

موسسه حسابرسی و خدمات مدیریت (حسابداران رسمی)

شرکت سبدگردان کاریزما (سهامی خاص)

گزارش حسابرس

به‌انضمام گزارش توجیهی افزایش واحدهای سرمایه‌گذاری

شماره ثبت نزد سازمان بورس: ۱۲۰۸۳
شناسه ملی: ۱۴۰۱۱۸۲۸۰۷۵

تاریخ: ۱۴۰۵/۰۷/۱۲
شماره: ۴۰۵-۴۸۹
پیوست:

پرداس
شرکت سرمایه‌گذاری عمرانی
(سهامی خاص)

جناب آقای دکتر طیبی

مدیریت محترم صندوق سرمایه گذاری املاک و مستغلات کاخ

موضوع: اعلام نظر در خصوص گزارش توجیهی افزایش سرمایه صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ

با سلام

احتراماً، عطف به نامه شماره ۱۴۰۵/۱۰۰۲/۲۲۲۲ مورخ ۱۴۰۵/۰۶/۳۱و گزارش توجیهی افزایش سرمایه صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ، گزارش مذکور و مفروضات مالی و اقتصادی مندرج در آن مورد بررسی قرار گرفت.

بر اساس بررسی‌های انجام شده، تحلیل‌های ارائه‌شده در خصوص وضعیت بازار املاک و مستغلات، روندهای تاریخی بازار، مفروضات پیش‌بینی و برآوردهای مالی صندوق، در مجموع با اهداف توسعه فعالیت‌های صندوق و افزایش ظرفیت سرمایه‌گذاری آن همسو بوده و افزایش سرمایه پیشنهادی از محل آورده نقدی سرمایه‌گذاران، در چارچوب مفروضات و سناریوهای مندرج در گزارش، از توجیه‌پذیری لازم برخوردار ارزیابی می‌گردد.

در عین حال، با توجه به ماهیت پیش‌بینی‌های مالی و تأثیرپذیری بازار املاک و مستغلات از متغیرهای اقتصادی، نرخ تورم، شرایط بازار سرمایه، مقررات حاکم و سایر عوامل برون‌زا، تحقق نتایج و برآوردهای ارائه‌شده منوط به تحقق مفروضات اساسی گزارش و شرایط حاکم بر بازار خواهد بود.

لذا این شرکت ضمن تأیید کلیات گزارش توجیهی افزایش سرمایه و موافقت با اجرای برنامه افزایش سرمایه پیشنهادی، پیشنهاد می نماید در مراحل اجرایی، آثار تغییرات احتمالی مفروضات کلیدی، وضعیت بازار و شرایط اقتصادی کشور به صورت مستمر مورد پایش و بازنگری قرار گیرد.

مراتب جهت استحضار و اتخاذ تصمیم مقتضی تقدیم می‌گردد.

با تقدیم احترام

مدیرعامل – داود مالکی

پرداس
شرکت سرمایه گذاری عمرانی
سهامی خاص

تهران، خیابان مطهری، خیابان میرعماد، کوچه هشتم، پلاک ۱۳، طبقه اول
کدپستی: ۱۵۸۷۸۱۶۷۱۳ تلفن تماس: ۰۲۱-۸۸۵۲۸۳۶۱ \ ۰۲۱-۸۸۵۴۶۳۷۲
www.pardas-cic.com Email: info@pardas-cic.com

شرکت سبدگردان کاریزما (سهامی خاص)

فهرست مندرجات

عنوان مطالب	شماره صفحه
گزارش حسابرس	(۱)
گزارش توجیهی افزایش تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ	۱ الی ۵۱

موسسه حسابرسی و خدمات مدیریت
داریاروش
(حسابداران رسمی)

شماره ثبت: ۲۵۸۰۴
تلفن: ۹۰ الی ۸۸۶۰۱۹۸۸
فکس: ۸۸۶۰۱۹۸۷
ملاصدرا، خیابان شیراز جنوبی، کوچه اتحاد
پلاک ۱۰، ط ۱ کدپستی: ۱۴۳۵۸۴۳۸۱۱
www.dariaravesh.com
office@dariaravesh.com

بنام خدا

گزارش حسابرس درباره گزارش توجیهی افزایش واحدهای سرمایه گذاری صندوق سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات کاخ به مدیریت شرکت سبدگردان کاریزما (سهامی خاص)

۱- گزارش توجیهی مورخ ۳۱ شهریورماه ۱۴۰۵ بابت افزایش واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ، به میزان ۱۰.۰۰۰ میلیارد ریال، مشتمل‌بر صورت‌های سود و زیان، وضعیت مالی و جریان‌های نقدی فرضی و یادداشت‌های همراه که پیوست می‌باشد، طبق استاندارد حسابرسی "رسیدگی‌به اطلاعات مالی‌آتی"، موردرسیدگی این‌مؤسسه قرار گرفته‌است. مسئولیت گزارش توجیهی مزبور و مفروضات مبنای تهیه آن، با هیئت‌مدیره شرکت است.

۲- گزارش مزبور دراجرای مقررات سازمان بورس و اوراق بهادار و باهدف توجیه افزایش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ از محل آورده نقدی تهیه شده‌است. این‌گزارش توجیهی، براساس مفروضاتی مشتمل‌بر مفروضات ذهنی درباره رویدادهای آتی و اقدامات مدیریت صندوق تهیه شده‌است که انتظار نمی‌رود لزوماً به‌وقوع بپیوندد. در نتیجه، به استفاده‌کنندگان توجه داده می‌شود که این‌گزارش توجیهی ممکن‌است برای هدفهایی جز هدف توصیف‌شده در بالا، مناسب نباشد.

۳- براساس رسیدگی‌به شواهد پشتوانه مفروضات و با فرض تحقق مفروضات توصیف‌شده در گزارش، این‌مؤسسه به موردی برخورد نکرده‌است که متقاعد شود مفروضات مزبور، مبنایی معقول برای تهیه گزارش توجیهی فراهم نمی‌کند. به‌علاوه، به‌نظر این‌مؤسسه، گزارش توجیهی یادشده، براساس مفروضات به‌گونه‌ای مناسب تهیه و طبق استانداردهای حسابداری، ارائه شده‌است.

٤- حتی اگر رویدادهای پیش‌بینی‌شده، طبق مفروضات ذهنی توصیف‌شده در بالا رخ دهد، نتایج واقعی احتمالاً متفاوت از پیش‌بینی‌ها خواهدبود، زیرا رویدادهای پیش‌بینی‌شده اغلب به‌گونه‌ای موردانتظار رخ نمی‌دهد و تفاوتهای حاصل می‌تواند بااهمیت باشد.

۲۵ مهر ماه ۱۴۰۵

مؤسسه حسابرسی و خدمات مدیریت داریاروش
(حسابداران رسمی)

سید علیرضا شیرازی — عضویت: ۸۱۰۰۳۲
محمد حاجی‌پور — عضویت: ۸۱۱۰۰۱

بسمه تعالی

گزارش توجیهی افزایش سرمایه صندوق سرمایه گذاری

املاک و مستغلات کاخ

تحت مدیریت

کاریزما

شرکت سبدگردان (سهامی خاص)

شهریورماه ۱۴۰۵

فهرست

مقدمه ۳

گزارش وضعیت بازار مسکن ۴

نمودارهای متوسط قیمت مسکن در تهران (۱۰ سال گذشته) ۷

تحلیل نمودار: رشد تجمعی متوسط قیمت مسکن (به میلیون ریال) ۸

رشد مسکن در بازه ۱۰ ساله ۸

روند رشد اجاره مسکن به ازای هر متر مربع در تهران (۱۳۹۳-۱۴۰۳) ۹

روند کلی اجاره ماهانه (خط سبز): ۹

نقاط کلیدی اجاره ماهانه: ۹

روند نرخ رشد سالانه (میله‌های خاکستری): ۱۰

تعداد پروانه‌های ساخت واحد مسکونی در کل کشور (۱۴۰۴-۱۳۹۴) ۱۰

درصد افزایش قیمت نهاده‌های ساختمانی (۱۴۰۴-۱۳۹۴) ۱۱

میانگین قیمت مسکن در کل کشور (۱۴۰۳-۱۳۹۳) ۱۲

نسبت P/R (قیمت به اجاره) مسکن (۱۴۰۳-۱۳۹۳) ۱۳

نتیجه‌گیری برای گزارش توجیهی تاسیس صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات ۱۴

بررسی شرایط املاک و زمین در چند سال گذشته و بازدهی آن‌ها ۱۵

پیش‌بینی قیمت ملک و زمین در ۵ سال آینده ۱۶

نتیجه‌گیری: نیاز سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در این حوزه ۱۶

افزایش سرمایه صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ ۱۷

وضعیت مالی صندوق سرمایه‌گذاری کاخ منتهی به ۱۴۰۵/۰۵/۳۱ (حسابرسی نشده) ۱۷

مفروضات در نظر گرفته شده برای براوردهای مالی تاسیس صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ ۲۰

صورت سود و زیان پیش بینی: ۲۴

صورت جریان وجوه نقد پیش‌بینی شده: ۳۰

ترازنامه پیش‌بینی شده برای پنج دوره آتی: ۳۶

محاسبه IRR و NPV: ۴۳

خالص ارزش دارایی های صندوق در پایان هر سال ۴۷

بیانیه سلب مسئولیت ۵۰

مقدمه

صندوق‌های املاک و مستغلات که در سطح بین‌المللی با نام اختصاری **REIT (Real Estate Investment Trust)** شناخته می‌شوند، نوعی **صندوق سرمایه گذاری** هستند که با هدف کسب بازدهی از رشد بازار مسکن طراحی شده‌اند. این صندوق‌ها بخش قابل‌توجهی از دارایی خود را صرف خرید املاک درآمدزا می‌کنند و از طریق **اجاره دادن این املاک یا فروش آنها در زمان مناسب، سودآوری دارند.**

بر اساس مقررات، **حداقل ۹۰ درصد از سود حاصل از این سرمایه‌گذاری‌ها (پس از کسر هزینه‌ها)** به صورت دوره‌ای (ماهیانه، فصلی یا سالانه) میان سرمایه‌گذاران توزیع می‌شود.

علاوه بر خرید و اجاره املاک، **صندوق‌های املاک و مستغلات می‌توانند بخشی از دارایی خود را در اوراق بهادار مرتبط با بازار مسکن**، مانند اوراق رهنی، اوراق اجاره یا سهام شرکت‌های ساختمانی پذیرفته‌شده در بورس سرمایه‌گذاری کنند. همچنین، برای مدیریت بهتر ریسک، این صندوق‌ها مجازند بخشی از دارایی‌های خود را در سپرده‌های بانکی یا گواهی‌های سپرده سرمایه‌گذاری نمایند.

این صندوق‌ها از نوع **صندوق‌های سرمایه‌گذاری محدود** به شمار می‌روند؛ به این معنی که صدور یا ابطال واحدهای آن‌ها صرفاً مطابق با شرایط خاص مندرج در امیدنامه و اساسنامه صندوق و با تصمیم مدیر صندوق انجام می‌شود.

بازار مسکن به‌عنوان بخشی عمده از اقتصاد، نقش مهمی در اقتصاد کشور دارد. مسکن یکی از مهم‌ترین دارایی‌های مقاوم و باارزش سرمایه‌گذاری برای خانوارها محسوب می‌شود.

مسکن در برابر تورم حساس است و در نتیجه نوسان‌های اقتصادی به شدت بر آن تأثیر می‌گذارد. پس با افزایش نااطمینانی در مورد نرخ تورم، تقاضا برای مسکن به‌عنوان کالای سرمایه‌ای افزایش می‌یابد. با توجه به ساختار اقتصاد کشور و نیز ویژگی مسکن به‌عنوان یک کالای سرمایه‌ای، قیمت مسکن همواره از نوسان‌ها و تحرک‌های مازاد نقدینگی در جامعه تأثیر می‌پذیرد و به‌صورت ادواری با افزایش جهش‌وار مواجه است.

این امر باعث کاهش شدید قدرت خرید اقشار فاقد مسکن شده است. علاوه بر خانوار، این بازار برای بنگاه‌های اقتصادی نیز جذابیت فراوانی دارد. در کشور ما، با توجه به فرهنگ و سبک زندگی، اهمیت این کالا دوچندان است؛ بنابراین تحولات بخش مسکن می‌تواند تأثیر معناداری بر سایر بخش‌های اقتصاد بگذارد. مطالعات بر اقتصاد کشورهای مختلف از وجود رابطه‌ای قوی بین متغیرهای کلان اقتصادی و متغیرهای بخش مسکن حکایت دارند. نزدیک به ۱۲۲ رشته فعالیت با این بخش در ارتباط بوده و نسبت به تأمین نهاده‌های تولید و پشتیبانی پس از تولید آن نقش دارند. لذا رونق یا رکود بازار مسکن تأثیر مهمی بر کل اقتصاد و صنایع وابسته بر جای می‌گذارد .

سرمایه‌گذاری در بخش مسکن و تعداد ساختمان‌های در حال ساخت از جمله مهم‌ترین شاخص‌های پیشرو برای پیش‌بینی رشد اقتصادی در آینده‌اند. افزایش فعالیت‌های ساختمانی رشد اقتصادی را به همراه خواهد داشت و رکود در این بخش می‌تواند یکی از عوامل یا نشانه‌های رکود اقتصادی باشد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات طبقه‌ای جدید از دارایی‌های مالی را برای سرمایه‌گذاران بازار سرمایه فراهم می‌کنند که روند آن مستقل از روند شاخص بورس یا شاخص بازار بدهی و عمدتاً وابسته به ارزش بازار املاک و مستغلات است. دولت‌های توسعه‌یافته به‌خاطر مزایایی که این صندوق‌ها برای اقتصاد کلان و جامعه دارند، نسبت به اعطای معافیت‌های مالیاتی به این صندوق‌ها اهتمام داشته‌اند:

این صندوق‌ها با جمع‌آوری سرمایه‌های خرد، تقاضای قابل‌توجهی برای تولیدات سمت عرضه (شرکت‌های ساختمانی و انبوه‌ساز) تحریک می‌کنند. رونق صنعت ساخت‌وساز نیز با توجه به اثرات زنجیره‌ای پیشین و پسین، بیشترین تحرک‌بخشی را به سایر بخش‌های اقتصادی از قبیل صنایع فلزات، صنعت سیمان و صنایع تجهیزات داشته و ایجاد اشتغال و رونق اقتصادی درون‌زا را به همراه دارد.

فعالیت مجموعه‌ای از این صندوق‌ها، شاخص بازاری قابل‌اتکایی برای بازارهای مستغلات در کاربری‌های مسکونی، تجاری، اداری و غیره فراهم خواهد کرد؛ بازار مستغلات شفاف‌تر شده و قدرت قیمت‌سازی گروه‌های ذی‌نفوذ کاهش می‌یابد.

از منظر اقتصاد کلان، بدیهی است املاک و مستغلات کالایی بااهمیت است که به‌دلیل تجارت‌ناپذیر بودن، برای حفظ تعادل در بازار باید از مازاد عرضه نسبت به تقاضا برخوردار باشد؛ صندوق‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات با کمک به تعادل عرضه و تقاضا از تلاطم‌های بازار می‌کاهند.

همچنین مزایای متعددی برای سرمایه‌گذاران در این صندوق‌ها فراهم آمده است:

- سرمایه‌گذاری در این صندوق‌ها، مصونیت در مقابل تورم مسکن برای سرمایه‌گذاران خرد فراهم می‌کند.
- مواهب نقدشوندگی بازار سرمایه را برای سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات فراهم می‌کنند.
- سرمایه‌گذاران از مزایای معافیت مالیاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری بورسی بهره‌مند می‌شوند.

گزارش وضعیت بازار مسکن

عدم انتشار آمار مشخص و منظم از املاک تجاری و اداری

عموما در بازار املاک و مستغلات ایران شاهد ۴ دسته مشخص برای سرمایه گذاری یا استفاده هستیم:

- املاک مسکونی
- املاک تجاری
- املاک اداری
- زمین

یکی از مهمترین موضوعاتی که در تحلیل بازار مسکن چالش برانگیز است، وجود داده‌های منظم و قابل اتکا می باشد.

- تقریبا می توان گفت دسته املاک تجاری و اداری دارای داده های با تواتر منظم نیستند و هیچکدام از مراکز بانک مرکزی، وزارت مسکن و شهرسازی و مرکز آمار داده مشخصی را از این دسته منتشر نمیکنند.
- بانک مرکزی شاخص قیمت زمین خود را با یک فاصله زمانی یکساله گاها به روز میکند و میتوان گفت تاحدی میتوان از دادههای تاریخی آن استفاده کرد.

