ETF) (قرارداده 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 به کاررفته در راستای ارزیابی ارزش واحدهای ممتاز صندوق 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 واحدهای ممتاز برای صندوق مزبور روش جریان نقدی تنزیل شده (DCF) و ارزش جاری خالص دارایی‌ها (NAV) تشخیص گردیده است.

➤ ارزشیابی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم در مردادماه سال ۱۴۰۳، به شرح ذیل محاسبه شده است:

➤ شایان ذکر است که فرض شده است خریدار (کل یا اکثریت) واحدهای 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)، افزایش در خالص دارایی‌های تحت مدیریت مدیر جدید (AUM) و ارتقا رتبه آن در بین رقبا به طور غیر مستقیم و در صورت خرید توسط شرکتهای تامین سرمایه و شرکتهایی که دارای مجوز سبدگردانی هستند، پس از تأیید مراجع ذیربط، به طور مستقیم یا غیرمستقیم منتفع گردد. لازم به تأکید است که هرگونه تغییر (به طور مثال افزایش در سقف درآمدها و ...) در این فرض می‌تواند ارزش واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم را دچار تغییرات بااهمیت سازد و همچنین در صورت نظر نمودن از فرض درآمدزایی این صندوق برای خریدار واحدهای ممتاز، امکان ارزش گذاری بر واحدهای ممتاز این صندوق بر اساس مدل استفاده شده در گزارش پیش رو را غیرممکن می‌سازد.

➤ شایان توجه است که سقف درآمد کارمزد مدیر این صندوق سالانه 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 ناشی از تخفیف ۳۰٫۰۰۰ میلیون ریالی مدیرصندوق به صندوق بوده است، فلذا در ارزش گذاری سقف ۲۰۰٫۰۰۰ میلیون ریالی (درج شده در آخرین نسخه امیدنامه) ملاک این ارزش گذاری در نظر گرفته شده است. لازم به ذکر می باشد، دارنده کل یا اکثریت واحدهای ممتاز صندوق مذکور می تواند از این ظرفیت به طور کامل استفاده نماید.

➤ همچنین مبلغ ذکر شده به عنوان کارمزد بازارگردانی به بازارگردان فعلی که خود صندوق سرمایه گذاری پالایشی یکم (ETF) می باشد تعلق می گیرد و عملاً کارمزد یا درآمدی که به بازارگردان تعلق می گیرد به خود صندوق در قالب افزایش در ارزش واحدهای صندوق اختصاصی بازارگردانی نوین پیشرو (بستر و ابزار انجام بازارگردانی تخصصی) که تحت مالکیت صندوق سرمایه گذاری پالایشی یکم می باشد، عودت و بازگردانده می شود. لذا در مفروضات ارزشگذاری فرض گردیده است که

دارنده اکثریت واحدهای ممتاز، مدیریت و بازارگردانی را به گونه ای طراحی، تأیید (سازمان بورس و اوراق بهادار) و تصویب (مجمع عمومی صندوق) نماید که سقف درآمدها و کارمزدها را استفاده نماید و جریان نقدی آن از صندوق به عنوان کارمزد و هزینه خارج و به مدیر (۲۰۰ میلیارد ریال سالانه) و بازارگردان (۴۰۰ میلیارد ریال سالانه) انتخاب شده دارندگان کل یا اکثریت واحدهای ممتاز قرار گیرد. و دارنده واحدهای ممتاز به صورت مستقیم یا غیر مستقیم از منافع آن بهره مند گردد.

استفاده کننده از این گزارش، می بایست مفاد مواد ۷ و ۲۶ اساسنامه صندوق را نیز مدنظر قرار دهد.

از مزایای این صندوق می توان به داشتن حق رأی در مجامع شرکت های پالایش نفت اصفهان (تعداد ۸,۹۹۲,۸۰۰,۹۱۳ سهم - معادل ۲,۴۲ درصد) - پالایش نفت بندعباس (تعداد ۳۶۳۳,۲۶۶,۴۷۹ سهم - معادل ۲,۷ درصد) - پالایش نفت تهران (تعداد سهم ۱۱,۸۵۴,۹۲۸,۹۳۶ - معادل ۳,۰۳ درصد) - پالایش نفت تبریز (تعداد ۹۴۱,۰۸۶,۲۸۷ سهم - معادل ۳,۱۳ درصد) اشاره نمود. اما باتوجه به اینکه در گزارش ارزش گذاری پیش رو عمدتاً از مدل های مبتنی بر جریان های نقدی آتی استفاده شده است فلذا از اعمال تأثیر صرف مدیریتی هر سهم بر ارزش واحدهای ممتاز صندوق فوق الذکر صرف نظر شده است.

باتوجه به اینکه ارزش خالص دارایی های 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 می باشد (باتوجه به اینکه این صندوق و سهام های موجود در پرتفوی خود به صورت تاریخی، میانگین هندسی رشد متوسط 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 سرمایه گذاری 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.

به استناد تبصره ۱ ماده ۱۷ اساسنامه، سرمایه گذاران واحدهای سرمایه گذاری عادی پس از پایان قانون برنامه پنجساله ششم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران، در صورت تملک حداقل یک دهم درصد از واحدهای فوق، حق حضور و اعمال رأی در مجمع را خواهند یافت. به ازای تملک هر یک دهم درصد از واحدهای سرمایه گذاری عادی، معادل یک دهم درصد از کل حق رأی از آرای دارندگان واحدهای ممتاز به نسبت تملک هر یک کسر شده و دارندگان واحدهای سرمایه گذاری ممتاز نسبت به اعمال باقیمانده آرا اقدام خواهند نمود. نسبت یک دهم درصد مذکور، در زمان توقف نماد معاملاتی صندوق برای هر مجمع و براساس اطلاعات پایگاه داده های شرکت سپرده گذاری مرکزی محاسبه خواهد شد.