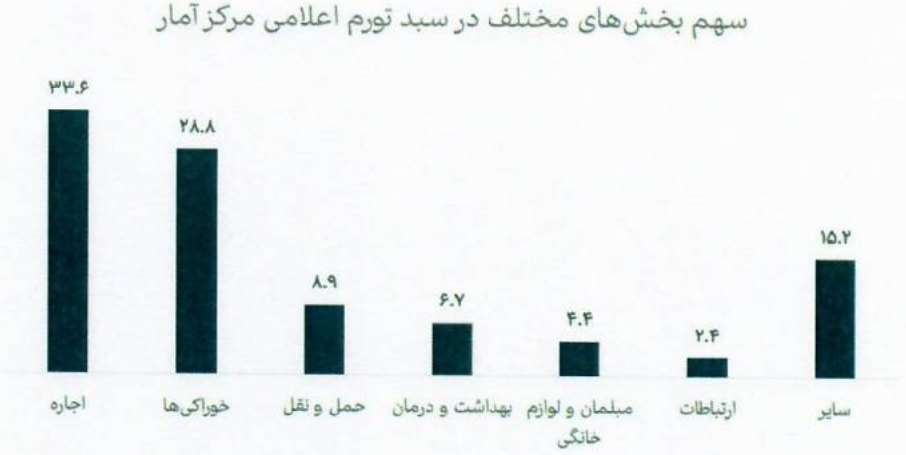
گزارش تحولات بازار مسکن شهر تهران، از مردادماه ۱۴۰۳ به دلیل نامشخصی منتشر نشده است و حتی مرکز آمار هم گزارشی بابت این موضوعات ندارد.

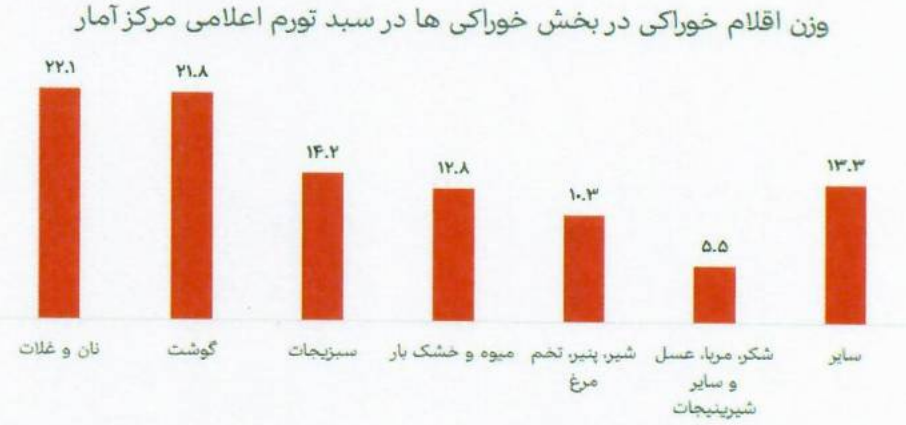
- با این حال تنها دسترسی ما به شاخص اجاره، استفاده از آمار تورم اجاره مرکز امار برای ادامه سال ۱۴۰۳ و ۱۴۰۴ می باشد.
- استفاده تجمیعی از داده های بانک مرکزی و مرکز آمار برای سنجش وضعیت شاخص اجاره در ۱۵ سال اخیر
- با توجه به اینکه داده متقنی از وضعیت املاک اداری نداریم با فرض همبستگی بلندمدت املاک اداری و مسکونی در نرخ اجاره، از داده املاک مسکونی برای این بخش استفاده شده است.

وزن 34 درصدی اجاره در سبد تورمی اعلامی مرکز آمار

- بخش " مسکن، آب، برق، گاز و سایر سوختها " در سبد تورمی اعلامی مرکز آمار حدود ۳۶.۱۱ درصد وزن دارد.
- طبق اعلام مرکز آمار از ۳۶.۱۱ درصد ۳۳.۹۶ درصد مربوط به بخش مسکن و مابقی آب، برق و سوخت است.
- از ۳۳.۹۶ درصد بخش مسکن نیز، ۳۳.۶۶ درصد برای اجاره و ۰.۳۶ درصد برای موضوع خدماتی ساختمان مانند خدمات و نگهداری است.
- میتوان با این احتساب گفت از هر نرخ تورمی که به صورت نقطه به نقطه یا حتی سالانه توسط مرکز آمار منتشر می شود در حدود ۳۴ درصد آن مربوط به موضوع اجاره بها است و قیمت ملک به طور مستقیم در سبد تورمی اعلامی اثر ندارد.

احتمالا بتوان با اتکای بالایی گفت نرخ اجاره بها همواره بعد از تغییرا قیمت ملک خود را تنظیم میکند. موضوعاتی شبیه چسبندگی نرخ اجاره، قراردادهای یکساله اجاره و تورم اعلامی توسط مراکز رسمی در تغییرات بر این رخداد اثرگذار هستند.

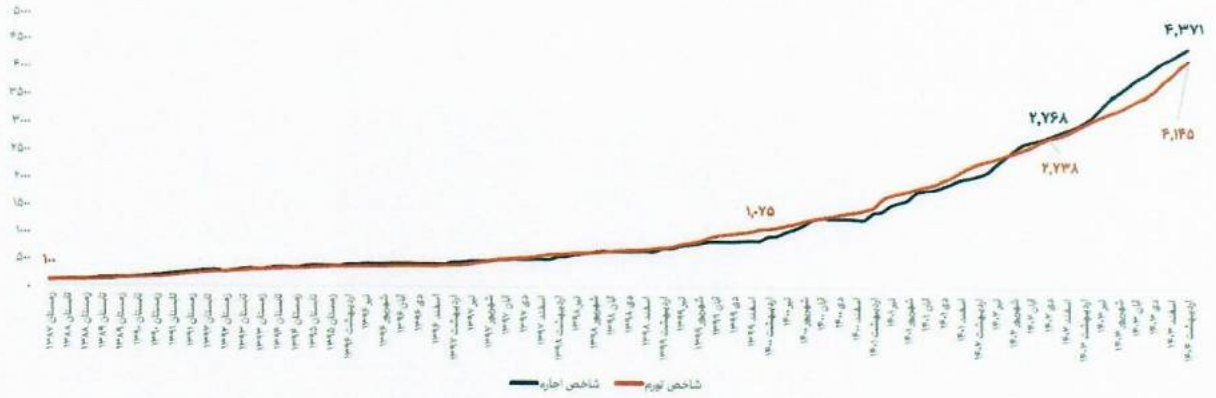




رشد کمتر شاخص تورم از اجاره در ۵ سال اخیر بابت یارانه های انرژی و غذایی (عمدتا ارز ترجیحی)

با شروع از عدد ۱۰۰ واحد در انتهای سال ۱۳۸۷، اقدام به ایجاد یک شاخص اجاره بهای هر واحد مسکونی در کل کشور کرده ایم.

- برای شاخص تورم و شاخص اجاره از دادههای بانک مرکزی و مرکز آمار استفاده شده است.(اعداد تورم نقطه به نقطه است.)
- به دلیل محدودیت داده، دوره زمانی حد فاصل سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ به صورت فصلی و از ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۴ به صورت ماهانه است.
- تصویر زیر رفتار بلندمدت این دو شاخص نسبت به یک دیگر است. همانگونه که مشخص است در ۵ سال اخیر عمدتا بابت جاماندگی تورم گروه غذایی (ارز ترجیحی ۴۲۰۰ و ۲۸۵۰۰ ریالی)، جاماندگی تورم حمل و نقل (یارانه سوخت بنزین و گازوئیل) و جاماندگی گروه بهداشت و درمان (ارز ترجیحی) از تورم واقعی خود است. این سه گروه در مجموع حدودا ۴۵ درصد در سبد تورمی اعلامی بانک مرکزی وزن دارند.



احتمالا در بلندمدت تورم اجاره و تورم مصرف کننده همگراتر هستند.

جدول زیر میانگین مربع اختلاف بین رشد تورم اجاره و شاخص تورم مصرف کننده در بازه های زمانی ۱ تا ۵ سال است.

همانگونه که مشخص است با بزرگتر کردن بازه زمانی میتوان گفت احتمالا تورم اجاره و شاخص تورم مصرف کننده بیشتر همگرا می شوند و فاصله نسبی نسبت به یکدیگر را جبران میکنند. البته در چند سال اخیر بابت ارز ترجیحی و یارانه انرژی این فاصله کمتر همگرا میشود.

در واقع در صورتی که بخواهیم شاخص اجاره ایجاد کنیم با بیشتر کردن بازه زمانی میتوان از شاخص تورم مصرف کننده نیز استفاده کرد. اعداد محاسبه شده به صورت بازه های زمانی مستمر و پشت سرهم هستند. به طور مثال بازه زمانی ۲ ساله یعنی از سال ۱۳۸۸ تا ۱۴۰۴ هر ماه را که انتخاب کنیم بازه زمانی مدنظر ۲۴ ماه آتی خواهد بود.

بازه زمانی	میانگین تفاوت بازدهی در بازه زمانی
سالانه	%۱.۳
دو ساله	%۱.۱
سه ساله	%۱.۲
چهار ساله	%۱
پنج ساله	%۰.۹

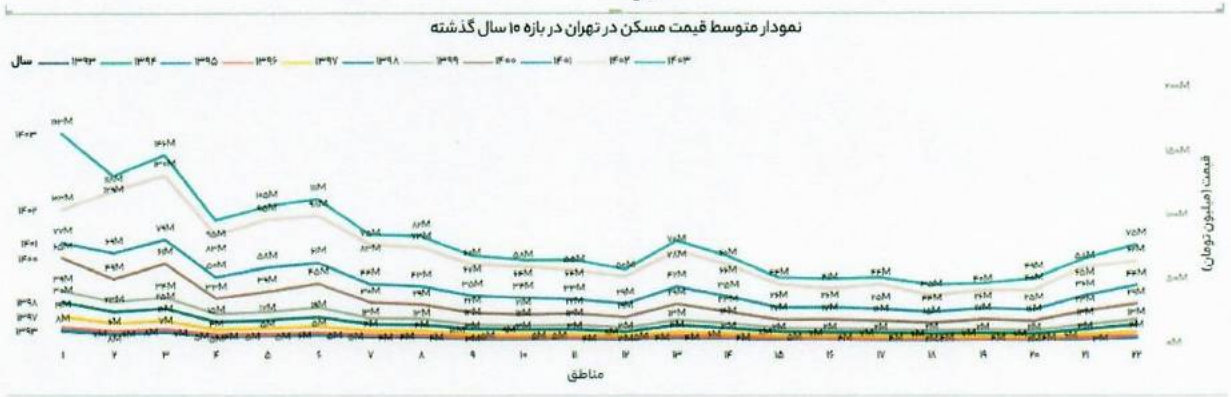
نمودارهای متوسط قیمت مسکن در تهران (۱۰ سال گذشته)

این دو نمودار، روند متوسط قیمت مسکن در تهران را طی ۱۰ سال اخیر (از حدود سال ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۳) به تصویر می‌کشند. نمودار بالا یک خط صعودی کلی نشان‌دهنده رشد تجمعی ارزش املاک است، در حالی که نمودار پایین نوسانات سالانه یا ماهانه را در قالب خطوط رنگی متعدد (احتمالاً نمایانگر مناطق مختلف تهران) به نمایش می‌گذارد. در ادامه، تحلیل مختصری از هر بخش ارائه می‌شود:

تحلیل نمودار: رشد تجمعی متوسط قیمت مسکن (به میلیون ریال)

- **روند کلی** :خط آبی نشان‌دهنده رشد پایدار و صعودی قیمت‌ها از حدود ۵ میلیون ریال در سال ۱۳۹۳ به بیش از ۴۵ میلیون ریال در سال ۱۴۰۳ است. این افزایش حدود ۹ برابری، عمدتاً ناشی از تورم مزمن اقتصاد ایران، افزایش تقاضای مسکن به دلیل رشد جمعیت شهری و مهاجرت به تهران، و سیاست‌های محدودکننده عرضه زمین و ساخت‌وساز است.
- **نقاط کلیدی** :شتاب رشد از سال ۱۳۹۸ به بعد (پس از جهش ارزی و تورم بالا) مشهود است، جایی که منحنی شیب تندتری پیدا می‌کند. این الگو برای صندوق املاک و مستغلات، پتانسیل سودآوری بلندمدت را برجسته می‌سازد، اما ریسک‌های تورمی و نوسانات ارزی را نیز یادآوری می‌کند. سرمایه‌گذاران می‌توانند از این رشد برای پیش‌بینی بازده سالانه حدود ٪۳۰-۲۵ استفاده کنند، مشروط به مدیریت ریسک‌های بازار.





رشد مسکن در بازه ۱۰ ساله

این نمودار به‌صورت میله‌ای، درصد رشد سالانه قیمت مسکن را طی بازه‌ای ۱۰ ساله (۱۳۹۳ تا ۱۴۰۳) نشان می‌دهد. تحلیل زیر بر اساس الگوی بصری ارائه شده است:

- **روند کلی** :درصد رشد سالانه نوسان قابل‌توجهی دارد، با میانگین تقریبی بین ۱۰ تا ۳۰ درصد. اوج رشد در سال‌هایی مانند ۱۳۹۹ و ۱۴۰۳ (حدود ۳۵-۳۰ درصد) مشاهده می‌شود، در حالی که برخی سال‌ها (مانند ۱۳۹۶ و ۱۴۰۱) رشد کمتری (حدود ۱۵-۱۰ درصد) ثبت شده است.

این الگو نشان می‌دهد که صندوق املاک و مستغلات می‌تواند بازده سالانه قابل‌توجهی (متوسط ۲۵-۲۰ درصد) ارائه دهد، اما نوسانات بالا ریسک‌هایی مثل رکودهای مقطعی را گوشزد می‌کند. پیشنهاد می‌شود صندوق با تمرکز بر املاک تجاری یا مناطق با ثبات‌تر، ریسک را تعدیل کند و برای سال‌های پرنوسان، استراتژی هجینگ تورمی در نظر بگیرد. این داده‌ها پتانسیل سودآوری بلندمدت را تأیید می‌کنند، مشروط به مدیریت هوشمندانه ریسک‌ها.



روند رشد اجاره مسکن به ازای هر متر مربع در تهران (۱۴۰۳-۱۳۹۳)

این نمودار ترکیبی (خطی-میله‌ای) روند اجاره ماهانه مسکن به ازای هر متر مربع را در تهران طی ۱۰ سال اخیر نشان می‌دهد. محور عمودی سمت چپ (سبز) اجاره ماهانه را به میلیون ریال، و محور سمت راست (آبی) نرخ رشد سالانه را به درصد اندازه‌گیری می‌کند. محور افقی سال‌های شمسی از ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۳ است. بر اساس داده‌های بصری و آمار رسمی (مانند گزارش‌های وزارت راه و شهرسازی و مرکز آمار ایران)، تحلیل زیر ارائه می‌شود:

روند کلی اجاره ماهانه (خط سبز) :

اجاره از حدود ۰.۵ میلیون ریال در سال ۱۳۹۳ شروع شده و با رشد تدریجی تا حدود ۱.۵ میلیون ریال در سال ۱۴۰۳ رسیده است. این افزایش حدود ۲۰۰ درصدی، عمدتاً ناشی از تورم مزمن (میانگین ٪۴۰-۳۰ سالانه) و افزایش تقاضای اجاره به دلیل مهاجرت و کمبود عرضه مسکن است. شتاب رشد از سال ۱۳۹۸ (پس از جهش ارزی) مشهود است، جایی که منحنی شیب تندتری پیدا می‌کند.

نقاط کلیدی اجاره ماهانه :

- سال‌های اولیه (۱۳۹۶-۱۳۹۴): رشد ملایم (حدود ٪۱۵-۱۰)، همخوان با ثبات نسبی اقتصادی.
- سال ۱۳۹۹: جهش به حدود ۱ میلیون ریال، تحت تأثیر همه‌گیری کرونا و افزایش رهن / اجاره به عنوان هجینگ تورمی.
- سال‌های اخیر (۱۴۰۳-۱۴۰۲): تثبیت در ۱.۵-۱.۲ میلیون ریال، با سقف قانونی ٪۲۵ رشد سالانه در ۱۴۰۴ (مطابق مصوبه شورای مسکن تهران). این الگو با گزارش‌های اخیر همخوانی دارد، جایی که اجاره متوسط در مرداد ۱۴۰۴ حدود ٪۱۵ نسبت به سال قبل افزایش یافته است.

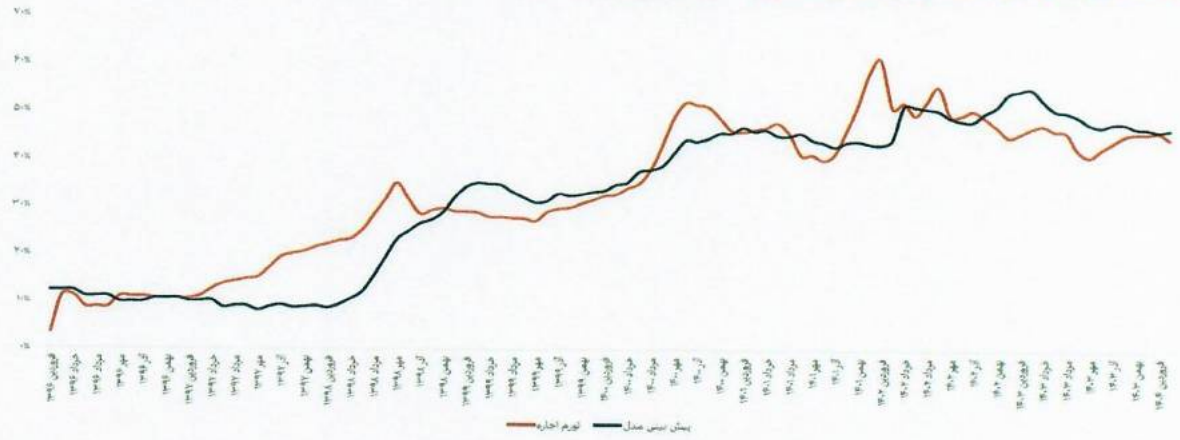
روند نرخ رشد سالانه (میله‌های خاکستری) :

نوسان بین ٪۲۵-۵، با میانگین حدود ٪۲۰-۱۵. اوج در سال‌های ۱۳۹۹ (حدود ٪۲۵) و ۱۴۰۳ (حدود ٪۲۰)، و افت در ۱۳۹۷-۱۳۹۶ (کمتر از ٪۱۰) به دلیل رکود بازار. این نوسانات نشان‌دهنده تأثیر عوامل خارجی مانند تحریم‌ها و سیاست‌های کنترلی دولت است.

بازار اجاره تهران ثبات نسبی و پتانسیل بازده سالانه ٪۲۵-۱۵ را ارائه می‌دهد، که برای صندوق املاک و مستغلات جذاب است (به ویژه املاک اجاره‌ای بلندمدت). با این حال، ریسک‌های تورمی و سقف‌های قانونی (مانند ٪۲۵ در ۱۴۰۳) نیازمند استراتژی‌های تنوع‌بخشی (مثل ترکیب با املاک تجاری) و هجینگ است. این داده‌ها بر اساس آمار رسمی مرکز آمار ایران و وزارت راه تخمین زده شده و برای پیش‌بینی، مدل‌سازی تورمی توصیه می‌شود.



نمودار پیش بینی مدل و واقعیت رخ داده برای تورم اجاره



چنانچه در نمودار فوق نیز مشاهده می‌شود، در بلند مدت نرخ اجاره بها روندی مشابه روند تورم سالانه دارد و به آن همگرا می‌شود. همچنین این موضوع در بخش قیمت مسکن نیز صادق بوده است و قیمت مسکن در بلند مدت با توجه به تورم رشد می‌نماید.

تعداد پروانه‌های ساخت واحد مسکونی در کل کشور (۱۴۰۴-۱۳۹۴)

این نمودار به‌صورت میله‌ای، تعداد پروانه‌های ساختمانی صادره برای واحدهای مسکونی را در سطح کشور طی بازه ۱۰ ساله (از ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۳) نشان می‌دهد. محور عمودی تعداد را به هزار واحد اندازه‌گیری می‌کند و محور افقی سال‌های شمسی است. بر

اساس الگوی بصری و آمار رسمی مرکز آمار ایران، روند کلی نوسانی با تمرکز بر ثبات یا رشد ملایم در سال‌های اخیر است. تحلیل زیر بر پایه داده‌های استخراج‌شده از گزارش‌های معتبر ارائه می‌شود:

- **روند کلی** :تعداد پروانه‌ها از حدود ۳۰۰ هزار واحد در سال ۱۳۹۳ شروع شده و با نوساناتی (افت در ۱۳۹۷-۱۳۹۶ به حدود ۲۵۰ هزار و جهش در ۱۳۹۹ به ۳۵۰ هزار) تا حدود ۵۰۰ هزار واحد در سال ۱۴۰۳ رسیده است. میانگین سالانه حدود ۴۰۰-۳۵۰ هزار واحد است، که نشان‌دهنده بهبود عرضه مسکن پس از رکود تورمی است. این رشد کلی (حدود ٪۶۰ در ۱۰ سال) ناشی از سیاست‌های حمایتی مانند طرح نهضت ملی مسکن و افزایش تقاضای انباشته است.
- **نقاط کلیدی** :
  - **سال‌های اولیه(۱۳۹۷-۱۳۹۳)** : ثبات نسبی در ۳۰۰-۲۵۰ هزار واحد، تحت تأثیر رکود اقتصادی و تحریم‌ها که هزینه مصالح را افزایش داد و صدور پروانه را کند کرد.
  - **سال ۱۳۹۹:** جهش به حدود ۳۵۰ هزار واحد، همخوان با گزارش مرکز آمار که ۱۳۸ هزار پروانه در سال ۱۴۰۰ (شامل واحدهای مسکونی) ثبت کرده، اما برای کل کشور بالاتر تخمین زده می‌شود.
  - **سال‌های اخیر (۱۴۰۳-۱۴۰۰) :** رشد قابل‌توجه به ۴۸۸ هزار واحد در ۱۴۰۲ (٪۱۳ افزایش نسبت به سال قبل) و ۵۰۸ هزار در ۱۴۰۳ (٪۹.۴ رشد)، با تمرکز بر واحدهای حمایتی. در زمستان ۱۴۰۳، ۱۶۴ هزار واحد پیش‌بینی‌شده (٪۷.۳ رشد سالانه) ثبت شد.

این نمودار پتانسیل افزایش عرضه مسکن را برجسته می‌کند، که می‌تواند فشار تورمی بر قیمت‌ها را تعدیل کند و برای صندوق املاک و مستغلات فرصت‌های سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید ایجاد نماید (بازده احتمالی ٪۲۰-۱۵ از رشد زیربنا). با این حال، نوسانات (مانند افت‌های رکودی) ریسک تأخیر در اجرا را نشان می‌دهد؛ بنابراین، تمرکز بر مناطق با صدور پروانه بالا (مانند تهران با ۵۸ هزار واحد در ۱۴۰۳) و هجینگ ریسک‌های اقتصادی توصیه می‌شود. داده‌ها بر اساس گزارش‌های مرکز آمار ایران و وزارت راه تخمین زده شده و برای پیش‌بینی دقیق‌تر، نظارت فصلی ضروری است.



درصد افزایش قیمت نهاده‌های ساختمانی (۱۴۰۴-۱۳۹۴)

این نمودار خطی، روند درصد افزایش سالانه (یا فصلی) قیمت نهاده‌های ساختمانی (مانند مصالح، سیمان، فولاد و دستمزد) را در ایران طی بازه ۱۰ ساله (از ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۳) نشان می‌دهد. محور عمودی درصد افزایش را تا حدود ٪۵۰ اندازه‌گیری می‌کند و محور افقی سال‌های شمسی است. بر اساس الگوی بصری (با افت اولیه، صعود به قله در حدود ۱۳۹۹-۱۳۹۸، ثبات و سپس افت و صعود مجدد) و داده‌های رسمی مرکز آمار ایران، تحلیل زیر ارائه می‌شود:

- **روند کلی** :درصد افزایش از حدود ٪۱۵-۱۰ در سال‌های اولیه (۱۳۹۶-۱۳۹۳) شروع شده، با افت ملایم به زیر ٪۱۰ در ۱۳۹۷ (نقطه پایین‌ترین سطح)، سپس جهش شدید به بیش از ٪۴۰ در ۱۴۰۰-۱۳۹۸، ثبات در ٪۳۰-۲۰ طی ۱۴۰۰-۱۴۰۱، افت به حدود ٪۱۵ در ۱۴۰۲ و صعود مجدد به حدود ٪۵۰-۴۰ در ۱۴۰۳. میانگین سالانه حدود ٪۳۰-۲۵ است، که نشان‌دهنده تأثیر تورم کلی اقتصاد (بالای ٪۴۰ در سال‌های اخیر) و نوسانات ارزی بر هزینه‌های ساخت است. رشد تجمعی بیش از ٪۵۰۰ در ۱۰ سال، هزینه ساخت هر متر مربع را از حدود ۵ میلیون ریال در ۱۳۹۳ به بیش از ۳۰ میلیون ریال در ۱۴۰۳ رسانده است.
- **نقاط کلیدی** :
  - **سال‌های اولیه (۱۳۹۷-۱۳۹۳)** : روند کاهشی (از ٪۴۷.۵ در ۱۳۹۱ به کمتر از ٪۱۰ در ۱۳۹۷)، ناشی از رکود اقتصادی و کنترل تورم نسبی، که منجر به کاهش تقاضای ساخت شد.
  - **جهش ۱۴۰۰-۱۳۹۹** :اوج به حدود ٪۱۰۰-۴۰ (به ویژه در کل کشور ٪۱۰۱ در پاییز ۱۴۰۰)، تحت تأثیر تحریم‌ها، جهش دلار و افزایش جهانی قیمت انرژی و فلزات.
  - **سال‌های میانی (۱۴۰۲-۱۴۰۱)** : ثبات در ٪۳۸-۳۰ (مثلاً ٪۳۷.۹ نقطه به نقطه در زمستان ۱۴۰۳)، با رکود ساختمانی اما فشار تورمی مداوم.
  - **سال ۱۴۰۳** :صعود به ٪۴۹.۷ نقطه به نقطه در بهار (٪۲۲.۳ فصلی) و ٪۳۷.۲ سالانه، که ۷.۲ واحد درصد بیشتر از سال قبل است و نشان‌دهنده تشدید تورم است.

این الگو ریسک تورمی بالا را برای صندوق املاک و مستغلات برجسته می‌کند، جایی که افزایش هزینه نهاده‌ها می‌تواند حاشیه سود پروژه‌های ساخت را فشرده کند (تا ٪۳۰-۲۰ افزایش هزینه). با این حال، انتقال این تورم به قیمت فروش املاک، پتانسیل بازده ۲۵-٪۳۵ را حفظ می‌کند. پیشنهاد می‌شود صندوق بر قراردادهای بلندمدت مصالح، تنوع در تامین‌کنندگان و تمرکز بر بازسازی (کمتر وابسته به نهاده‌های جدید) تأکید کند. داده‌ها بر اساس گزارش‌های مرکز آمار ایران تخمین زده شده و برای مدیریت ریسک، سناریوهای تورمی ٪۵۰-۳۰ در سال‌های آتی توصیه می‌شود.



میانگین قیمت مسکن در کل کشور (۱۴۰۳-۱۳۹۳)

این نمودار خطی، روند میانگین قیمت مسکن (احتمالاً به ازای هر متر مربع، به واحدهای میلیون یا میلیارد ریال) را در سطح کل کشور طی بازه ۱۰ ساله (از ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۳) نشان می‌دهد. محور عمودی مقیاس لگاریتمی (log scale) دارد که رشد نمایی را به‌خوبی برجسته می‌کند، و محور افقی سال‌های شمسی است. بر اساس الگوی بصری (شروع از نزدیک صفر، رشد تدریجی تا ۱۳۹۸ و شتاب شدید پس از آن) و داده‌های رسمی مرکز آمار ایران، تحلیل زیر ارائه می‌شود:

- **روند کلی** :قیمت از حدود ۲-۱ میلیون ریال در سال ۱۳۹۳ شروع شده و با رشد نمایی تا بیش از ۶۰-۵۰ میلیون ریال در سال ۱۴۰۳ رسیده است. این افزایش بیش از ۳۰ برابری، عمدتاً ناشی از تورم مزمن (میانگین ٪۴۰-۳۰ سالانه)، جهش ارزی و تقاضای انباشته برای مسکن به عنوان پناهگاه سرمایه است. شتاب رشد از سال ۱۳۹۸ (پس از تحریم‌های شدید و جهش دلار) مشهود است، جایی که منحنی شیب تندتری پیدا می‌کند و بازده تجمعی حدود ٪۳۰۰۰ در ۱۰ سال را نشان می‌دهد.

- **نقاط کلیدی** :

  - **سال‌های اولیه (۱۳۹۷-۱۳۹۳)** : رشد ملایم (٪۱۰-۵ سالانه)، همخوان با ثبات نسبی اقتصادی و رکود ساختمانی، جایی که میانگین قیمت حدود ۵-۲ میلیون ریال بود. افت جزئی در ۱۳۹۷ (کمتر از ٪۱) به دلیل رکود تقاضا ثبت شده است.

  - **سال ۱۴۰۱-۱۳۹۹** :جهش به ۳۰-۱۰ میلیون ریال، تحت تأثیر تورم بالای ٪۴۰ و افزایش ٪۴۴.۷ در نیمه دوم ۱۳۹۹. در ۱۴۰۱، میانگین به حدود ۳۰ میلیون ریال رسید، که نشان‌دهنده انتقال تورم از بازارهای موازی (ارز و طلا) به مسکن است.

- این نمودار پتانسیل سودآوری بلندمدت بازار مسکن کل کشور را (با بازده سالانه ٪۳۵-۲۵) تأیید می‌کند، به ویژه برای صندوق املاک و مستغلات که می‌تواند از رشد نمایی بهره ببرد. با این حال، شکاف عمیق بین درآمد خانوار PPP از ۱۰۷۰۰ در ۱۳۹۵ به ۹۰۰۰۰ در ۱۴۰۳و قیمت‌ها، ریسک رکود تقاضا را افزایش می‌دهد. پیشنهاد می‌شود صندوق بر تنوع جغرافیایی (تمرکز بر استان‌های پررشد مانند تهران) و هجینگ تورمی (مانند اوراق تسهیلات مسکن) تأکید کند. داده‌ها بر اساس گزارش‌های مرکز آمار ایران و کارشناسان بازار تخمین زده شده و برای پیش‌بینی ۱۴۰۴، سناریوهای تورمی ۲۰- ٪۴۰ توصیه می‌شود.



نسبت P/R (قیمت به اجاره) مسکن (۱۴۰۳-۱۳۹۳)

این نمودار ترکیبی (میله‌ای-خطی) نسبت P/R مسکن (قیمت خرید به اجاره سالانه) را در تهران یا کل کشور طی ۱۰ سال اخیر نشان می‌دهد. میله‌های سبز احتمالاً P/R اسمی (قیمت اسمی به اجاره) و میله‌های آبی P/R تعدیل‌شده (با تورم یا واقعی) را نمایان می‌کنند، در حالی که خط آبی روند کلی را ترسیم می‌کند. محور عمودی نسبت را تا حدود ۴۰-۳۰ واحد اندازه‌گیری می‌کند و محور

افقی سال‌های شمسی است. بر اساس الگوی بصری (ثبات اولیه، جهش از ۱۳۹۸ و اوج در ۱۴۰۳) و داده‌های رسمی مرکز آمار ایران و گزارش‌های اقتصادی، تحلیل زیر ارائه می‌شود:

- **روند کلی** :نسبت P/R از حدود ۱۸-۱۵ در سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۹۴ (ثبات پس از برجام) شروع شده و با جهش به بیش از ۳۰-۲۵ در سال‌های ۱۴۰۳-۱۳۹۹ رسیده است. این افزایش ۱۰۰-۵۰ درصدی، نشان‌دهنده حباب قیمتی مسکن است، جایی که قیمت خرید (P) سریع‌تر از اجاره (R) رشد کرده و بازار را از تعادل خارج کرده. میانگین بلندمدت در تهران حدود ۱۴-۱۳ در دوره‌های رکود و تا ۳۰-۲۵ در رونق تورمی است، که الگوی فعلی (حدود ۲۹ در ۱۴۰۳-۱۴۰۲) حباب حداکثری را تأیید می‌کند.
- **نقاط کلیدی** :
  - **سال‌های اولیه (۱۳۹۷-۱۳۹۳)** : ثبات در ۱۸-۱۵، همخوان با آرامش اقتصادی پس از برجام و رشد متعادل اجاره (٪۱۵-۱۰ سالانه)، که P/R را در محدوده متعارف نگه داشت.
  - **سال ۱۴۰۱-۱۳۹۹** :جهش به ۲۵-۲۰، تحت تأثیر تورم ٪۴۰+ و جهش ارزی، جایی که قیمت‌ها ٪۵۰-۳۰ افزایش یافت اما اجاره با سقف قانونی (٪۲۵) محدود شد. در زمستان ۱۴۰۰، P/Rبه ۲۹ رسید و برای دومین فصل ثابت ماند.
  - **سال‌های اخیر (۱۴۰۳-۱۴۰۲)** اوج به ۳۵-۳۰، با افت جزئی معاملات (فقط ۴۰۰۰ معامله در بهار ۱۴۰۳) و رکود عمیق، که حباب را برجسته می‌کند. پیش‌بینی برای ۱۴۰۴: در سناریوی تورمی (٪۵۰-۳۰ رشد قیمت)، P/Rبه ۳۵+ می‌رسد، اما در ثبات (سناریوی برجام‌مانند)، به ۲۵-۲۰ بازمی‌گردد.

نتیجه‌گیری برای گزارش توجیهی تاسیس صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات

نسبت P/R بالای ۳۰-۲۵ ریسک حباب قیمتی را برای صندوق املاک و مستغلات افزایش می‌دهد، که می‌تواند منجر به اصلاح ۲۰- ٪۳۰ قیمت‌ها در رکود شود، اما پتانسیل بازده از اجاره (٪۲۰-۱۵ سالانه) را حفظ می‌کند. پیشنهاد می‌شود صندوق بر املاک با P/R پایین‌تر (زیر ۲۰، مانند اجاره‌ای بلندمدت) تمرکز کند و برای هجینگ، از اوراق مسکن یا تنوع با دارایی‌های تورمی استفاده نماید. داده‌ها بر اساس گزارش‌های مرکز آمار و کارشناسان بازار (مانند دنیای اقتصاد) تخمین زده شده و برای ۱۴۰۴، نظارت بر سناریوهای سیاسی (تحریم‌ها و تورم ٪۴۰-۲۰) ضروری است.



صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله (ETF) در حوزه املاک و مستغلات، ابزاری نوین برای سرمایه‌گذاران هستند که امکان دسترسی آسان به بازار را بدون نیاز به خرید مستقیم املاک فراهم می‌کنند. این صندوق‌ها با سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ملکی مانند زمین، ساختمان‌های مسکونی و تجاری، بازدهی مناسبی را از طریق اجاره، افزایش ارزش دارایی و توزیع سود ارائه می‌دهند. در ایران، با توجه به شرایط اقتصادی فعلی، شامل تورم بالا و نوسانات ارزی، سرمایه‌گذاری در املاک همواره به عنوان یک پناهگاه امن در نظر گرفته شده است. صندوق ETF املاک و مستغلات که به زودی در بورس تهران معامله خواهد شد، فرصتی برای سرمایه‌گذاران خرد و کلان فراهم می‌کند تا بدون پیچیدگی‌های خرید مستقیم ملک، از مزایای این بازار بهره‌مند شوند. این گزارش با بررسی روند گذشته بازار املاک، بازدهی آن و پیش‌بینی‌های آینده، توجیه‌پذیری خرید واحدهای این صندوق را برای سرمایه‌گذاران برجسته می‌سازد.

بررسی شرایط املاک و زمین در چند سال گذشته و بازدهی آن‌ها

در سال‌های اخیر، بازار املاک و مستغلات ایران تحت تأثیر عوامل مختلفی مانند تورم بالا، نوسانات نرخ ارز و تقاضای سرمایه‌گذاری قرار گرفته است. از سال ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۴، قیمت املاک به طور قابل توجهی افزایش یافته که این امر بازدهی بالایی برای سرمایه‌گذاران به همراه داشته است.

بر اساس داده‌های موجود، قیمت مسکن در تهران از اسفند ۱۳۹۷ تا مرداد ۱۴۰۳ حدود ۱۷۰۰ درصد افزایش داشته است. همچنین، قیمت خانه‌ها در پنج سال گذشته بیش از ۲۰۰ درصد رشد کرده است. این رشد عمدتاً به دلیل هجوم سرمایه‌گذاران به بازار املاک به عنوان یک hedge در برابر تورم بوده؛ برای مثال، در سال ۱۳۹۹، قیمت‌ها در تهران بیش از ۷۹ درصد سالانه افزایش یافت.

بازار کلی املاک ایران نیز روند مثبتی نشان می‌دهد. ارزش بازار املاک به حدود ۲۹.۵۴ میلیارد دلار در سال ۱۴۰۳ رسیده و پیش‌بینی می‌شود تا سال ۱۴۰۴ رشد بیشتری داشته باشد. بخش مسکونی، که بزرگ‌ترین سهم را دارد، بازدهی مناسبی ارائه داده و سرمایه‌گذاران را در برابر کاهش ارزش پول ملی محافظت کرده است. با این حال، چالش‌هایی مانند کاهش قدرت خرید خانوارها و کمبود عرضه زمین وجود داشته که منجر به افزایش قیمت زمین شده است.

بازدهی سرمایه‌گذاری در املاک در این دوره، بالاتر از بسیاری از بازارهای دیگر بوده و میانگین سالانه بیش از ۴۰ درصد رشد اسمی را نشان می‌دهد، هرچند تورم واقعی (که در سال‌های اخیر بالای ۴۰-۳۰ درصد بوده) بخشی از این رشد را خنثی کرده است. این بازار انعطاف‌پذیری بالایی نشان داده و به عنوان یک دارایی امن عمل کرده است. مقایسه سرمایه‌گذاری‌ها نشان می‌دهد که در سال‌های ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۲ بازدهی بلندمدت خوبی داشته و اغلب از بازارهای دیگر پیشی گرفته است.

پیش‌بینی قیمت ملک و زمین در ۵ سال آینده

با توجه به داده‌های آماری و گزارش‌های موجود، بازار املاک ایران در سال‌های ۱۴۰۴ تا ۱۴۰۹ رشد پایدار و جذابی را تجربه خواهد کرد، عمدتاً به دلیل تورم مداوم، افزایش تقاضا برای مسکن و فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید. پیش‌بینی می‌شود قیمت مسکن اسمی حدود ۲۵-۱۰ درصد در سال ۱۴۰۴ افزایش یابد، که عمدتاً ناشی از تورم مواد ساختمانی و ارزش زمین است. این رشد فرصت‌های عالی برای کسب سود فراهم می‌کند.

گزارش‌ها نشان می‌دهد که ارزش بازار املاک ایران تا سال ۱۴۰۸ به سطوح بالاتری برسد، با نرخ رشد ترکیبی سالانه (CAGR) حدود ۴-۳ درصد یا بیشتر در بخش‌های کلیدی. بخش مسکونی با CAGR حدود ۲.۹۵ درصد از ۱۴۰۴ تا ۱۴۰۸ رشد خواهد کرد و ارزش آن افزایش چشمگیری خواهد یافت. در سطح منطقه‌ای، بازار خاورمیانه (شامل ایران) رشد قابل توجهی خواهد داشت، که این امر بازار داخلی را نیز تقویت می‌کند.

عوامل مؤثر شامل رشد اقتصادی (ایران پیش‌بینی ۳.۳-۳.۲ درصد GDP تا ۱۴۰۵)، کاهش تورم جهانی از ۶.۸ درصد در ۱۴۰۲ به ۴.۵ درصد در ۱۴۰۴، و رقابت در بازارهای مرتبط است که تقاضا را افزایش می‌دهد. در کل، پیش‌بینی‌ها حاکی از رشد پایدار و سودآور است، که سرمایه‌گذاران را به سمت فرصت‌های طلایی در بازار املاک سوق می‌دهد. این روند، با افزایش تقاضا و توسعه پروژه‌های جدید، پتانسیل بازدهی بالا را برای سال‌های آتی نوید می‌دهد.

نتیجه‌گیری: نیاز سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در این حوزه

با توجه به روند گذشته بازار املاک که بازدهی بالایی در برابر تورم ارائه داده و پیش‌بینی رشد پایدار و جذاب قیمت‌ها در سال‌های آینده، سرمایه‌گذاری در صندوق ETF املاک و مستغلات یک گزینه توجیه‌پذیر و سودآور برای سرمایه‌گذاران است. این صندوق امکان تنوع‌بخشی پرتفوی، دسترسی آسان به بازار بدون نیاز به سرمایه زیاد، و بهره‌مندی از رشد ارزش دارایی‌های ملکی را فراهم می‌کند. در شرایط اقتصادی ایران، جایی که تورم و نوسانات ارزی ادامه‌دار است، املاک به عنوان یک دارایی واقعی می‌تواند حفاظت مناسبی ارائه دهد. سرمایه‌گذاران می‌توانند با خرید واحدهای این صندوق، از فرصت‌های رشد بازار بهره‌مند شوند و ریسک‌های مستقیم خرید ملک را کاهش دهند. بنابراین، این سرمایه‌گذاری نه تنها سودآور بلکه ضروری برای حفظ و افزایش ارزش دارایی‌ها در بلندمدت است.

افزایش سرمایه صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ

با توجه به استقبال سرمایه‌گذاران در پذیره نویسی اولیه صندوق سرمایه‌گذاری کاخ در اسفند ماه سال ۱۴۰۴ و قبل از جنگ رمضان و همچنین فرصت‌های سرمایه‌گذاری بسیار زیاد در بخش املاک و مستغلات، شرکت سبدگردان کاریزما به عنوان مدیر صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ در نظر دارد مبلغ ۱۰,۰۰۰ میلیارد ریال افزایش سرمایه در قالب افزایش سقف واحدهای سرمایه‌گذاری برای صندوق مذکور از محل آورده نقدی، به انجام برساند. با توجه به اینکه مطابق با بند ۴ ماده ۲۱ اساسنامه صندوق، قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری در زمان پذیره نویسی افزایش سرمایه بصورت میانگین قیمت ده جلسه معاملاتی قبل از آن تعیین می‌شود، لذا امکان برآورد تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری برای افزایش سرمایه مقدور نمی‌باشد. بنابراین مبلغ ۱۰,۰۰۰ میلیارد ریال در نظر گرفته شده برای افزایش سرمایه با ارزش مبنای هر واحد سرمایه‌گذاری (۱۰,۰۰۰ ریال) و معادل ۱,۰۰۰ میلیون برگه در مفروضات لحاظ شده است. در هر حال مبلغ لحاظ شده برای پیش‌بینی محاسبات ۱۰,۰۰۰ میلیارد ریال آورده نقدی می‌باشد.

صورت های مالی دوره مالی ۸ ماه و ۱۲ روزه منتهی به ۳۱ مرداد ۱۴۰۵ (حسابرسی نشده)

صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ در تاریخ ۱۴۰۵/۰۱/۱۰ طی مفاد نامهٔ شمارهٔ ۱۲۲/۱۹۳۰۹۵ از اداره امور صندوق‌های سرمایه‌گذاری سازمان محترم بورس و اوراق بهادار مجوز فعالیت دریافت نموده است. صندوق در تاریخ ۱۴۰۵/۰۲/۲۱ اقدام به خرید یک ساختمان مشتمل بر ۲۰ پلاک ثبتی با کاربری اداری نموده است که مشخصات آن و مبالغ پرداخت شده در خصوص خرید و اجاره واحدهای اداری در تارنمای صندوق افشا شده است. وضعیت مالی صندوق برای دوره مالی ۸ ماه و ۱۲ روزه منتهی به ۳۱ مرداد ۱۴۰۵ قبل از تایید حسابرس محترم صندوق به شرح جداول زیر است:

صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ

صورت سود و زیان

دوره مالی ۸ ماه و ۱۲ روزه منتهی به ۳۱ مرداد ۱۴۰۵

	یادداشت	دوره مالی ۸ ماه و ۱۲ روزه منتهی به ۳۱ مرداد ۱۴۰۵
		ریال
درآمد ها		
درآمد اجاره املاک و مستغلات	۵	۸۴,۳۵۶,۶۷۱,۹۲۷
سود فروش اوراق بهادار	۶	۸۶,۷۸۱,۹۶۱,۲۷۳
سود تحقق نیافته نگهداری اوراق بهادار	۷	۲,۴۲۲,۳۱۷,۳۷۲
سود سپرده‌های بانکی	۸	۵۵۰,۹۶۶,۹۴۰,۶۷۰
سایر درآمدها	۹	۳۱۹,۶۱۹,۸۹۰
جمع درآمد ها		۷۲۴,۸۴۷,۵۱۱,۱۳۲
هزینه‌های عملیاتی		
حق الزحمه ارکان و اشخاص طرف قرارداد	۱۰	(۲۷,۴۰۸,۴۵۴,۱۶۴)
سایر هزینه‌های عملیاتی	۱۱	(۴,۶۲۶,۰۰۹,۹۱۹)
جمع هزینه‌های عملیاتی		(۳۲,۰۳۴,۴۶۴,۰۸۳)
سود خالص		۶۹۲,۸۱۳,۰۴۷,۰۴۹
سود هر واحد سرمایه‌گذاری	۱۲	۹۹۰

صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ

صورت خالص دارایی‌ها

در تاریخ ۳۱ مرداد ۱۴۰۵

	یادداشت	۱۴۰۵/۰۵/۳۱
		ریال
دارایی‌ها		
سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات	۱۳	۵,۹۶۴,۸۵۸,۶۶۹,۱۱۸
سایر سرمایه‌گذاری‌ها	۱۴	۲,۲۴۵,۳۲۲,۱۵۳,۰۶۶
حساب‌ها و اسناد دریافتنی تجاری	۱۵	۲۸۳,۲۲۴,۴۴۴,۴۹۵
سایر دارایی‌ها	۱۶	۱۳۹,۳۲۲,۱۱۵
جاری کارگزاران	۱۷	۳۱۹,۶۱۹,۷۷۹
موجودی نقد	۱۸	۱,۷۴۷,۶۶۱,۵۲۳
جمع دارایی‌ها		۸,۴۹۵,۶۱۱,۸۷۰,۰۹۶
بدهی‌ها		
پرداختنی‌های تجاری و سایر پرداختنی‌ها	۱۹	۵۶۴,۵۴۳,۶۷۰,۱۳۶
پیش دریافت‌ها	۲۰	۲۳۸,۲۲۹,۶۸۲,۹۱۱
جمع بدهی‌ها		۸۰۲,۷۷۳,۳۵۳,۰۴۷
خالص دارایی‌ها	۲۱	۷,۶۹۲,۸۳۸,۵۱۷,۰۴۹
خالص دارایی‌های هر واحد سرمایه‌گذاری		۱۰,۹۹۰

مفروضات در نظر گرفته شده برای برآوردهای مالی افزایش سرمایه صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ

مفروضات درآمدی

۱- با توجه به الزام سازمان بورس مبنی بر رعایت ترکیب دارایی‌های صندوق در بازه زمانی ۳ ماهه ابتدایی پس از اخذ افزایش سرمایه و پذیره نویسی، لذا برآورد می‌شود که بعد از ۳ ماه از پذیره‌نویسی، خرید ملک به مبلغ ۱۰ هزار میلیارد ریال صورت می‌گیرد و در بازه زمانی ۳ ماهه تا خرید ملک منابع صندوق در یک حساب بلندمدت با نرخ ۳۰ درصد سالانه و بصورت روزشمار، سپرده می‌شود. با اتکا به «جدول مفروضات پایه» و در ادامه‌ی چارچوب گزارش‌های پیشین، مدل بر این مبنا تدوین می‌شود: در ابتدای دوره، ارزش کل افزایش سرمایه ۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال و صد درصد نقد از محل پذیره نویسی افزایش سرمایه است و پرتفوی ملکی در این نقطه، همان املاک خریداری شده در پرتفو صندوق می‌باشد؛ بنابراین تملک املاک و ساختمان‌های جدید از محل همین نقدینگی انجام می‌گیرد.

۲- نسبت قیمت به اجاره معادل میانگین نقاط مختلف شهر تهران و معادل ۲۲ در نظر گرفته شده است. به این روش اجاره سالانه یک ملک ۱۰ هزار میلیارد ریالی در حدود ۵۰۰ میلیارد ریال برآورد می‌شود. برای معادل سازی رهن کامل ملک ۱۰ هزار میلیارد ریالی از نسبت ۳ درصد ماهانه به ازای هر ۱۰۰ واحد قیمت ملک استفاده شده است که در بازار املاک ایران اصطلاحاً ۱۰۰به ۳ معادل سازی رهن به اجاره بیان می‌شود. با توجه به اینکه ملک در نظر گرفته شده برای خرید با کاربری اداری می‌باشد، لذا برای پوشش تعهدات قانونی مترتب بر شخص حقوقی که ملک را اجاره می‌نماید، ۷۰ درصد مبلغ اجاره به صورت پیش دریافت (رهن) و مابقی آن بصورت اجاره در نظر گرفته شده است. بنابراین ۱۵ درصد مبلغ کل ملک به عنوان مبلغ رهن کامل آن در نظر گرفته می‌شود.

۳- با توجه به توضیحات فوق، نرخ رشد قیمت املاک سالانه در دو سناریو برآورد می‌شود، مطابق با گزارش شاخص قیمت مصرف کننده برای مهرماه سال ۱۴۰۴ که توسط مرکز آمار ایران منتشر شده است، نرخ تورم در بخش مسکن۳۶ درصد سالانه می‌باشد و اجاره نیز مطابق تورم در بخش مسکن ۳۶ درصد سالانه بوده است و بصورت نقطه به نقطه در مهرماه ۱۴۰۴ تورم اجاره بهای مسکن و قیمت مسکن ۳ درصد بوده است، که اطلاعات آن در جدول زیر آمده است. همچنین با توجه به اینکه نرخ رشد مسکن در سال‌های گوناگون متفاوت بوده است و با توجه به افزایش تورم در سال‌های اخیر نرخ رشد آن نسبت به سال‌های ماقبل آن بیشتر بوده است، لذا با فرض احتیاطی نرخ رشد مسکن برای سال‌های آتی، سالانه در حدود ۸۳ درصد نرخ تورم مرکز آمار ایران و به میزان ۳۰ درصد سالانه برای سناریو اول لحاظ می‌شود.