همچنین به استناد ماده ۲۶ اساسنامه صندوق مذکور، ترتیبات رأی گیری در مجامع مطابق رویه زیر است

- 1- دارندگان واحدهای سرمایه گذاری ممتاز به ازای هر واحد سرمایه گذاری ممتاز یک حق رأی دارند
- 2- پس از پایان قانون برنامه پنجساله ششم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران، به ازای تملک هر یک دهم درصد از واحدهای سرمایه گذاری عادی، معادل یک دهم درصد از کل حق رأی از آرای دارندگان واحدهای ممتاز به نسبت تملک هر یک کسر شده و دارندگان واحدهای سرمایه گذاری ممتاز نسبت به اعمال باقیمانده آرا اقدام خواهند نمود.

تبصره-۱ چنانچه صندوق در راستای انجام فعالیت بازارگردانی، نسبت به بازخريد واحدهای سرمایه گذاری عادی خود اقدام نماید، واحدهای سرمایه گذاری بازخريد شده فاقد حق رای در مجامع هستند.

تبصره-۲ پاره حق رای های حاصل از کسر شدن حق رای از دارندگان واحدهای ممتاز براساس بند (۲) این ماده، قابل اعمال نیست.

ارزش برآوردی صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم - مرداد ماه ۱۴۰۳

ماهیت مدل	سناریو	ارزش کل در هر مدل / روش (م.ریال)
تنزیل جریانات نقدی (DCF)	جریانات نقدی مادام‌العمر عایدات آتی	با نرخ تنزیل ۲۳ درصد ۲,۶۰۸,۶۹۶
		با نرخ تنزیل ۳۰ درصد ۲,۰۰۰,۰۰۰
		با نرخ تنزیل ۳۶ درصد ۱,۶۶۶,۶۶۷
	با منافع مدیریتی ناشی از صندوق بخشی	۵,۰۷۹,۸۷۰
مبتنی بر خالص ارزش دارایی ها (NAV)	ارزش روز واحدهای ممتاز با فرض فروش به قیمت ابطال روز واحدهای عادی	۱۵,۶۴۲

جدول فوق خلاصه‌ای از ارزش برآوردی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF) 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 ۵,۰۷۹,۸۷۰ 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 جوجه 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 طبقه‌بندی 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 حنصاب 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.

۱-۲) 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 مجامع 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 مجامع 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 (جردن) - 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 پالایشی یکم (ETF) می‌باشد که عملیات بازارگردانی را از طریق صندوق اختصاصی بازارگردانی نوین پیشرو انجام می‌دهد که در تاریخ ۱۳۹۳/۰۶/۳۱ تحت شماره ۱۱۲۸۷ نزد سازمان بورس و اوراق بهادار و به شماره ثبت ۳۴۶۳۶ و شناسه ملی ۱۴۰۴۴۰۷۳۴۷ 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

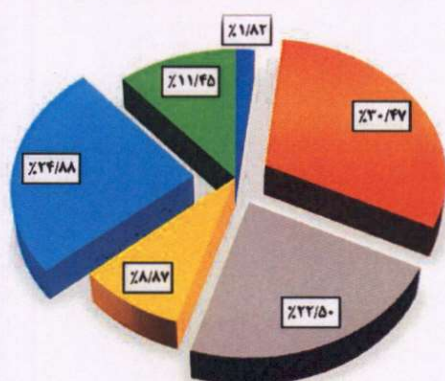
ترکیب دارایی‌های موجود در صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF) بر اساس گزارش صورت مالی سال مالی منتهی به ۱۴۰۲/۱۲/۲۹ (حسابرسی شده) به شرح نمودار ذیل می‌باشد:



۱-۴ ترکیب ریز دارایی‌های صندوق

ترکیب ریز دارایی‌های شرکت صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF) بر اساس صورت وضعیت پرتفوی به تاریخ ۱۴۰۳/۰۴/۳۱ به شرح نمودار ذیل می‌باشد:

گزارش ارزشیابی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF)



- صندوق سرمایه‌گذاری بازارگردانی اختصاصی نوین پیشرو
- نفت اصفهان
- نفت بندر عباس
- نفت تبریز
- نفت تهران
- سایر

ترکیب دارایی‌های شرکت صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم

شرکت	تعداد	قیمت بازار هر سهم	بهای تمام شده (م ریال)	خالص ارزش فروش (م ریال)	درصد به کل دارایی ها
صندوق سرمایه‌گذاری بازارگردانی اختصاصی نوین پیشرو	677	3,605,935,961	60,093	2,441,234	2%
نفت اصفهان	8,992,800,913	4,561	30,321,706	40,834,694	30%
نفت بندر عباس	3,633,266,479	8,400	21,876,280	30,157,265	23%
نفت تبریز	941,086,287	12,520	9,634,214	11,890,028	9%
نفت تهران	11,854,928,936	3,819	32,534,186	32,349,830	25%
سایر			0	15,343,502	11%
جمع			94,426,479	134,016,553	100%

۵-۱) صورت خالص دارایی‌های صندوق در سنوات گذشته

✚ صورت خالص دارایی‌های صندوق حسابرسی شده برای چهار سال مالی اخیر به همراه صورت‌های مالی حسابرسی نشده دوره سه‌ماهه منتهی به ۱۴۰۳/۰۳/۳۱ صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF) به شرح جداول زیر است:

گزارش ارزشیابی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه گذاری پالایشی یکم (ETF)

ارقام به میلیون ریال

صورت خالص دارایی ها تاریخی					شرح
سه ماهه ۱۴۰۳/۰۳/۳۱	۱۴۰۲/۱۲/۳۰	۱۴۰۱/۱۲/۲۹	۱۴۰۰/۱۲/۲۹	۱۳۹۹/۱۲/۲۹	
۱۲۴,۴۰۱,۱۹۳	۱۴۱,۵۰۱,۳۹۷	۱۵۰,۶۱۵,۱۹۵	۱۱۷,۱۵۶,۲۶۲	۱۰۹,۱۸۷,۰۵۲	سرمایه گذاری در سهام و حق تقدم
۵,۷۴۲,۵۱۳	۷,۴۹۶,۳۱۰	۲۳۵,۱۷۲	۳,۳۶۵,۹۷۱	۳۹۵,۰۱۹	سرمایه گذاری در سپرده و گواهی سپرده بانکی
۵۰۸,۷۹۴	۷۹۲,۵۹۹	۱,۷۸۵,۱۱۱	-	-	سرمایه گذاری در سایر اوراق بهادار با درآمد ثابت یا علی الحساب
۴۷,۸۲۱	۵۳,۱۳۶	-	۲۴,۱۲۰	۳,۱۳۴	حساب های دریافتنی
۳,۳۵۵	-	-	-	-	سایر دارایی ها
۱۶	۱۶	۱۲	-	-	موجودی نقد
-	-	۳۲۶,۸۸۹	۱۷۳	۸۴	جاری کارگزاران
۱۳۰,۷۰۲,۶۹۲	۱۴۹,۸۴۳,۴۵۸	۱۵۲,۹۶۲,۳۷۹	۱۲۰,۴۴۶,۵۲۶	۱۰۹,۵۸۵,۲۸۹	جمع دارایی ها
۹۸,۴۰۴	۵۵,۸۸۳	۳۰۸,۰۴۳	۴۸,۵۶۴	۴۸,۹۷۴	پرداختنی به ارکان صندوق
۱,۳۹۳,۲۶۹	۱,۳۹۶,۱۸۶	۵۱۵,۷۳۸	۷۲۱,۶۱۹	-	پرداختنی به سرمایه گذاران
۳۹۲,۸۰۶	۳۷۷,۷۹۰	۱۳,۱۷۶	۶۶۲	۴۷۳	سایر حساب های پرداختنی و ذخایر
۱,۸۸۴,۴۷۹	۱,۸۲۹,۸۵۹	۸۳۶,۹۵۷	۷۷۰,۸۴۵	۴۹,۴۴۷	جمع بدهی ها
۱۲۸,۸۱۸,۲۱۳	۱۴۸,۰۱۳,۵۹۹	۱۵۲,۱۲۵,۴۲۲	۱۱۹,۶۷۵,۶۸۱	۱۰۹,۵۳۵,۸۴۲	خالص دارایی ها

برخی از مفروضات ارزش‌گذاری

ارزش دارایی‌های تحت مدیریت این صندوق در سال ۱۴۰۳، بر اساس قیمت ابطال هر واحد در تاریخ ۸ مرداد ۱۴۰۳ (معادل ۱۶۹,۴۸۵ ریال) در نظر گرفته شده است. بدین ترتیب ارزش برآوردی دارایی‌های تحت مدیریت این صندوق معادل ۱۲۷,۵۵۶,۲۲۵ میلیون ریال لحاظ گردیده است.

در ارزش‌گذاری پیش رو 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 بهره‌برد.

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 معادل 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).

شایان‌ذکر 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 - سپرده - 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 مدیریت این صندوق سالانه 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 مدیرصندوق 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. لازم به ذکر می‌باشد، دارنده اکثریت واحدهای ممتاز صندوق مذکور می‌تواند از این ظرفیت به طور کامل استفاده نماید.

همچنین مبلغ ذکر شده به عنوان کارمزد بازارگردانی به بازارگردان فعلی که خود صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF) می‌باشد تعلق می‌گیرد و عملاً کارمزد یا درآمدی که به بازارگردان تعلق می‌گیرد به خود صندوق در قالب افزایش در ارزش واحدهای صندوق اختصاصی بازارگردانی نوین پیشرو (بستر و ابزار انجام بازارگردانی تخصصی) که تحت مالکیت صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم می‌باشد، عودت و بازگردانده می‌شود. لذا در مفروضات ارزش‌گذاری فرض گردیده است که دارنده اکثریت واحدهای ممتازریال مدیریت و بازارگردانی را به گونه‌ای طراحی، تأیید (سازمان بورس و اوراق بهادار) و تصویب (مجمع عمومی صندوق) نماید که سقف درآمدها و کارمزدها را استفاده نماید و جریان نقدی آن از صندوق به عنوان کارمزد و هزینه خارج و به مدیر (۲۰۰ میلیارد ریال سالانه) و بازارگردان (۴۰۰ میلیارد ریال سالانه) انتخاب شده دارندگان کل یا اکثریت واحدهای ممتاز قرار گیرد. و دارنده واحدهای ممتاز به صورت مستقیم یا غیر مستقیم از منافع آن بهره‌مند گردد.

گزارش پیش رو در سه سناریو در نظر گرفته شده است که سناریو اول به جریان‌ات 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.

۳) برآورد ارزش واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم

۱-۱) مدل ارزشیابی

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

لازم به تأکید است که باتوجه به مادام‌العمر بودن جریانات عایدات (غیر مستقیم) واحدهای ممتاز این صندوق و حساسیت بالای ارزش واحدهای 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.