شرح	1404						
	فروردین	اردیبهشت	خرداد	تیر	مرداد	شهریور	مهر
شاخص کل	**33.2**	**33.9**	**34.5**	**35.3**	**36.3**	**37.5**	**38.9**
مسکن ، آب ، برق ، گاز و سایر سوخت‌ها	39.5	39.2	38.9	38.4	37.9	37.5	37.1
مسکن	40.0	39.5	39.0	38.4	37.8	37.1	36.6
اجاره	40.0	39.5	39.0	38.4	37.7	37.1	36.5
خدمات نگهداری و تعمیر واحد مسکونی	39.8	40.0	40.6	41.4	42.1	43.0	44.3
آب ، برق و سوخت	31.0	33.0	35.6	38.3	40.7	43.9	47.5

۱- در سناریو دوم، از مدل برآورد قیمت مسکن با توجه به تورم سالانه استفاده می‌شود، در این حالت تصور می‌شود قیمت مسکن با افزایش یا کاهش در بخش تورم و متناسب با آن رشد پیدا می‌کند. میانگین نرخ تورم سه سال اخیر در بخش مسکن ۳۷.۷ درصد بوده است و در صورتی که اطلاعات تورم منتشر شده توسط مرکز آمار ایران در بخش مسکن تا پایان مهرماه ۱۴۰۴ را برای کل سال ۱۴۰۴ در نظر بگیریم، میانگین تورم سه سال اخیر (نرخ رشد مسکن) ۳۸.۹ درصد می‌شود. لذا در سناریو دوم از میانگین تورم بخش مسکن برای سال‌های ۱۴۰۱،۱۴۰۲ و ۱۴۰۳ به میزان ۳۷.۷ برای نرخ رشد مسکن در سال‌های آتی استفاده می‌شود که اطلاعات آن در جدول زیر آمده است:

شرح	سال				
	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲	۱۴۰۳	۱۴۰۴
شاخص کل	**۴۰.۲**	**۴۵.۸**	**۴۰.۷**	**۳۲.۵**	
۰۴ - مسکن ، آب ، برق ، گاز و سایر سوخت‌ها	۲۶.۸	۳۲.۳	۳۹.۲	۳۹.۸	
مسکن	۲۷.۱	۳۲.۹	۳۹.۸	۴۰.۳	۳۶.۶
اجاره	۲۶.۹	۳۲.۸	۳۹.۶	۴۰.۳	۳۶.۵
۰۴۳ - خدمات نگهداری و تعمیر واحد مسکونی (خدمت)	۴۴.۸	۴۷.۲	۴۹.۹	۳۹.۶	
آب ، برق و سوخت	۲۴.۵	۲۲.۸	۳۰.۴	۲۹.۳	

آمار ارائه شده در جداول فوق خروجی داده های اعلام شده از سوی مرکز آمار ایران می باشد، و اعداد تورمی که در جداول فوق مشاهده می شود توسط مرکز آمار ایران بوده و بر مبنای شاخص های خود محاسبه کرده است.

به دلیل همگرایی تورم بخش مسکن و اجاره در بلند مدت، برای محاسبه نرخ رشد اجاره سال های آینده از نرخ تورم مسکن برای پیش بینی نرخ اجاره سال های آتی استفاده شده است.

با این فرض که نرخ رشد اجاره هر ساله به میزان رشد قیمت ملک صورت می‌گیرد. همچنین پیش بینی تورم در بخش مسکن بر مبنای مدلی صورت گرفته است که تورم بخش مسکن برای سال های آتی بصورت تابعی از تورم سه سال گذشته در بخش مسکن می باشد، با این توضیح که در مدل برآوردی ضریب تورم سال گذشته ۰.۵۸، ضریب تورم دو سال گذشته ۰.۴ و برای سه سال گذشته ۰.۱۷ می باشد. لذا با توجه به اعداد تورم اعلامی مرکز آمار ایران برای تورم در بخش مسکن برای سال های ۱۴۰۱، ۱۴۰۲ و ۱۴۰۳ نرخ تورم مسکن برای سال ۱۴۰۴، ۳۷.۷٪ بدست آمده است.

مفروضات هزینه‌ای

۲- ساختار هزینه‌ها به شرح زیر مفروض است: کارمزد مدیر ۰.۵٪ (بر مبنای میانگین NAV سالانه)، کارمزد متولی ۲,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال و کارمزد حسابرس ۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال در هر سال؛ کارمزد بهره‌برداری ۰.۳٪ و هزینه نگهداری و تعمیرات ۰.۵٪ که بر مبنای ارزش دفتری/روز پرتفوی ملکی محاسبه می‌شوند؛ هزینه بازارگردان ۰.۳٪ سالانه؛ هزینه کارشناس رسمی املاک ۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال در سال با دو نوبت پرداخت؛ هزینه برگزاری مجامع ۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال، هزینه نرم‌افزار ۴,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال و سایر هزینه‌ها ۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال به‌صورت سالانه. در بخش تأمین مالی، «متعهد پذیره‌نویسی» ۰.۳٪ پیش‌بینی شده است که حسب تصمیم سرمایه‌گذاری، به توسعه پرتفوی ملکی تخصیص می‌یابد؛ در مدل جریان وجوه نقد، ورودی/خروجی مرتبط صرفاً پس از تحقق لحاظ می‌شود.

مفروضات تاثیرگذار بر صورت‌های مالی صندوق

بر این مبنا، مفروضات فوق مستقیماً محرک‌های سه صورت مالی‌اند:

(۱) رشد ۳۰ درصد در سناریو اول و رشد ۳۷.۷ درصد در سناریو دوم قیمت املاک و درصدهای بهره‌برداری/نگهداری، هزینه‌های استهلاک و هزینه‌های عملیاتی مرتبط با املاک را هدایت می‌کند،

(۲) نرخ ۳۰٪ سود سپرده‌های بلند مدت، مسیر درآمد سود سپرده و توان پوشش توزیع‌ها را تعیین می‌نماید،

(۳) کارمزدهای مدیریتی/نظارتی و اقلام ثابت، سطح حاشیه سود عملیاتی را شکل می‌دهند.

بدین‌ترتیب، این مفروضات پایه، مبنای محاسبات NAV، صورت سود و زیان، و جریان وجوه نقد در افق پنج‌ساله بوده و برای سناریونویسی‌های بعدی تنظیم شده است. همچنین در پایان هر بازه ۶ ماهه، مانده نقد صندوق در حساب سپرده بلند مدت با نرخ سود ۳۰ درصد سالانه که پس از یک ماه قابل برداشت می باشد، سپرده‌گذاری می‌شود که در بلند مدت می‌تواند در رشد دارایی‌های صندوق تاثیر بسزایی داشته باشد. همچنین سرمایه‌گذاری مجدد منابع صندوق با توجه به ترکیب دارایی‌ها در اساسنامه و امیدنامه صندوق می‌تواند در سایر ابزارهای مالی مانند صندوق‌های درآمد ثابت و یا اوراق بهادار با درآمد ثابت نیز انجام شود که در محاسبات و برآوردها فقط سرمایه‌گذاری در سپرده‌های بانکی و ملک در نظر گرفته شده است. ولیکن پس از شروع فعالیت صندوق و با توجه به منابع و دارایی‌های صندوق می‌توان از سایر ابزارها در ترکیب دارایی‌های صندوق نیز استفاده کرد.

به منظور پیش‌بینی جریانات نقدی برای ۵ سال آتی، سایر مفروضات در نظر گرفته شده به شرح ذیل می‌باشد:

مفروضات	سناریو۱ – (ارقام به ریال)	سناریو۲ – (ارقام به ریال)
املاک	۰	۰
آورده نقد (افزایش سرمایه)	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
نرخ رشد قیمت املاک	٪۳۰.۰	٪۳۷.۷
کارمزد مدیر	٪۰.۵	٪۰.۵
نرخ سود سپرده بانکی سالانه	٪۳۰	٪۳۰
کارمزد متولی	۲,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۲,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰
کارمزد حسابرس	۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰
کارمزد بهره برداری	٪۰.۳	٪۰.۳
بازارگردان	٪۰.۳	٪۰.۳
متعهد پذیره نویسی	٪۰.۵	٪۰.۵
مبلغ سرمایه گذاری متعهد۱	۱,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
هزینه نگهداری و تعمیرات	٪۰.۵	٪۰.۵
هزینه کارشناس رسمی املاک سالانه با پرداخت ۲ بار در سال	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
هزینه های تاسیس	۱,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
هزینه برگزاری مجامع	۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰
هزینه نرم افزار	۴,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۴,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
سایر هزینه	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰

صورت سود و زیان

۱- پیش بینی سناریو۱ (نرخ رشد املاک ۳۰ درصد سالانه)

با اتکا به صورت‌های مالی پیش‌بینی‌شده منتهی به سال اول تا پنجم در سناریوی اول، با فرض رشد سالانه ۳۰ درصدی ارزش املاک، جمع درآمدهای صندوق از ۱,۳۷۸,۹۴۰,۶۲۵,۰۰۰ ریال در سال اول به ۱,۴۴۳,۵۷۲,۹۳۱,۷۹۰ ریال در سال پنجم افزایش یافته است؛ که بیانگر رشد تجمعی حدود ۴.۶۹ درصد در کل دوره می‌باشد.

بخش عمده درآمد صندوق در سال اول ناشی از درآمد سود سپرده‌ها به مبلغ ۱,۲۵۷,۴۴۰,۶۲۵,۰۰۰ ریال بوده است. این درآمد در سال‌های میانی با کاهش همراه شده و پس از رسیدن به مبلغ ۷۷۲,۷۱۳,۹۶۳,۰۴۴ ریال در سال چهارم، در سال پنجم به سطح ۹۸۰,۳۳۰,۴۶۹,۶۰۷ ریال افزایش یافته است. تحقق این درآمد تابع مانده منابع قابل سپرده‌گذاری، زمان‌بندی تخصیص نقدینگی و نرخ سود سپرده‌های بانکی خواهد بود. در مقابل، درآمد حاصل از اجاره طی دوره روندی صعودی و مستمر را تجربه نموده است؛ به‌طوری‌که این درآمد با رشدی معادل ۲۸۱.۲۷ درصد، از مبلغ ۱۲۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال در سال اول به ۴۶۳,۲۴۲,۴۶۲,۱۸۴ ریال در پایان سال پنجم بالغ گردیده است. در نتیجه، سهم درآمد اجاره از مجموع درآمدهای صندوق از حدود ۸.۸۱ درصد در سال نخست به ۳۲.۰۹ درصد در سال پنجم افزایش یافته که بیانگر تقویت تدریجی نقش بهره‌برداری از دارایی‌های ملکی در ترکیب درآمدی صندوق می‌باشد.

در سمت هزینه‌ها، جمع هزینه‌های پیش‌بینی‌شده صندوق از ۲۵۴,۰۷۵,۰۰۰,۰۰۰ ریال در سال اول آغاز شده که با حذف هزینه متعهد پذیره‌نویسی به مبلغ ۵۰ میلیارد ریال و کاهش سایر هزینه‌ها از ۵۲ میلیارد ریال به ۲.۶ میلیارد ریال، در سال دوم به ۲۱۹,۹۷۳,۳۹۹,۹۸۸ ریال کاهش یافته است. این مبلغ در سال‌های بعد روندی افزایشی داشته و در سال پنجم به ۳۴۱,۰۱۱,۳۴۷,۴۶۴ ریال رسیده است؛ که معادل متوسط رشد مرکب سالانه حدود ۱۵.۷۳ درصد در فاصله سال‌های دوم تا پنجم می‌باشد. عمده اقلام هزینه‌ای جاری طی دوره مربوط به حق‌الزحمه مدیر، بازارگردان و مدیر بهره‌برداری، همچنین هزینه‌های نگهداری و تعمیرات بوده است. در این میان، هزینه نگهداری و تعمیرات در سال پنجم با مبلغ ۱۱۳,۹۵۶,۷۴۲,۲۵۰ ریال، بزرگ‌ترین قلم هزینه‌ای صندوق را تشکیل می‌دهد و کنترل آن در حفظ حاشیه سود اهمیت خواهد داشت.

در نتیجه، سود خالص صندوق پس از ثبت بالاترین سطح در سال نخست به مبلغ ۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰ ریال، متأثر از کاهش درآمد سود سپرده‌ها، در سال‌های دوم و سوم به‌ترتیب به ۸۳۵,۳۶۵,۱۹۳,۲۹۴ ریال و ۸۰۲,۷۳۵,۶۲۳,۸۵۷ ریال کاهش یافته است. با تداوم افزایش درآمد اجاره، سود خالص در سال چهارم به ۸۲۷,۰۲۵,۸۸۸,۵۴۱ ریال رسیده و در سال پنجم، هم‌زمان با بهبود درآمد سود سپرده‌ها، با رشد حدود ۳۳.۳۲ درصد نسبت به سال قبل، به رقم ۱,۱۰۲,۵۶۱,۵۸۴,۳۲۶ ریال افزایش یافته است. این روند بیانگر پوشش هزینه‌های پیش‌بینی‌شده توسط مجموع درآمدهای صندوق و حفظ سودآوری در تمامی سال‌های دوره، در چارچوب مفروضات مدل مالی می‌باشد.

با لحاظ پرداخت سود نقدی به سرمایه‌گذاران معادل ۹۰ درصد سود خالص هر دوره، سود پرداخت‌شده از مبلغ ۱,۰۱۲,۳۷۹,۰۶۲,۵۰۰ ریال در سال نخست، پس از کاهش در سال‌های دوم و سوم، مجدداً افزایش یافته و در پایان سال پنجم به رقم ۹۹۲,۳۰۵,۴۲۵,۸۹۳ ریال رسیده است. مجموع سود نقدی پیش‌بینی‌شده برای پرداخت طی دوره پنج‌ساله برابر با ۴,۲۲۳,۲۹۸,۵۲۳,۵۱۶ ریال می‌باشد.

همچنین، با فرض نبود سایر تعدیلات، مبلغ ۴۶۹,۲۵۵,۳۹۱,۵۰۲ ریال از سود خالص دوره در صندوق باقی خواهد ماند که می‌تواند به تقویت منابع داخلی و افزایش سود انباشته منجر شود. تحقق پرداخت‌های مذکور، علاوه بر شناسایی سود، مستلزم تأمین نقدینگی متناسب در سررسیدهای پرداخت خواهد بود.

در خصوص هزینه‌های پیش‌بینی‌شده صندوق یادآور می‌شود، با توجه به تداوم فعالیت صندوق، هزینه‌های حسابرس و متولی در تمامی سال‌های دوره منظور گردیده و افزایش مبالغ آنها با لحاظ احتمال تعدیل حق‌الزحمه‌های قراردادی متناسب با اندازه و مقیاس فعالیت صندوق پیش‌بینی شده است. در خصوص هزینه استهلاک نیز، در مدل مالی ارائه‌شده مبلغی شناسایی نگردیده و این سرفصل در تمامی سال‌ها صفر ریال لحاظ شده است؛ مبنای این فرض باید در رویه‌های حسابداری صندوق تشریح و با الزامات گزارشگری مالی مربوط تطبیق داده شود. همچنین، افزایش ارزش املاک در صورت سود و زیان ارائه‌شده به‌عنوان درآمد مستقل شناسایی نشده و ارزیابی آثار آن بر ارزش سرمایه‌گذاری، در بخش خالص ارزش دارایی‌ها و محاسبات بازده طرح انجام خواهد شد.

در جمع‌بندی، ساختار سود و زیان صندوق در این سناریو بیانگر حفظ سودآوری طی دوره، افزایش تدریجی سهم درآمد اجاره و استمرار سیاست توزیع بخش عمده سود خالص میان دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری می‌باشد. پایداری این روند به تحقق درآمدهای اجاره و سود سپرده، مدیریت هزینه‌های ارکان و بهره‌برداری، کنترل مخارج تعمیرات و نگهداری و هماهنگی جریان‌های نقدی با تعهدات پرداخت سود وابسته خواهد بود.

صورت سود و زیان صندوق به شرح جدول زیر می‌باشد (ارقام موجود در جدول به ریال است):