۱-۲) محاسبات ارزش واحدهای ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل جریانات نقدی مادام‌العمر عایدات آتی

❖ باتوجه به اینکه میانگین هندسی رشد مجموع دارایی‌های تحت مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم معادل ۵ درصد از بدو تأسیس بوده است و در شرایط فعلی بازار از آنجایی که احتمال پائینی دارد که مجموع دارایی‌های تحت مدیریت صندوق فوق‌الذکر به زیر ۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰ میلیون ریال برسد (کاهش بیش از ۲۱ درصدی در AUM صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم) بنابراین درآمد حاصل از مدیریت و بازگردانی صندوق فوق‌الذکر به صورت نامحدود در سقف اعداد مصوب (معادل ۶۰۰,۰۰۰ میلیون ریال سالانه)، به شرط پیشنهادهای مدیر صندوق، تأیید سازمان و تصویب مجمع برای دارنده کل یا اکثریت واحدهای ممتاز صندوق مذکور 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 ۲۱ درصد در ارزش مجموع دارایی‌های صندوق فوق‌الذکر شود، ارزش محاسبه شده در گزارش مذکور را دچار تغییرات بااهمیت خواهد نمود.

❖ نرخ تنزیل جدول ذیل جهت ارزشگذاری واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم به ترتیب معادل ۳۰، ۳۳ و ۳۶ درصد در نظر گرفته شده است.

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

محاسبات ارزش بر مبنای توزیع جریانات نقدی عایدات آتی

انرژی برآوردی دارایی‌های تحت مدیریت (AUM) - میلیارد	درصد کارمزد نسبت به دارایی			ترکیب دارایی‌های صندوق			شرح
	کارمزد سپرده	سایر دارایی	کارمزد سهام	سپرده	سایر دارایی	سهام	
سال ۱۴۰۳							
۱۲۷,۵۵۶,۳۲۵	۰.۳٪	۰.۳٪	۰.۳٪	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
۲۳٪							نرخ توزیع
۲,۶۰۸,۶۹۶	مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی / ارزش برآوردی مادام‌العمر صندوق						

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

۲-۱) محاسبات ارزش واحدهای ممتاز صندوق بر مبنای توزیع (نرخ ۳۰ درصد) جریانات نقدی مادام‌العمر عایدات آتی

محاسبات ارزش بر مبنای توزیع جریانات نقدی عایدات آتی

اندازه برآوردی دارایی‌های تحت مدیریت (AUM) - هیدرال	درصد کارمزد نسبت به دارایی			توزیع دارایی‌های صندوق			شرح
	کارمزد سپرده	سایر دارایی	کارمزد سهام	سپرده	سایر دارایی	سهام	
سال ۱۴۰۳							
۱۲۷,۵۵۶,۲۲۵	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 توزیع

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 ۳۱ 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 امینانه صندوق) مدیریت و بازارگردانی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم به نرخ توزیع جریانات مذکور حساسیت قابل توجهی خواهد داشت.

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

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

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

اندیشه برآوردی دارایی های تحت مدیریت (AUM) - هینال		درصد کارمزد نسبت به دارایی			ترکیب دارایی های صندوق			شرح
سال ۱۴۰۳	کارمزد سبده	سایر دارایی	کارمزد سهام	سبده	سایر دارایی	سهام		
۱۲۷,۵۵۶,۳۲۵	۰.۳٪	۰.۳٪	۰.۳٪	۴٪	۳٪	۹۳٪	مجموع دارایی های تحت مدیریت	
۲۰۰,۰۰۰	۰.۱۵٪	۰.۱۵٪	۰.۱۵٪				کارمزد برآوردی بابت مدیریت صندوق	
۴۰۰,۰۰۰							کارمزد برآوردی بابت بازارگردانی صندوق	
۳۶٪							نرخ تنزیل	

۱۶۶,۶۶۷

مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی / ارزش برآوردی مادام‌العمر صندوق

- ❖ باتوجه‌به اینکه میانگین هندسی رشد مجموع دارایی‌های تحت مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم مدل ۵ درصد از بدو تأسیس صندوق بوده است و در شرایط فعلی بازار از آنجایی که احتمال پابندی دارد که مجموع دارایی‌های تحت مدیریت صندوق فوق‌الذکر به زیر ۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰ میلیون ریال برسد (کاهش بیش از ۳۱ درصدی در AUM صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم) بنابراین درآمد حاصل از مدیریت و بازارگردانی صندوق فوق‌الذکر به صورت نامحدود در سقف اعداد مصوب (مادام 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 ۳۱ 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 امینانه صندوق) مدیریت و بازارگردانی واحدهای 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.
- ❖ باتوجه‌به تاریخ این ارزش‌گذاری (۱۴۰۳/۰۵/۱۵) توان تنزیل برای سال‌های مختلف استفاده شده است. باتوجه‌به توضیحات ارائه شده، نرخ تنزیل در ارزش‌گذاری واحدهای 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.

گزارش ارزشیابی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پلاشی یکم (ETF)

❖ باتوجه به بررسی‌های به‌عمل آمده، مجموع ارزش فعلی واحدهای ممتاز جریانات نقدی (ارزش برآوردی واحدهای ممتاز صندوق) یا 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	۱,۳۰۰,۰۰۰	۱,۳۳۳,۳۳۳	۱,۵۰۰,۰۰۰	۱,۶۶۶,۶۶۷	۲,۰۰۰,۰۰۰	۲,۶۰۸,۶۶۴
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 توزیع جریانات نقدی عایدات آتی

لغو تسهیل تسهیلات دارایی های تحت مدیریت (AUM) -		توزیع دارایی های صندوق			شرح
هزینه	سال	سپرده	سایر دارایی	سهام	
۱۳۷,۵۵۶,۳۲۵	۱۴۰۳	۴٪	۳٪	۹۳٪	مجموع دارایی های تحت مدیریت
۱۰۰,۰۰۰					تعداد سهام ممتاز
۱۵۶,۴۱۵					ارزش ابطال هر واحد صندوق در تاریخ ۱۴۰۳/۰۵/۱۵ - ریال

۱۵,۶۴۲

ارزش روز واحدهای ممتاز با فرض فروش به قیمت ابطال روز

❖ از آنجایی که ارزش ابطال هر واحد عادی صندوق در تاریخ ۱۴۰۳/۰۵/۱۵ معادل ۱۵۶,۴۱۵ ریال بوده است و تعداد واحدهای ممتاز صندوق سرمایه گذاری پالایشی یکم ۱۰۰,۰۰۰ واحد می باشد؛ فلذا ارزش روز واحدهای ممتاز با فرض فروش به قیمت ابطال روز، معادل ۱۵,۶۴۲ میلیون ریال برآورد می گردد.

❖ تحلیل حساسیت ارزش روز واحدهای ممتاز با فرض فروش به قیمت ابطال روز به انقسام صرف مدیریتی:

جدول حساسیت

صرف مدیریتی

صرف مدیریتی	۵۰۰٪	۴۰۰٪	۳۰۰٪	۲۰۰٪	۱۰۰٪	۰٪	صرف مدیریتی
۹۳,۸۴۹	۷۸,۳۰۸	۶۲,۵۶۶	۴۶,۹۲۵	۳۱,۲۸۳	۱۵,۶۴۲	۱۵,۶۴۲	صرف مدیریتی

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

گزارش ارزشیابی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه گذاری پالایشی یکم (ETF)

۲-۳) محاسبات ارزش واحدهای ممتاز صندوق بر مبنای تنزیل (نرخ ۳۰ درصد) جریانات نقدی مادام العمر 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

لینش معاملاتی، دارایی، های، تحت مدیریت (AUM) - سه ساله					درصد کارمزد نسبت به دارایی			ترکیب دارایی های صندوق			شرح	
سال ۱۴۰۸	سال ۱۴۰۷	سال ۱۴۰۶	سال ۱۴۰۵	سال ۱۴۰۴	سال ۱۴۰۳	کارمزد سبده	کارمزد سهام	سایر دارایی	سبده	اوراق و سایر دارایی ها		سهام
۱۶۲,۷۹۷,۶۵۸	۱۵۵,۰۴۵,۳۸۹	۱۳۷,۶۶۲,۳۷۵	۱۴۰,۶۳۰,۳۸۸	۱۳۳,۹۳۳,۳۶۶	۱۳۷,۵۵۶,۳۳۵	۰.۳٪	۰.۳٪	۰.۳٪	۴٪	۳٪	۹۳٪	مجموع دارایی های تحت مدیریت کارمزد برآوردی بابت مدیریت صندوق کارمزد برآوردی بابت بازارگردانی صندوق منافع حاصل از مدیریت منابع صندوق در اوراق بهادار با درآمد ثابت مجموع منابع حاصل از مالکیت سهام ممتاز نرخ تنزیل
۲۰۰,۰۰۰	۲۰۰,۰۰۰	۲۰۰,۰۰۰	۲۰۰,۰۰۰	۲۰۰,۰۰۰	۲۰۰,۰۰۰	۰.۱۵٪	۰.۱۵٪	۰.۱۵٪	۵٪	۱۵٪	۸۰٪	
۴۰۰,۰۰۰	۴۰۰,۰۰۰	۴۰۰,۰۰۰	۴۰۰,۰۰۰	۴۰۰,۰۰۰	۴۰۰,۰۰۰							
۹۷۶,۷۸۶	۹۳۰,۲۷۳	۸۸۵,۹۷۳	۸۳۳,۷۸۳	۸۰۳,۶۰۳	.							
۱,۵۷۶,۷۸۶	۱,۵۳۰,۲۷۳	۱,۳۸۵,۹۷۳	۱,۳۳۳,۷۸۳	۱,۳۰۳,۶۰۳	۶۰۰,۰۰۰							
۳٪	۳٪	۳٪	۳٪	۳٪	۳٪							نرخ تنزیل
۳۶۳,۳۹۸	۳۵۷,۰۹۳	۵۷۷,۰۲۰	۷۳۸,۸۷۸	۹۲۱,۱۰۹	۵۱۱,۸۷۱							مجموع منابع حاصل از مالکیت سهام ممتاز ارزش باقی مانده
۱,۵۲۱,۶۵۰												مجموع منابع حاصل از مالکیت سهام ممتاز ارزش باقی مانده

۵,۰۷۹,۸۷۰

مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی / ارزش برآوردی صندوق پالایشی یکم

مجموع دارایی های تحت مدیریت
کارمزد برآوردی بهای مدیریت صندوق
کارمزد برآوردی بهای بازارگرایی صندوق
منافع حاصل از مدیریت منابع صندوق در اوراق بهادار با درآمد ثابت
مجموع منافع حاصل از مالکیت سهام ممتاز
نرخ تنزیل
مجموع منافع حاصل از مالکیت سهام ممتاز تنزیل شده
ارزش پائینی مادام العمر تنزیل شده

❖ مبنای محاسبه درآمد حاصل از مدیریت و بازارگردانی صندوق به تفصیل در جدول فوق ذکر شده است. لازم به ذکر است کارمزد مدیریت صندوق بر حسب ترکیب دارایی های صندوق (سهام - سبده - اوراق و سایر دارایی) متفاوت بوده و بر اساس ارزش برآوردی صندوق بر حسب میلیون ریال محاسبه می گردد.

❖ شایان ذکر است محاسبات فوق با فرض تداوم فعالیت صندوق فوق الذکر با عمر نامحدود محاسبه گردیده است.