درآمدها	منتهی به سال اول	منتهی به سال دوم	منتهی به سال سوم	منتهی به سال چهارم	منتهی به سال پنجم
درآمد سود سپرده	۱,۲۵۷,۴۴۰,۶۲۵,۰۰۰	۸۵۵,۰۶۶,۰۹۳,۲۸۱	۷۹۷,۵۷۰,۴۰۱,۱۱۱	۷۷۲,۷۱۳,۹۶۳,۰۴۴	۹۸۰,۳۳۰,۴۶۹,۶۰۷
درآمداجاره	۱۲۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۲۰۰,۲۷۲,۵۰۰,۰۰۰	۲۶۴,۸۶۰,۳۸۱,۲۵۰	۳۵۰,۲۷۷,۸۵۴,۲۰۳	۴۶۳,۴۴۰,۴۶۲,۱۸۴
جمع درآمدها	**۱,۳۷۸,۹۴۰,۶۲۵,۰۰۰**	**۱,۰۵۵,۳۳۸,۵۹۳,۲۸۱**	**۱,۰۶۲,۴۳۰,۷۸۲,۳۶۱**	**۱,۱۲۲,۹۹۱,۸۱۷,۲۴۷**	**۱,۴۴۳,۵۷۲,۹۳۱,۷۹۰**
هزینه ها					
مدیر	(۵۷,۷۸۱,۲۵۰,۰۰۰)	(۵۹,۹۵۲,۷۹۶,۸۶۷)	(۶۱,۷۲۲,۸۴۷,۵۰۲)	(۶۴,۲۷۴,۷۵۳,۵۶۶)	(۶۸,۲۸۷,۳۴۹,۹۱۵)
متولی	(۲,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۳,۲۵۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۴,۲۲۵,۰۰۰,۰۰۰)	(۵,۰۷۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۶,۰۸۴,۰۰۰,۰۰۰)
حسابرس	(۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱,۹۵۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۲,۵۳۵,۰۰۰,۰۰۰)	(۳,۰۴۲,۰۰۰,۰۰۰)	(۳,۶۵۰,۴۰۰,۰۰۰)
بازارگردان	(۳۲,۲۵۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۳۵,۹۷۱,۶۷۸,۱۲۰)	(۳۷,۰۳۳,۷۰۸,۵۰۱)	(۳۸,۵۶۴,۸۵۲,۱۴۰)	(۴۰,۹۷۲,۴۰۹,۹۴۹)
مدیر بهره برداری	(۱۸,۵۴۳,۷۵۰,۰۰۰)	(۳۶,۵۲۴,۵۹۶,۸۷۵)	(۴۷,۴۸۱,۹۷۵,۹۳۸)	(۵۶,۹۷۸,۳۷۱,۱۲۵)	(۶۸,۳۷۴,۰۴۵,۳۵۰)
هزینه نگهداری و تعمیرات	(۲۵,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۶۰,۸۷۴,۳۲۸,۱۲۵)	(۷۹,۱۳۶,۶۲۶,۵۶۳)	(۹۴,۹۶۳,۹۵۱,۸۷۵)	(۱۱۳,۹۵۶,۷۴۲,۲۵۰)
هزینه استهلاک	۰	۰	۰	۰	۰
هزینه نرم افزار	(۴,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۵,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۶,۷۶۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۸,۱۱۲,۰۰۰,۰۰۰)	(۹,۷۳۴,۴۰۰,۰۰۰)
هزینه کارشناس رسمی	(۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱۳,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱۶,۹۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۲۰,۲۸۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۲۴,۳۳۶,۰۰۰,۰۰۰)
هزینه متعهد پذیره نویس	(۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	۰	۰	۰	۰
هزینه تاسیس	۰	۰	۰	۰	۰
هزینه برگزاری مجامع	(۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۶۵۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۷۸۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۹۳۶,۰۰۰,۰۰۰)	(۱,۱۲۳,۲۰۰,۰۰۰)
سایر هزینه ها	(۵۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۲,۶۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۳,۱۲۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۳,۷۴۴,۰۰۰,۰۰۰)	(۴,۴۹۲,۸۰۰,۰۰۰)
جمع هزینه ها	**(۲۵۴,۰۷۵,۰۰۰,۰۰۰)**	**(۲۱۹,۹۷۳,۳۹۹,۹۸۸)**	**(۲۵۹,۶۹۵,۱۵۸,۵۰۴)**	**(۲۹۵,۹۶۵,۹۲۸,۷۰۶)**	**(۳۴۱,۰۱۱,۳۴۷,۴۶۴)**
سود و زیان خالص	**۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰**	**۸۳۵,۳۶۵,۱۹۳,۲۹۴**	**۸۰۲,۷۳۵,۶۲۳,۸۵۷**	**۸۲۷,۰۲۵,۸۸۸,۵۴۱**	**۱,۱۰۲,۵۶۱,۵۸۴,۳۲۶**
سود پرداخت شده	**۱,۰۱۲,۳۷۹,۰۶۲,۵۰۰**	**۷۵۱,۸۲۸,۶۷۳,۹۶۴**	**۷۲۲,۴۶۲,۰۶۱,۴۷۲**	**۷۴۴,۳۲۳,۲۹۹,۶۸۷**	**۹۹۲,۳۰۵,۴۲۵,۸۹۳**

۲- پیش بینی سناریو۲ (نرخ رشد املاک ۳۷.۷ درصد سالانه)

بر اساس صورت سود و زیان پیش‌بینی‌شده منتهی به سال‌های اول لغایت پنجم در سناریوی دوم، مجموع درآمدهای صندوق از ۱,۳۷۸,۸۰۳,۴۶۸,۷۵۰ ریال در سال نخست، پس از کاهش در سال دوم، با روندی صعودی به ۱,۸۴۸,۲۶۷,۱۷۲,۴۳۶ ریال در پایان سال پنجم افزایش یافته است که نشان‌دهنده رشد تجمعی حدود ۳۴.۰۵ درصد طی دوره پیش‌بینی می‌باشد. ترکیب درآمدهای این سناریو بیانگر افزایش تدریجی سهم اجاره در کنار تداوم نقش عمده سود سپرده‌های بانکی در تأمین درآمدهای صندوق است.

درآمد حاصل از اجاره طی تمامی سال‌های دوره روندی افزایشی داشته و از ۱۲۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال در سال نخست، با رشد تجمعی حدود ۳۸۸.۷۱ درصد، به ۵۹۳,۷۸۰,۴۱۹,۶۰۱ ریال در پایان سال پنجم رسیده است. این افزایش، معادل حدود ۴.۸۹ برابر شدن درآمد اجاره بوده و سهم این سرفصل از مجموع درآمدهای صندوق را از ۸.۸۱ درصد در سال اول به ۳۲.۱۳ درصد در سال پنجم ارتقا داده است. روند مذکور بیانگر تقویت نقش بهره‌برداری از املاک در ساختار درآمدی صندوق می‌باشد؛ بااین‌حال، تحقق آن به مفروضات قراردادهای اجاره، میزان اشغال املاک، زمان‌بندی بهره‌برداری و وصول اجاره‌بها وابسته خواهد بود.

درآمد سود سپرده‌های بانکی در سال نخست برابر با ۱,۲۵۷,۳۰۳,۴۶۸,۷۵۰ ریال پیش‌بینی شده است. این درآمد در سال‌های دوم و سوم به‌ترتیب به ۸۹۹,۳۱۰,۷۰۶,۷۰۹ ریال و ۸۹۴,۶۸۳,۲۸۷,۹۱۰ ریال کاهش یافته و سپس در سال چهارم به ۹۲۲,۹۷۵,۴۰۲,۰۸۸ ریال افزایش می‌یابد. در پایان سال پنجم نیز درآمد این بخش به ۱,۲۵۴,۴۸۶,۷۵۲,۸۳۶ ریال می‌رسد که نزدیک به سطح سال نخست است. بنابراین، با وجود افزایش سهم درآمد اجاره، سود سپرده‌ها همچنان بزرگ‌ترین منبع درآمد صندوق در پایان دوره بوده و تحقق آن تابع مانده منابع قابل سپرده‌گذاری، نرخ سود و زمان‌بندی تخصیص نقدینگی خواهد بود.

در بخش هزینه‌ها، مجموع هزینه‌های پیش‌بینی‌شده صندوق از ۲۵۷,۷۰۴,۳۹۵,۰۰۰ ریال در سال نخست، با کاهش حدود ۱۴.۵۲ درصدی، به ۲۲۰,۲۹۸,۳۰۴,۵۵۶ ریال در سال دوم رسیده است. این کاهش عمدتاً با حذف هزینه متعهد پذیره‌نویسی به مبلغ ۵۰ میلیارد ریال و کاهش سرفصل سایر هزینه‌ها از ۵۲ میلیارد ریال به ۲.۶ میلیارد ریال ارتباط دارد. در سال‌های بعد، هزینه‌ها روندی افزایشی داشته و در پایان سال پنجم به ۳۴۸,۰۷۸,۸۷۲,۰۵۴ ریال بالغ گردیده است. عمده اقلام هزینه‌ای مستمر شامل حق‌الزحمه ارکان، هزینه مدیر بهره‌برداری و مخارج نگهداری و تعمیرات می‌باشد که مدیریت آنها در حفظ حاشیه سود صندوق اهمیت خواهد داشت.

هزینه نگهداری و تعمیرات از ۲۵,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال در سال نخست به ۱۱۳,۹۲۱,۴۸۷,۳۳۰ ریال در سال پنجم افزایش یافته و در پایان دوره، بزرگ‌ترین قلم هزینه‌ای صندوق را تشکیل می‌دهد. پیش‌بینی این مخارج با هدف تأمین نیازهای نگهداری و استمرار قابلیت بهره‌برداری از املاک انجام شده است؛ بااین‌حال، کفایت مبالغ آن باید متناسب با وضعیت فنی و برنامه تعمیرات دارایی‌ها ارزیابی شود. همچنین، هزینه استهلاک در تمامی سال‌های مدل مالی صفر لحاظ گردیده است که مبنای آن باید در رویه‌های حسابداری صندوق تشریح و با الزامات گزارشگری مالی مربوط تطبیق داده شود. عدم شناسایی استهلاک، به‌تنهایی به معنای جلوگیری از فرسودگی یا حفظ ارزش اقتصادی املاک نخواهد بود.

برآیند درآمدها و هزینه‌های پیش‌بینی‌شده، بیانگر حفظ سودآوری صندوق در تمامی سال‌های دوره است. سود خالص در سال نخست برابر با ۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰ ریال بوده و پس از کاهش به ۸۸۹,۶۹۶,۰۱۴,۴۰۳ ریال در سال دوم، در سال‌های سوم و چهارم

به‌ترتیب به ۹۳۰,۹۴۸,۵۱۰,۳۳۱ ریال و ۱,۰۴۳,۶۹۶,۴۴۵,۷۶۵ ریال افزایش یافته است. در پایان سال پنجم نیز، هم‌زمان با افزایش درآمد اجاره و بهبود درآمد سود سپرده‌ها، سود خالص به ۱,۵۰۰,۱۸۸,۳۰۰,۳۸۲ ریال رسیده که بیانگر رشد تجمعی حدود ۳۳.۸۱ درصد نسبت به سال نخست می‌باشد.

مطابق سیاست تقسیم سود منظورشده در مدل مالی، ۹۰ درصد سود خالص هر سال برای پرداخت به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شده است. بر این اساس، سود قابل‌توزیع از ۱,۰۰۸,۹۸۹,۱۶۶,۳۷۵ ریال در سال نخست، پس از کاهش در سال دوم، مجدداً روندی افزایشی داشته و در پایان سال پنجم به ۱,۳۵۰,۱۶۹,۴۷۰,۳۴۴ ریال رسیده است. همچنین، ۱۰ درصد باقیمانده سود، در صورت نبود سایر تعدیلات، در صندوق نگهداری شده و به افزایش سود انباشته کمک خواهد نمود. زمان تحقق پرداخت‌های نقدی مذکور باید با صورت جریان وجوه نقد و مانده سود پرداختنی در ترازنامه تطبیق داده شود.

در جمع‌بندی، ساختار سود و زیان صندوق در سناریوی دوم بیانگر افزایش سهم درآمد اجاره، تداوم نقش درآمد سود سپرده‌ها و رشد سود خالص پس از افت سال دوم می‌باشد. تحقق این نتایج به مفروضات درآمدی، کنترل هزینه‌های بهره‌برداری و نگهداری و مدیریت منابع قابل سپرده‌گذاری وابسته خواهد بود. همچنین، رشد مفروض ارزش املاک در صورت سود و زیان ارائه‌شده به‌عنوان درآمد مستقل شناسایی نشده و آثار آن باید در ارزیابی ارزش روز دارایی‌ها و محاسبات بازده طرح بررسی گردد.

صورت سود و زیان صندوق به شرح جدول زیر می‌باشد (ارقام موجود در جدول به ریال است):

درآمدها	منتهی به سال اول	منتهی به سال دوم	منتهی به سال سوم	منتهی به سال چهارم	منتهی به سال پنجم
درآمد سود سپرده	۱,۲۵۷,۳۰۳,۴۶۸,۷۵۰	۸۹۹,۳۱۰,۷۰۶,۷۰۹	۸۹۴,۶۸۳,۲۸۷,۹۱۰	۹۲۲,۹۷۵,۴۰۲,۰۸۸	۱,۲۵۴,۴۸۶,۷۵۲,۸۳۶
درآمداجاره	۱۲۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۲۱۰,۶۸۳,۶۱۲,۲۵۰	۲۹۷,۵۹۷,۳۹۶,۸۵۰	۴۲۰,۳۶۵,۹۲۰,۵۶۶	۵۹۳,۷۸۰,۴۱۹,۶۰۱
جمع درآمدها	**۱,۳۷۸,۸۰۳,۴۶۸,۷۵۰**	**۱,۱۰۹,۹۹۴,۳۱۸,۹۵۹**	**۱,۱۹۲,۲۸۰,۶۸۴,۷۶۰**	**۱,۳۴۳,۳۴۱,۳۲۲,۶۵۴**	**۱,۸۴۸,۲۶۷,۱۷۲,۴۳۶**
هزینه ها					
مدیر	(۵۹,۸۶۹,۱۵۳,۱۲۵)	(۶۰,۱۷۴,۶۹۴,۹۷۸)	(۶۲,۷۷۰,۴۶۵,۰۳۹)	(۶۶,۶۰۳,۴۷۵,۲۸۰)	(۷۲,۷۳۹,۸۰۷,۷۰۴)
متولی	(۲,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۳,۲۵۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۴,۲۲۵,۰۰۰,۰۰۰)	(۵,۰۷۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۶,۰۸۴,۰۰۰,۰۰۰)
حسابرس	(۱,۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱,۹۵۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۲,۵۳۵,۰۰۰,۰۰۰)	(۳,۰۴۲,۰۰۰,۰۰۰)	(۳,۶۵۰,۴۰۰,۰۰۰)
بازارگردان	(۳۲,۸۲۷,۵۰۰,۰۰۰)	(۳۶,۱۰۴,۸۱۶,۹۸۷)	(۳۷,۶۶۲,۲۷۹,۰۲۳)	(۳۹,۹۶۲,۰۸۵,۱۶۸)	(۴۳,۶۴۳,۸۸۴,۶۲۲)
مدیر بهره برداری	(۱۹,۵۰۷,۷۴۱,۸۷۵)	(۳۶,۵۱۳,۲۹۷,۲۲۱)	(۴۷,۴۶۷,۲۸۶,۳۸۸)	(۵۶,۹۶۰,۷۴۳,۶۶۵)	(۶۸,۳۵۲,۸۹۲,۳۹۸)
هزینه نگهداری و تعمیرات	(۲۵,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۶۰,۸۵۵,۴۹۵,۳۶۹)	(۷۹,۱۱۲,۱۴۳,۹۷۹)	(۹۴,۹۳۴,۵۷۲,۷۷۵)	(۱۱۳,۹۲۱,۴۸۷,۳۳۰)
هزینه استهلاک	۰	۰	۰	۰	۰
هزینه نرم افزار	(۴,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۵,۲۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۶,۷۶۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۸,۱۱۲,۰۰۰,۰۰۰)	(۹,۷۳۴,۴۰۰,۰۰۰)
هزینه کارشناس رسمی	(۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱۳,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱۶,۹۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۲۰,۲۸۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۲۴,۳۳۶,۰۰۰,۰۰۰)
هزینه متعهد پذیره نویس	(۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	۰	۰	۰	۰
هزینه تاسیس	۰	۰	۰	۰	۰
هزینه برگزاری مجامع	(۵۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۶۵۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۷۸۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۹۳۶,۰۰۰,۰۰۰)	(۱,۱۲۳,۲۰۰,۰۰۰)
سایر هزینه ها	(۵۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۲,۶۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۳,۱۲۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۳,۷۴۴,۰۰۰,۰۰۰)	(۴,۴۹۲,۸۰۰,۰۰۰)
جمع هزینه ها	**(۲۵۷,۷۰۴,۳۹۵,۰۰۰)**	**(۲۲۰,۲۹۸,۳۰۴,۵۵۶)**	**(۲۶۱,۳۳۲,۱۷۴,۴۲۹)**	**(۲۹۹,۶۴۴,۸۷۶,۸۸۹)**	**(۳۴۸,۰۷۸,۸۷۲,۰۵۴)**
سود و زیان خالص	**۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰**	**۸۸۹,۶۹۶,۰۱۴,۴۰۳**	**۹۳۰,۹۴۸,۵۱۰,۳۳۱**	**۱,۰۴۳,۶۹۶,۴۴۵,۷۶۵**	**۱,۵۰۰,۱۸۸,۳۰۰,۳۸۲**
سود پرداخت شده	**۱,۰۰۸,۹۸۹,۱۶۶,۳۷۵**	**۸۰۰,۷۲۶,۴۱۲,۹۶۳**	**۸۳۷,۸۵۳,۶۵۹,۲۹۸**	**۹۳۹,۳۲۶,۸۰۱,۱۸۹**	**۱,۳۵۰,۱۶۹,۴۷۰,۳۴۴**

صورت جریان وجوه نقد

۱- پیش‌بینی شده صندوق کاخ سناریو ۱ (نرخ رشد املاک ۳۰ درصد سالانه)

بر اساس صورت جریان وجوه نقد پیش‌بینی‌شده صندوق کاخ در سناریوی اول، با فرض رشد سالانه ۳۰ درصدی ارزش املاک، جریان خالص ورود نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در سال نخست معادل ۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰ ریال بوده که در سال‌های دوم و سوم به‌ترتیب به ۸۳۵,۳۶۵,۱۹۳,۲۹۴ ریال و ۸۰۲,۷۳۵,۶۲۳,۸۵۷ ریال کاهش یافته است. این جریان در ادامه، با بهبود درآمدهای صندوق، در سال‌های چهارم و پنجم به‌ترتیب به ۸۲۷,۰۲۵,۸۸۸,۵۴۱ ریال و ۱,۱۰۲,۵۶۱,۵۸۴,۳۲۶ ریال افزایش یافته است. برابری جریان نقد عملیاتی با سود خالص در تمامی سال‌ها، بیانگر فرض تبدیل کامل سود شناسایی‌شده به وجه نقد در مدل مالی است؛ تحقق این فرض به وصول به‌موقع درآمدها، پرداخت هزینه‌ها و نبود تغییرات مؤثر در اقلام تعهدی وابسته خواهد بود.

در بخش جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق در سال نخست با خروج نقدینگی معادل ۱۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال بابت سرفصل تجمیعی سپرده‌گذاری بانکی و خرید ملک مواجه بوده است. با لحاظ دریافت نقدی ودایع مستأجران به مبلغ ۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال، خالص خروج نقد فعالیت‌های سرمایه‌گذاری سال نخست به ۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال رسیده که از محل انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری تأمین شده است.