❖ کارمزد مدیر صندوق به میزان ۰/۲ درصد از خالص ارزش دارایی های صندوق تا سقف ۲۰۰,۰۰۰ میلیون ریال مصوب می باشد.

❖ کارمزد بازارگردان صندوق به میزان ۰/۵ درصد از خالص ارزش دارایی های صندوق تا سقف ۴۰۰,۰۰۰ میلیون ریال مصوب می باشد.

❖ باتوجه به اینکه میانگین هندسی رشد مجموع دارایی های تحت مدیریت صندوق سرمایه گذاری پالایشی یکم معادل ۵ درصد از بدو تأسیس صندوق بوده است و در شرایط فعلی بازار از آنجایی که احتمال پائینی دارد که مجموع دارایی های تحت مدیریت صندوق فوق الذکر به زیر ۱۰۰,۰۰۰,۰۰۰ میلیون ریال برسد (کاهش بیش از ۲۱ درصدی در AUM صندوق سرمایه گذاری پالایشی یکم) بنابراین

درآمد حاصل از مدیریت و بازارگردانی صندوق فوق الذکر به صورت نامحدود در سقف اعداد مصوب (معادل ۶۰۰,۰۰۰ میلیون ریال) برآورد می گردد.

❖ 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 ۲۱ درصد در ارزش مجموع دارایی های صندوق فوق الذکر شود، ارزش محاسبه شده در گزارش مذکور را دچار تغییرات بااهمیت خواهد نمود.

گزارش ارزشیابی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی (ETF)

❖ مجموع ارزش فعلی جریانات نقدی ناشی از درآمد نامحدود (مطابق امیدنامه صندوق) مدیریت و بازارگردانی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم به نرخ تنزیل جریانات 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 (الحز)) در زمان عمر این صندوق محاسبه (استخراج) شده از سایت فرابورس ایران)، و بتای صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم معادل صفر (عدم وابستگی درآمد واحدهای 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 پیش‌رو 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 نماید (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 پذیرفتن 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.

- ❖ باتوجه‌به فعالیت صندوق به‌صورت مادام‌العمر و نرخ رشد پایدار ۵ درصدی برای صندوق مذکور، ارزش پایانی مادام‌العمر تنزیل شده این صندوق ۱،۵۲۱،۵۰۰ میلیون ریال در نظر گرفته شده است.
- ❖ باتوجه‌به بررسی‌های به‌عمل آمده، مجموع ارزش فعلی واحدهای ممتاز جریانات نقدی (ارزش برآوردی واحدهای ممتاز صندوق) برابر ۵،۰۷۹،۸۷۰ میلیون ریال برآورد شده است.

❖ تحلیل حساسیت مجموع ارزش فعلی جریان نقدی / ارزش برآوردی واحدهای ممتاز 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٪	۵،۰۷۹،۸۷۰			
۲،۳۳۷،۵۹۰	۲،۳۳۷،۵۹۰	۲،۳۳۷،۵۹۰	۲،۳۳۷،۵۹۰	۲،۳۳۷،۵۹۰	۲،۳۳۷،۵۹۰	۰٪			
۳،۴۸۰،۲۰۷	۳،۲۵۱،۶۸۳	۳،۰۲۳،۱۶۰	۲،۷۹۴،۶۳۷	۲،۵۶۶،۱۱۳	۲،۳۳۷،۵۹۰	۱٪			
۴،۶۲۲،۸۲۳	۴،۱۶۵،۷۷۷	۳،۷۰۸،۷۳۰	۳،۲۵۱،۶۸۳	۲،۷۹۴،۶۳۷	۲،۳۳۷،۵۹۰	۲٪			
۵،۷۶۵،۴۴۰	۵،۰۷۹،۸۷۰	۴،۳۹۴،۳۰۰	۳،۷۰۸،۷۳۰	۳،۰۲۳،۱۶۰	۲،۳۳۷،۵۹۰	۳٪			
۶،۹۰۸،۰۵۷	۵،۹۹۳،۹۶۴	۵،۰۷۹،۸۷۰	۴،۱۶۵،۷۷۷	۳،۲۵۱،۶۸۳	۲،۳۳۷،۵۹۰	۴٪			
۸،۰۵۰،۶۷۴	۶،۹۰۸،۰۵۷	۵،۷۶۵،۴۴۰	۴،۶۲۲،۸۲۳	۳،۴۸۰،۲۰۷	۲،۳۳۷،۵۹۰	۵٪			
۹،۱۹۳،۲۹۱	۷،۸۲۲،۱۵۰	۶،۴۵۱،۰۱۰	۵،۰۷۹،۸۷۰	۳،۷۰۸،۷۳۰	۲،۳۳۷،۵۹۰	۶٪			

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

جدول حساسیت									
نرخ رشد دارایی‌های صندوق									
۲۵٪	۲۰٪	۱۵٪	۱۰٪	۵٪	۰٪				
۷،۴۹۸،۳۴۵	۶،۷۵۹،۵۹۵	۶،۱۱۷،۱۸۰	۵،۵۶۰،۳۹۸	۵،۰۷۹،۸۷۰	۴،۶۶۶،۴۰۷	۵،۰۷۹،۸۷۰			