در سال‌های بعد، دریافت‌های ناشی از بستن سپرده‌های بانکی و دریافت ودایع جدید، بخش عمده پرداخت‌های سرمایه‌گذاری را پوشش داده‌اند. دریافت نقدی ودایع مستأجران از ۲۴۸,۰۶۲,۵۰۰,۰۰۰ ریال در سال دوم به ۷۳۲,۱۷۸,۰۱۴,۶۸۸ ریال در سال پنجم افزایش یافته و دریافت ناشی از بستن سپرده‌های بانکی نیز طی همین فاصله، از ۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال به ۲,۵۴۶,۶۱۶,۰۶۹,۶۰۶ ریال رسیده است.

برآیند گردش منابع مذکور موجب شده است خالص خروج نقد فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در سال‌های دوم تا پنجم، به‌ترتیب معادل ۱۱۲,۴۸۶,۵۶۲,۵۰۰ ریال، ۸۳,۵۳۶,۵۱۹,۳۲۹ ریال، ۸۰,۲۷۳,۵۶۲,۳۸۶ ریال و ۸۲,۷۰۲,۵۸۸,۸۵۴ ریال باشد. بنابراین، پس از تخصیص منابع اولیه در سال نخست، نیاز نقدی خالص این بخش در سال‌های بعد به‌مراتب محدودتر شده است. بااین‌حال، وجوه دریافتی بابت ودایع، ماهیت درآمدی نداشته و تعهد بازپرداخت آنها باید در برنامه‌ریزی سررسید سپرده‌ها و مدیریت نقدینگی صندوق لحاظ گردد.

در بخش جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی، در سال نخست مبلغ ۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال از محل انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری عادی و ممتاز پیش‌بینی شده است که منبع اصلی تجهیز منابع صندوق در مدل مالی را تشکیل می‌دهد. از سال دوم، پرداخت نقدی سود دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری با یک سال فاصله نسبت به دوره شناسایی سود منظور گردیده است؛ به‌طوری‌که پرداخت‌های سال‌های دوم تا پنجم، به‌ترتیب برابر با ۱,۰۱۲,۳۷۹,۰۶۲,۵۰۰ ریال، ۷۵۱,۸۲۸,۶۷۳,۹۶۴ ریال، ۷۲۲,۴۶۲,۰۶۱,۴۷۲ ریال و ۷۴۴,۳۲۳,۲۹۹,۶۸۷ ریال می‌باشد. این مبالغ، با لحاظ گردکردن ارقام، با ۹۰ درصد سود خالص سال قبل انطباق دارند و نشان‌دهنده سیاست توزیع سود در چارچوب مفروضات پیش‌بینی هستند. سود قابل‌توزیع سال پنجم به مبلغ ۹۹۲,۳۰۵,۴۲۵,۸۹۳ ریال، در افق زمانی این جدول پرداخت نشده و تأمین وجه آن باید در برنامه نقدینگی دوره بعد لحاظ شود.

خالص افزایش موجودی نقد در سال نخست معادل ۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰ ریال بوده است. با توجه به صفر بودن مانده نقد ابتدای دوره و برابری خالص خروج نقد سرمایه‌گذاری با منابع حاصل از انتشار واحدها، موجودی نقد پایان سال نخست برابر با جریان نقد عملیاتی همان سال قرار گرفته است. در سال‌های دوم و سوم، به دلیل فزونی مجموع مصارف سرمایه‌گذاری و پرداخت سود بر جریان نقد عملیاتی، موجودی نقد به‌ترتیب ۲۸۹,۵۰۰,۴۳۱,۷۰۶ ریال و ۳۲,۶۲۹,۵۶۹,۴۳۶ ریال کاهش یافته است. در سال‌های چهارم و پنجم، این روند معکوس شده و افزایش موجودی نقد به‌ترتیب به ۲۴,۲۹۰,۲۶۴,۶۸۳ ریال و ۲۷۵,۵۳۵,۶۹۵,۷۸۵ ریال رسیده است. این تغییرات نشان می‌دهد بخشی از پرداخت‌های سال‌های میانی از مانده نقد انتقال‌یافته تأمین شده و در دو سال پایانی، جریان‌های ورودی امکان تقویت مجدد موجودی نقد را فراهم نموده‌اند.

مانده موجودی نقد از صفر در ابتدای سال نخست، به ۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰ ریال در پایان همان سال افزایش یافته است. این مانده پس از کاهش به ۸۳۵,۳۶۵,۱۹۳,۲۹۴ ریال در پایان سال دوم و ۸۰۲,۷۳۵,۶۲۳,۸۵۷ ریال در پایان سال سوم، در پایان سال چهارم به ۸۲۷,۰۲۵,۸۸۸,۵۴۱ ریال و در پایان سال پنجم به ۱,۱۰۲,۵۶۱,۵۸۴,۳۲۶ ریال رسیده است. مثبت ماندن موجودی نقد در تمامی مقاطع پایان سال، حاکی از کفایت منابع برای پوشش پرداخت‌های درج‌شده در مدل در سطح سالانه است؛ بااین‌حال، این وضعیت به‌تنهایی نبود کسری نقد در طول سال را اثبات نمی‌کند. ارزیابی دقیق ریسک نقدینگی مستلزم بررسی زمان‌بندی درون‌سال دریافت‌ها و پرداخت‌ها، سررسید استرداد ودایع و قابلیت دسترسی به سپرده‌های بانکی خواهد بود.

در جمع‌بندی، صورت جریان وجوه نقد صندوق در سناریوی رشد سالانه ۳۰ درصدی ارزش املاک، بیانگر ایجاد جریان نقد عملیاتی مثبت در تمامی سال‌ها و امکان تأمین مصارف پیش‌بینی‌شده، پس از تجهیز منابع اولیه، بدون پیش‌بینی انتشار مجدد واحدها یا دریافت تسهیلات است. استمرار این وضعیت به تحقق درآمدهای عملیاتی، وصول به‌موقع مطالبات، هماهنگی سررسید سرمایه‌گذاری‌ها با تعهدات و حفظ ذخیره نقدی متناسب برای پرداخت سود و بازپرداخت ودایع وابسته خواهد بود.

صورت جریان وجوه نقد صندوق به شرح جدول زیر می‌باشد (ارقام موجود در جدول به ریال است):

جریان های نقدی حاصل از فعالیتهای عملیاتی:	منتهی به سال اول	منتهی به سال دوم	منتهی به سال سوم	منتهی به سال چهارم	منتهی به سال پنجم
نقد حاصل از عملیات	۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰	۸۳۵,۳۶۵,۱۹۳,۲۹۴	۸۰۲,۷۳۵,۶۲۳,۸۵۷	۸۲۷,۰۲۵,۸۸۸,۵۴۱	۱,۱۰۲,۵۶۱,۵۸۴,۳۲۶
جریان خالص ورود (خروج) نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی	۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰	۸۳۵,۳۶۵,۱۹۳,۲۹۴	۸۰۲,۷۳۵,۶۲۳,۸۵۷	۸۲۷,۰۲۵,۸۸۸,۵۴۱	۱,۱۰۲,۵۶۱,۵۸۴,۳۲۶
جریان های نقدی حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری :					
پرداخت های نقدی برای تحصیل سرمایه گذاری در املاک	۰	۰	۰	۰	۰
پرداخت های نقدی برای (تحصیل) ابطال سرمایه گذاری های سپرده بانکی و خرید ملک	(۱۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱,۴۱۰,۵۴۹,۰۶۲,۵۰۰)	(۱,۹۱۲,۷۱۰,۷۳۸,۰۷۹)	(۲,۵۴۶,۶۱۶,۰۶۹,۶۰۶)	(۳,۳۶۱,۴۹۶,۶۷۳,۱۴۸)
دریافت نقدی بابت ودیعه مسکن	۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۲۴۸,۰۶۲,۵۰۰,۰۰۰	۴۱۸,۶۲۵,۱۵۶,۲۵۰	۵۵۳,۶۳۱,۷۶۹,۱۴۱	۷۳۲,۱۷۸,۰۱۴,۶۸۸
دریافت نقدی بابت بستن سرمایه گذاری سپرده بانکی	۰	۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۴۱۰,۵۴۹,۰۶۲,۵۰۰	۱,۹۱۲,۷۱۰,۷۳۸,۰۷۹	۲,۵۴۶,۶۱۶,۰۶۹,۶۰۶
جریان خالص ورود (خروج) نقد حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری	(۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱۱۲,۴۸۶,۵۶۲,۵۰۰)	(۸۳,۵۳۶,۵۱۹,۳۲۹)	(۸۰,۲۷۳,۵۶۲,۳۸۶)	(۸۲,۷۰۲,۵۸۸,۸۵۴)
جریان خالص ورود (خروج) نقد قبل از فعالیت های سرمایه گذاری	(۸,۸۷۵,۱۳۴,۳۷۵,۰۰۰)	۷۲۲,۸۷۸,۶۳۰,۷۹۴	۷۱۹,۱۹۹,۱۰۴,۵۲۸	۷۴۶,۷۵۲,۳۲۶,۱۵۵	۱,۰۱۹,۸۵۸,۹۹۵,۴۷۲
جریان های نقدی حاصل از فعالیتهای تامین مالی :	۰	۰		۰	۰
دریافت های نقدی حاصل از انتشار واحدهای سرمایه گذاری عادی و ممتاز	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۰		۰	۰
پرداخت های نقدی بابت سود پرداختنی	۰	(۱,۰۱۲,۳۷۹,۰۶۲,۵۰۰)	(۷۵۱,۸۲۸,۶۷۳,۹۶۴)	(۷۲۲,۴۶۲,۰۶۱,۴۷۲)	(۷۴۴,۳۲۳,۲۹۹,۶۸۷)
جریان خالص ورود (خروج) نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	(۱,۰۱۲,۳۷۹,۰۶۲,۵۰۰)	(۷۵۱,۸۲۸,۶۷۳,۹۶۴)	(۷۲۲,۴۶۲,۰۶۱,۴۷۲)	(۷۴۴,۳۲۳,۲۹۹,۶۸۷)
خالص افزایش (کاهش) در موجودی نقد	۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰	(۲۸۹,۵۰۰,۴۳۱,۷۰۶)	(۳۲,۶۲۹,۵۶۹,۴۳۶)	۲۴,۲۹۰,۲۶۴,۶۸۳	۲۷۵,۵۳۵,۶۹۵,۷۸۵
مانده موجودی نقد در ابتدای دوره	۰	۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰	۸۳۵,۳۶۵,۱۹۳,۲۹۴	۸۰۲,۷۳۵,۶۲۳,۸۵۷	۸۲۷,۰۲۵,۸۸۸,۵۴۱
مانده موجودی نقد در پایان دوره	**۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰**	**۸۳۵,۳۶۵,۱۹۳,۲۹۴**	**۸۰۲,۷۳۵,۶۲۳,۸۵۷**	**۸۲۷,۰۲۵,۸۸۸,۵۴۱**	**۱,۱۰۲,۵۶۱,۵۸۴,۳۲۶**

۲- پیش‌بینی شده صندوق کاخ سناریو ۲ (نرخ رشد املاک ۳۷.۷ درصد سالانه)

بر اساس صورت جریان وجوه نقد پیش‌بینی‌شده منتهی به سال‌های اول لغایت پنجم در سناریوی دوم، صندوق در تمامی سال‌های دوره دارای جریان نقد عملیاتی مثبت بوده و مانده نقد پایان دوره نیز مثبت پیش‌بینی شده است. مانده موجودی نقد از ۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰ ریال در پایان سال نخست، پس از کاهش در سال دوم، با روندی افزایشی به ۱,۵۰۰,۱۸۸,۳۰۰,۳۸۲ ریال در پایان سال پنجم می‌رسد که بیانگر رشد تجمعی حدود ۳۳.۸۱ درصد نسبت به سال نخست می‌باشد. ارزیابی وضعیت نقدینگی صندوق، علاوه بر این مانده، مستلزم توجه به زمان‌بندی پرداخت سود، سررسید سپرده‌ها و تعهدات مربوط به استرداد ودایع مستأجران است.

۱ .جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی

جریان خالص نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در سال نخست برابر با ۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰ ریال پیش‌بینی شده است. این جریان در سال دوم به ۸۸۹,۶۹۶,۰۱۴,۴۰۳ ریال کاهش یافته و سپس در سال‌های سوم و چهارم، به‌ترتیب به ۹۳۰,۹۴۸,۵۱۰,۳۳۱ ریال و ۱,۰۴۳,۶۹۶,۴۴۵,۷۶۵ ریال افزایش می‌یابد. در پایان سال پنجم نیز جریان نقد عملیاتی به ۱,۵۰۰,۱۸۸,۳۰۰,۳۸۲ ریال می‌رسد که معادل رشد حدود ۳۳.۸۱ درصد نسبت به سال نخست است.

در مدل مالی ارائه‌شده، جریان نقد عملیاتی در تمامی سال‌ها برابر با سود خالص منظور شده است. این برابری بیانگر آن است که تعدیلات غیرنقدی و تغییرات اقلام تعهدی و سرمایه در گردش، به‌صورت جداگانه در محاسبه نقد حاصل از عملیات انعکاس نیافته‌اند. بنابراین، تحقق این جریان نقد به وصول درآمدهای اجاره و سود سپرده‌ها و پرداخت هزینه‌ها مطابق زمان‌بندی مفروض وابسته خواهد بود و صرف برابری آن با سود خالص، برای نتیجه‌گیری درباره کیفیت وصول درآمدها کفایت نمی‌کند.

۲ .جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری

در سال نخست، پرداخت نقدی سرفصل تجمیعی «تحصیل سرمایه‌گذاری‌های سپرده بانکی و خرید ملک» برابر با ۱۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال و دریافت نقدی بابت ودایع مستأجران برابر با ۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال پیش‌بینی شده است. برآیند این اقلام، خروج خالص نقد به مبلغ ۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال از محل فعالیت‌های سرمایه‌گذاری است که با منابع حاصل از انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری در همان سال تأمین می‌شود.

دریافت نقدی بابت ودایع در سال دوم به ۳۱۵,۵۴۱,۹۳۱,۲۵۰ ریال کاهش یافته و سپس در سال‌های سوم تا پنجم، به‌ترتیب به ۵۶۳,۳۳۰,۰۸۵,۳۶۸ ریال، ۷۹۵,۷۲۱,۹۱۲,۹۷۷ ریال و ۱,۱۲۳,۹۸۲,۸۶۴,۱۱۲ ریال افزایش می‌یابد. این مبالغ، منابع نقدی در اختیار صندوق ایجاد می‌کنند؛ بااین‌حال، ودایع ماهیت قابل‌استرداد داشته و درآمد یا منابع دائمی متعلق به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری محسوب نمی‌شوند. ازاین‌رو، استفاده از آنها باید با رعایت زمان‌بندی تعهدات بازپرداخت انجام پذیرد.

گردش سپرده‌های بانکی نیز بخش مهمی از جریان‌های سرمایه‌گذاری را تشکیل می‌دهد. در سال پنجم، دریافت نقدی بابت بستن سپرده‌های قبلی برابر با ۳,۰۱۸,۷۶۸,۲۸۹,۴۴۴ ریال و پرداخت نقدی در سرفصل تجمیعی سرمایه‌گذاری‌های سپرده بانکی و خرید

ملک برابر با ۴,۲۴۷,۱۲۰,۷۹۸,۱۳۳ ریال پیش‌بینی شده است. برای شفافیت بیشتر، تفکیک پرداخت‌های مربوط به خرید ملک از سپرده‌گذاری بانکی در ارائه نهایی جدول ضروری خواهد بود.

در مجموع، جریان خالص فعالیت‌های سرمایه‌گذاری پس از خروج اولیه سال نخست، در سال‌های دوم تا پنجم نیز منفی بوده و به‌ترتیب برابر با ۱۱۲,۱۰۹,۹۰۷,۳۷۵ ریال، ۸۸,۹۶۹,۶۰۱,۴۴۰ ریال، ۹۳,۰۹۴,۸۵۱,۰۳۳ ریال و ۱۰۴,۳۶۹,۶۴۴,۵۷۷ ریال خروج نقد پیش‌بینی شده است. این مبالغ نشان‌دهنده تخصیص خالص بخشی از منابع صندوق به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری پس از لحاظ دریافت ودایع و آزادسازی سپرده‌های قبلی است.

۳ .جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی

در سال نخست، مبلغ ۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال از محل انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری عادی و ممتاز تأمین شده است. در سال‌های بعد، دریافت جدیدی از محل انتشار واحدها یا استقراض در مدل پیش‌بینی نشده و جریان‌های نقدی این بخش صرفاً به پرداخت سود اختصاص دارد. البته نبود استقراض در بخش تأمین مالی، به معنای فقدان تعهدات صندوق نیست؛ زیرا ودایع مستأجران و سود پرداختنی نیز باید در ارزیابی تعهدات لحاظ شوند.

پرداخت نقدی سود با یک سال فاصله نسبت به شناسایی سود خالص و بر مبنای توزیع ۹۰ درصد سود سال قبل منظور شده است. بر این اساس، پرداخت سود در سال دوم برابر با ۱,۰۰۸,۹۸۹,۱۶۶,۳۷۵ ریال بوده و در سال‌های سوم، چهارم و پنجم به‌ترتیب به ۸۰۰,۷۲۶,۴۱۲,۹۶۳ ریال، ۸۳۷,۸۵۳,۶۵۹,۲۹۸ ریال و ۹۳۹,۳۲۶,۸۰۱,۱۸۹ ریال می‌رسد. سود تخصیص‌یافته از محل عملکرد سال پنجم، به مبلغ ۱,۳۵۰,۱۶۹,۴۷۰,۳۴۴ ریال، در دوره پنج‌ساله این جدول پرداخت نشده و لازم است در تعهدات پایان دوره و ارزیابی منابع نقدی قابل‌استفاده لحاظ گردد.

۴ .تحلیل وضعیت نقدینگی و مانده پایانی

خالص تغییر موجودی نقد در سال نخست مثبت و برابر با ۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰ ریال است. در سال دوم، به‌دلیل مجموع پرداخت سود سال قبل و خالص خروج نقد سرمایه‌گذاری، موجودی نقد به میزان ۲۳۱,۴۰۳,۰۵۹,۳۴۷ ریال کاهش می‌یابد. این روند در سال‌های سوم تا پنجم معکوس شده و افزایش خالص موجودی نقد به‌ترتیب برابر با ۴۱,۲۵۲,۴۹۵,۹۲۸ ریال، ۱۱۲,۷۴۷,۹۳۵,۴۳۵ ریال و ۴۵۶,۴۹۱,۸۵۴,۶۱۷ ریال پیش‌بینی شده است.

در نتیجه، مانده نقد پایان دوره پس از کاهش از ۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰ ریال در سال نخست به ۸۸۹,۶۹۶,۰۱۴,۴۰۳ ریال در سال دوم، به‌تدریج افزایش یافته و در پایان سال پنجم به ۱,۵۰۰,۱۸۸,۳۰۰,۳۸۲ ریال می‌رسد. بااین‌حال، این مانده را نمی‌توان تماماً مازاد نقد آزاد تلقی نمود؛ زیرا پرداخت سود مربوط به عملکرد سال پنجم و سایر تعهدات نقدی باید در برابر آن بررسی شود.

در جمع‌بندی، صورت جریان وجوه نقد سناریوی دوم، در چارچوب مفروضات مدل، بیانگر تأمین مصارف پیش‌بینی‌شده بدون نیاز به استقراض جدید و حفظ مانده نقد مثبت طی دوره است. پایداری این وضعیت به تحقق جریان‌های عملیاتی، دسترسی به سپرده‌ها در سررسیدهای موردنیاز و هماهنگی پرداخت سود و استرداد ودایع با منابع نقدی صندوق وابسته خواهد بود.

جریان های نقدی حاصل از فعالیتهای عملیاتی:	منتهی به سال اول	منتهی به سال دوم	منتهی به سال سوم	منتهی به سال چهارم	منتهی به سال پنجم
نقد حاصل از عملیات	۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰	۸۸۹,۶۹۶,۰۱۴,۴۰۳	۹۳۰,۹۴۸,۵۱۰,۳۳۱	۱,۰۴۳,۶۹۶,۴۴۵,۷۶۵	۱,۵۰۰,۱۸۸,۳۰۰,۳۸۲
جریان خالص ورود (خروج) نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی	۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰	۸۸۹,۶۹۶,۰۱۴,۴۰۳	۹۳۰,۹۴۸,۵۱۰,۳۳۱	۱,۰۴۳,۶۹۶,۴۴۵,۷۶۵	۱,۵۰۰,۱۸۸,۳۰۰,۳۸۲
جریان های نقدی حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری :					
پرداخت های نقدی برای تحصیل سرمایه گذاری در املاک	۰	۰	۰	۰	۰
پرداخت های نقدی برای (تحصیل) ابطال سرمایه گذاری های سپرده بانکی و خرید ملک	(۱۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱,۴۷۷,۶۵۱,۸۳۸,۶۲۵)	(۲,۱۲۹,۹۵۱,۵۲۵,۴۳۳)	(۳,۰۱۸,۷۶۸,۲۸۹,۴۴۴)	(۴,۲۴۷,۱۲۰,۷۹۸,۱۳۳)
دریافت نقدی بابت ودیعه مسکن	۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۳۱۵,۵۴۱,۹۳۱,۲۵۰	۵۶۳,۳۳۰,۰۸۵,۳۶۸	۷۹۵,۷۲۱,۹۱۲,۹۷۷	۱,۱۲۳,۹۸۲,۸۶۴,۱۱۲
دریافت نقدی بابت بستن سرمایه گذاری سپرده بانکی	۰	۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۱,۴۷۷,۶۵۱,۸۳۸,۶۲۵	۲,۱۲۹,۹۵۱,۵۲۵,۴۳۳	۳,۰۱۸,۷۶۸,۲۸۹,۴۴۴
جریان خالص ورود (خروج) نقد حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری	(۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)	(۱۱۲,۱۰۹,۹۰۷,۳۷۵)	(۸۸,۹۶۹,۶۰۱,۴۴۰)	(۹۳,۰۹۴,۸۵۱,۰۳۳)	(۱۰۴,۳۶۹,۶۴۴,۵۷۷)
جریان خالص ورود (خروج) نقد قبل از فعالیت های سرمایه گذاری	(۸,۸۷۸,۹۰۰,۹۲۶,۲۵۰)	۷۷۷,۵۸۶,۱۰۷,۰۲۸	۸۴۱,۹۷۸,۹۰۸,۸۹۰	۹۵۰,۶۰۱,۵۹۴,۷۳۲	۱,۳۹۵,۸۱۸,۶۵۵,۸۰۶
جریان های نقدی حاصل از فعالیتهای تامین مالی :	۰	۰		۰	۰
دریافت های نقدی حاصل از انتشار واحدهای سرمایه گذاری عادی و ممتاز	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	۰		۰	۰
پرداخت های نقدی بابت سود پرداختنی	۰	(۱,۰۰۸,۹۸۹,۱۶۶,۳۷۵)	(۸۰۰,۷۲۶,۴۱۲,۹۶۳)	(۸۳۷,۸۵۳,۶۵۹,۲۹۸)	(۹۳۹,۳۲۶,۸۰۱,۱۸۹)
جریان خالص ورود (خروج) نقد حاصل از فعالیت های تامین مالی	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	(۱,۰۰۸,۹۸۹,۱۶۶,۳۷۵)	(۸۰۰,۷۲۶,۴۱۲,۹۶۳)	(۸۳۷,۸۵۳,۶۵۹,۲۹۸)	(۹۳۹,۳۲۶,۸۰۱,۱۸۹)
خالص افزایش (کاهش) در موجودی نقد	۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰	(۲۳۱,۴۰۳,۰۵۹,۳۴۷)	۴۱,۲۵۲,۴۹۵,۹۲۸	۱۱۲,۷۴۷,۹۳۵,۴۳۵	۴۵۶,۴۹۱,۸۵۴,۶۱۷
مانده موجودی نقد در ابتدای دوره	۰	۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰	۸۸۹,۶۹۶,۰۱۴,۴۰۳	۹۳۰,۹۴۸,۵۱۰,۳۳۱	۱,۰۴۳,۶۹۶,۴۴۵,۷۶۵
مانده موجودی نقد در پایان دوره	**۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰**	**۸۸۹,۶۹۶,۰۱۴,۴۰۳**	**۹۳۰,۹۴۸,۵۱۰,۳۳۱**	**۱,۰۴۳,۶۹۶,۴۴۵,۷۶۵**	**۱,۵۰۰,۱۸۸,۳۰۰,۳۸۲**

ترازنامه

۱- پیش‌بینی شده صندوق کاخ برای پنج دوره آتی کاخ سناریو ۱ (نرخ رشد املاک ۳۰ درصد سالانه)

با اتکا به ترازنامه پیش‌بینی‌شده منتهی به سال‌های اول لغایت پنجم، جمع دارایی‌های صندوق از ۱۲,۱۷۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰ ریال در سال اول به ۱۴,۴۶۴,۰۵۸,۲۵۷,۴۷۴ ریال در سال پنجم افزایش یافته است که بیانگر نرخ رشد تجمعی حدود ۱۸.۸۰ درصد می‌باشد. این افزایش عمدتاً در مانده سپرده‌های بانکی انعکاس یافته و با نگهداری بخشی از سود حاصل از فعالیت و افزایش منابع دریافتی بابت ودایع اجاره همراه بوده است. در بخش سرمایه‌گذاری‌های ملکی، زمین و ساختمان به‌ترتیب با مبالغ ۸,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال و ۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال، در مجموع معادل ۱۰,۰۰۰ میلیارد ریال، در تمام طول دوره ثابت مانده‌اند. این ثبات نشان‌دهنده عدم انعکاس رشد مفروض سالانه ۳۰ درصدی ارزش املاک در مبالغ دفتری ارائه‌شده است؛ همچنین، مطابق صورت سود و زیان پیش‌بینی‌شده، هزینه استهلاک در مدل مالی صفر لحاظ گردیده که مبنای آن باید در رویه‌های حسابداری صندوق تشریح شود.

ترکیب دارایی‌های نقد و سپرده‌های بانکی طی دوره با افزایش همراه بوده است. مجموع این دو سرفصل از ۲,۱۷۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰ ریال در سال اول، شامل ۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰ ریال نقد و ۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال سپرده بانکی، با رشد تجمعی حدود ۱۰۵.۲۶ درصد به ۴,۴۶۴,۰۵۸,۲۵۷,۴۷۴ ریال در سال پنجم رسیده است. از این مبلغ، ۱,۱۰۲,۵۶۱,۵۸۴,۳۲۶ ریال مربوط به موجودی نقد و ۳,۳۶۱,۴۹۶,۶۷۳,۱۴۸ ریال مربوط به سپرده‌های بانکی می‌باشد. بنابراین، افزایش منابع نقد و سپرده طی دوره عمدتاً ناشی از رشد سپرده‌های بانکی بوده و موجودی نقد پایان سال پنجم، اندکی کمتر از مانده پایان سال نخست پیش‌بینی شده است.

در همین راستا، سرفصل پیش‌دریافت اجاره که در مدل مالی معرف ودایع دریافتی مستأجران است، از ۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال در سال اول به ۳,۰۰۲,۴۹۷,۴۴۰,۰۷۹ ریال در سال پنجم افزایش یافته که معادل رشد تجمعی حدود ۱۸۵.۹۵ درصد می‌باشد. این منابع در کنار سود نگهداری‌شده، امکان توسعه سپرده‌گذاری بانکی را فراهم نموده‌اند؛ به‌طوری‌که مانده سپرده‌های بانکی در پایان سال پنجم، به میزان ۳۵۸,۹۹۹,۲۳۳,۰۶۹ ریال از مانده ودایع بیشتر است. بااین‌حال، ودایع دریافتی ماهیت تعهدی داشته و افزایش آنها به‌تنهایی به معنای افزایش خالص ارزش دارایی‌های متعلق به سرمایه‌گذاران نیست؛ ازاین‌رو، هماهنگی سررسید و قابلیت برداشت سپرده‌ها با زمان بازپرداخت ودایع، در مدیریت نقدینگی صندوق اهمیت خواهد داشت.

در سمت منابع تأمین مالی و تعهدات، سرفصل درج‌شده تحت عنوان بدهی به سرمایه‌گذاران در تمامی سال‌ها در سطح ۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال ثابت مانده است. این وضعیت، در کنار نبود سرفصل تسهیلات مالی در ترازنامه و نبود دریافت تأمین مالی جدید در صورت جریان وجوه نقد سال‌های دوم تا پنجم، بیانگر اتکای مدل به منابع اولیه دارندگان واحدها و گردش وجوه داخلی پس از تجهیز منابع اولیه می‌باشد. طبقه‌بندی نهایی منابع منتسب به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری نیز باید متناسب با ماهیت واحدها و چارچوب گزارشگری مالی صندوق تعیین شود.

سود انباشته طی دوره روندی صعودی داشته و از ۱۱۲,۴۸۶,۵۶۲,۵۰۰ ریال در سال نخست، با رشد تجمعی حدود ۳۱۷.۱۷ درصد، به ۴۶۹,۲۵۵,۳۹۱,۵۰۲ ریال در پایان سال پنجم رسیده است. این افزایش با سیاست نگهداری ۱۰ درصد سود خالص سالانه در صندوق انطباق دارد و نشان‌دهنده تقویت تدریجی منابع داخلی، هم‌زمان با پیش‌بینی توزیع بخش عمده سود میان سرمایه‌گذاران می‌باشد. سرفصل سود پرداختنی نیز پس از کاهش از ۱,۰۱۲,۳۷۹,۰۶۲,۵۰۰ ریال در سال اول به ۷۲۲,۴۶۲,۰۶۱,۴۷۲ ریال در سال سوم، در سال‌های چهارم و پنجم افزایش یافته و در پایان دوره به ۹۹۲,۳۰۵,۴۲۵,۸۹۳ ریال رسیده است. این مبلغ معادل ۹۰ درصد سود خالص سال پنجم بوده و مطابق زمان‌بندی صورت جریان وجوه نقد، پرداخت آن به دوره بعد انتقال یافته است.

در پایان سال پنجم، موجودی نقد به مبلغ ۱,۱۰۲,۵۶۱,۵۸۴,۳۲۶ ریال، از مانده سود پرداختنی همان سال بیشتر است؛ همچنین، مانده سپرده‌های بانکی از ودایع دریافتی فراتر می‌رود. این ترکیب، از منظر مقایسه مانده‌های پایان دوره، پشتوانه‌ای برای پوشش تعهدات یادشده فراهم می‌نماید؛ بااین‌حال، کفایت واقعی نقدینگی به زمان‌بندی پرداخت‌ها، شرایط برداشت سپرده‌ها و سایر نیازهای عملیاتی وابسته است و صرف برتری مانده دارایی‌های نقد و سپرده بر این تعهدات، به معنای حذف ریسک نقدینگی نخواهد بود.

در جمع‌بندی، ساختار ترازنامه صندوق در سناریوی رشد سالانه ۳۰ درصدی املاک، بیانگر ثبات مبالغ دفتری سرمایه‌گذاری‌های ملکی، افزایش مانده سپرده‌های بانکی و تقویت تدریجی سود انباشته است. پایداری این ساختار به تحقق درآمدهای پیش‌بینی‌شده، مدیریت تعهدات ناشی از ودایع و سود تقسیمی و حفظ تناسب میان سررسید منابع و مصارف وابسته خواهد بود. همچنین، آثار افزایش ارزش روز املاک باید به‌صورت جداگانه در محاسبات خالص ارزش دارایی‌های صندوق بررسی شود و با رشد جمع دارایی‌های دفتری یکسان تلقی نگردد.

صورت وضعیت مالی (ترازنامه) پیش‌بینی‌شده صندوق به شرح جدول زیر می‌باشد (ارقام موجود در جدول به ریال است):

منتهی به سال اول			
نقد	۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰	بدهی به سرمایه گذاران	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
سپرده بانکی	۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	پیش دریافت اجاره	۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
سرمایه گذاری در زمین	۸,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود انباشته	۱۱۲,۴۸۶,۵۶۲,۵۰۰
سرمایه گذاری در ساختمان	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود پرداختنی	۱,۰۱۲,۳۷۹,۰۶۲,۵۰۰
	۰		
جمع دارایی ها	**۱۲,۱۷۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰**	**جمع بدهی ها**	**۱۲,۱۷۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰**
	-		-

منتهی به سال دوم			
نقد	۸۳۵,۳۶۵,۱۹۳,۲۹۴	بدهی به سرمایه گذاران	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
سپرده بانکی	۱,۴۱۰,۵۴۹,۰۶۲,۵۰۰	پیش دریافت اجاره	۱,۲۹۸,۰۶۲,۵۰۰,۰۰۰
سرمایه گذاری در زمین	۸,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود انباشته	۱۹۶,۰۲۳,۰۸۱,۸۲۹
سرمایه گذاری در ساختمان	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود پرداختنی	۷۵۱,۸۲۸,۶۷۳,۹۶۴
	۰		
جمع دارایی ها	**۱۲,۲۴۵,۹۱۴,۲۵۵,۷۹۴**	**جمع بدهی ها**	**۱۲,۲۴۵,۹۱۴,۲۵۵,۷۹۴**
			-

منتهی به سال سوم			
نقد	۸۰۲,۷۳۵,۶۲۳,۸۵۷	بدهی به سرمایه گذاران	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
سپرده بانکی	۱,۹۱۲,۷۱۰,۷۳۸,۰۷۹	پیش دریافت اجاره	۱,۷۱۶,۶۸۷,۶۵۶,۲۵۰
سرمایه گذاری در زمین	۸,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود انباشته	۲۷۶,۲۹۶,۶۴۴,۲۱۵
سرمایه گذاری در ساختمان	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود پرداختنی	۷۲۲,۴۶۲,۰۶۱,۴۷۲
	۰		
جمع دارایی ها	**۱۲,۷۱۵,۴۴۶,۳۶۱,۹۳۷**	**جمع بدهی ها**	**۱۲,۷۱۵,۴۴۶,۳۶۱,۹۳۷**
			-

منتهی به سال چهارم			
نقد	۸۲۷,۰۲۵,۸۸۸,۵۴۱	بدهی به سرمایه گذاران	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
سپرده بانکی	۲,۵۴۶,۶۱۶,۰۶۹,۶۰۶	پیش دریافت اجاره	۲,۲۷۰,۳۱