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

جدول حساسیت

نرخ تنزیل

۵۰٪	۴۵٪	۴۰٪	۳۵٪	۳۰٪	۲۵٪	۵۰۷۹۸۷۰
۲,۷۷۱,۶۶۴	۲,۰۹۰,۰۹۳	۲,۵۱۱,۶۰۰	۲,۹۲۷,۳۴۷	۴,۷۶۵,۸۷۹	۶,۳۱۴,۵۳۵	%
۲,۷۸۱,۶۰۹	۲,۱۱۳,۴۷۹	۲,۵۳۳,۱۵۱	۲,۹۵۷,۷۱۳	۴,۸۲۰,۰۱۵	۶,۳۳۴,۶۴۱	۱٪
۲,۷۹۱,۹۶۹	۲,۱۲۸,۵۳۴	۲,۵۵۵,۷۴۲	۲,۹۸۹,۸۶۶	۴,۸۷۸,۰۱۸	۶,۵۶۶,۱۸۶	۲٪
۲,۸۰۲,۷۶۹	۲,۱۴۴,۳۰۵	۲,۵۷۹,۵۵۴	۳,۰۲۳,۹۶۷	۴,۹۴۰,۳۱۸	۶,۷۱۰,۸۸۶	۳٪
۲,۸۱۴,۰۴۰	۲,۱۶۰,۸۴۶	۲,۶۰۴,۶۸۹	۳,۰۶۰,۱۹۹	۵,۰۰۷,۴۱۱	۶,۸۷۰,۸۱۷	۴٪
۲,۸۲۵,۸۱۱	۲,۱۷۸,۲۱۴	۲,۶۳۱,۲۶۰	۳,۰۹۸,۷۶۹	۵,۰۷۹,۸۷۰	۷,۰۴۸,۵۱۸	۵٪
۲,۸۳۸,۱۱۷	۲,۱۹۶,۴۷۳	۲,۶۵۹,۳۹۵	۳,۱۳۹,۹۱۱	۵,۱۵۸,۳۶۸	۷,۲۳۷,۱۲۵	۶٪
۲,۸۵۰,۹۹۶	۲,۲۱۵,۶۹۳	۲,۶۸۹,۲۳۴	۳,۱۸۳,۸۹۰	۵,۲۴۳,۶۹۲	۷,۴۷۰,۵۵۸	۷٪
۲,۸۶۴,۴۸۷	۲,۲۳۵,۹۵۱	۲,۷۲۰,۹۲۸	۳,۲۳۱,۰۱۰	۵,۳۳۶,۷۷۲	۷,۷۲۳,۷۸۳	۸٪

نرخ رشد پایدار

۳) جمع‌بندی ارزشیابی

- ❖ ارزشیابی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF) در مردادماه سال ۱۴۰۳، به شرح ذیل محاسبه شده است:
- ❖ ارزش واحدهای ممتاز صندوق در جدول زیر با فرض تداوم فعالیت نامحدود، محاسبه و برای تعیین ارزش از مدل‌های تنزیل جریان‌های نقدی و خالص ارزش‌های دارایی‌ها (NAV) استفاده گردیده است.
- ❖ **شایان‌ذکر است که فرض شده است خریدار کل با اکثریت واحدهای ممتاز این صندوق، به شرط پیشنهاد مدیر صندوق، تأیید سازمان و تصویب مجمع برای دارنده کل یا اکثریت واحدهای ممتاز صندوق مذکور، می‌تواند از عایدات مدیریت و بازارگردانی صندوق مطابق امینانه (۰.۲ درصد و تا سقف ۲۰۰,۰۰۰ ریال جهت مدیریت سالانه و ۵۰ درصد تا سقف ۴۰۰,۰۰۰ ریال جهت بازارگردانی سالانه صندوق) افزایش در خالص داراییهای تحت مدیریت مدیر جدید (AUM) و ارتقا رتبه آن در بین رقبا به طور غیر مستقیم و در صورت خرید توسط شرکتهای تأمین سرمایه و شرکتهایی که دارای مجوز سبدگردانی هستند، پس از تأیید مراجع ذیربط، به طور مستقیم یا غیر مستقیم منتفع گردد.** لازم به تأکید است که هرگونه تغییر (به طور مثال افزایش در سقف درآمدها...) در این فرض می‌تواند ارزش واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF) را دچار تغییرات بااهمیت سازد و همچنین در صورت صرف نظر نمودن از فرض درآمدزایی این صندوق برای خریدار واحدهای ممتاز، امکان ارزش‌گذاری بر واحدهای ممتاز این صندوق بر اساس مدل استفاده شده در گزارش پیش رو را غیرمیسر می‌سازد. لازم به ذکر می‌باشد، دارنده اکثریت واحدهای ممتاز صندوق مذکور می‌تواند از این ظرفیت به طور کامل استفاده نماید.
- ❖ همچنین مبلغ ذکر شده به عنوان کارمزد بازارگردانی به بازارگردان فعلی که خود صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF) می‌باشد تعلق می‌گیرد و عملاً کارمزد یا درآمدی که به بازارگردان تعلق می‌گیرد به خود صندوق در قالب افزایش در ارزش واحدهای صندوق اختصاصی بازارگردانی نوین پیشرو (بستر و ابزار انجام بازارگردانی تخصصی) که تحت مالکیت صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم می‌باشد، عودت و بازگردانده می‌شود. لذا در مفروضات ارزشگذاری فرض گردیده است که دارنده اکثریت واحدهای ممتازریال مدیریت و بازارگردانی را به گونه‌ای طراحی، تأیید (سازمان بورس و اوراق بهادار) و تصویب (مجمع عمومی صندوق) نماید که سقف درآمدها و کارمزدها را استفاده نماید و جریان نقدی آن از صندوق به عنوان کارمزد و هزینه خارج و به مدیر (۲۰۰ میلیارد ریال سالانه) و بازارگردان (۴۰۰ میلیارد ریال سالانه) انتخاب شده دارندگان کل یا اکثریت واحدهای ممتاز قرار گیرد. و دارنده واحدهای ممتاز به صورت مستقیم یا غیر مستقیم از منافع آن بهره‌مند گردد.
- ❖ استفاده کننده از این گزارش، می‌بایست مفاد مواد ۷ و ۲۶ اساسنامه صندوق را نیز مدنظر قرار دهد.
- ❖ شایان توجه است که سقف درآمد کارمزد سالانه این صندوق بر اساس صورتهای مالی حسابرسی شده منتهی به ۲۹ اسفند ۱۴۰۲، معادل ۱۷۰,۰۰۰ میلیون ریال سالانه بوده است، اما این عدد در آخرین نسخه از امینانه صندوق مذکور درج نگردیده است، از آنجایی که این عدد تخفیف ۲۰,۰۰۰ میلیون ریالی مدیرصندوق به صندوق بوده است، فلذا در ارزش‌گذاری سقف ۲۰۰,۰۰۰ میلیون ریالی (درج شده در آخرین نسخه امینانه) ملاک این ارزش‌گذاری در نظر گرفته شده است.
- ❖ از مزایای این صندوق می‌توان به داشتن حق رأی در مجامع شرکت‌های پالایش نفت اصفهان (تعداد ۱۳ سهم - معادل ۲,۴۲ ریال - پالایش نفت بندعباس (تعداد ۲۶۶,۴۷۹ سهم - معادل ۲۶۶,۴۷۹ ریال) - پالایش نفت تبریز (تعداد ۲۸۷,۰۸۵ سهم - معادل ۳,۱۳ درصد) اشاره نمود. اما با توجه به سهم - معادل ۲.۷ درصد) - پالایش نفت تهران (تعداد سهم ۲۷۸,۹۳۶، ۱۸۵,۴۹۱ - معادل ۳,۰۳ درصد) - پالایش نفت تبریز (تعداد ۲۸۷,۰۸۵ سهم - معادل ۳,۱۳ درصد) اشاره نمود. اما با توجه به اینکه در گزارش ارزش‌گذاری پیش رو عمدتاً از مدل‌های مبتنی بر جریان‌های نقدی آتی استفاده شده است فلذا از اعمال تأثیر صرف مدیریتی هر سهم بر ارزش واحدهای ممتاز صندوق فوق‌الذکر صرف نظر شده است.

گزارش ارزشیابی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF)

❖ گزارش حاضر به‌منظور برآورد ارزش ذاتی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF) و به درخواست سازمان خصوصى سازى، به موجب قرارداد فیما بین به شماره ۰۳/۱۳۹۷/ق/۳ مورخ ۱۴۰۲/۰۶/۱۳ جهت فروش به خریداران بالقوه، تهیه و تدوین شده است. نظر به تفاوت دیدگاه در گروه‌های مختلف سرمایه‌گذار، باید توجه داشت که نتایج حاصل از این گزارش می‌تواند با اعمال مفروضات متفاوت توسط استفاده‌کنندگان مختلف و متناسب با اهداف آنها، با ارزش برآورده‌شده در گزارش تفاوت داشته باشد و مشاور (شرکت تأمین سرمایه امید) و کارشناس رسمی دادگستری در رشته بورس و اوراق بهادار) هیچگونه مسئولیتی به جهت قیمت توافقی خریدار/فروشنده نخواهد داشت. بنابراین این گزارش بنا به درخواست سازمان خصوصى سازى بوده و با هدف قیمت‌گذاری نهایی جهت معامله توسط خریداران احتمالی تهیه نشده است. در اینجا تأکید می‌شود که ارزش پیشنهادی برای واحدهای ممتاز صندوق نامبرده صرفاً ارزیابی مجریان طرح از واقع‌بینانه‌ترین ارزش منصفانه واحدها به‌عنوان قیمت پایه تعیین شده در راستای اهداف سازمان مذکور است. بدیهی است، قیمت نهایی هر سهم می‌تواند به تشخیص هیئت عالی واکذارى سازمان خصوصى سازى، با قیمت پیشنهادى متفاوت باشد.

ارزش برآوردی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم - مرداد ماه ۱۴۰۳

ماهیت مدل	سناریو	ارزش کل در هر مدل / روش (م.ریال)
تجزیل جریانات نقدی (DCF)	جریانات نقدی مادام العمر عایدات آتی	بانخ تجزیل ۲۳ درصد ۲,۶۰۸,۶۹۶
		بانخ تجزیل ۳۰ درصد ۲,۰۰۰,۰۰۰
		بانخ تجزیل ۳۶ درصد ۱,۶۶۶,۶۶۷
	با منافع مدیریتی ناشی از صندوق بخشی	۵,۰۷۹,۸۷۰
مبتنی بر خالص ارزش دارایی‌ها (NAV)	ارزش روز واحدهای ممتاز با فرض فروش به قیمت ابطال روز واحدهای عادى	۱۵,۶۴۲

گزارش ارزشیابی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF)

❖ جدول فوق خلاصه‌ای از ارزش برآوردی واحدهای ممتاز صندوق سرمایه‌گذاری پالایشی یکم (ETF) بر اساس مدل‌های ذکر شده است. پیشنهاد نهایی ارزش‌گذار، ستاریو شماره سوم (جریان‌های نقدی مادام‌العمر/عایدات آتی، فرض تغییر وضعیت به صندوق بخشی و نرخ تنزیل ۳۰ درصد - معادل ارزش کل به مبلغ ۵,۰۷۹,۸۷۰ میلیون ریال) است.

مشاور ارزشیابی - شرکت تامین سرمایه ایهید (سهامی عام)
مدیرعامل و عضو هیئت مدیره - سیلبر محسن موسوی

تأمین سرمایه ایهید (سهامی عام)
Capital Investment Bank



کارشناس رسمی دادگستری در رشته بورس و اوراق بهادار
داوود رزاقی



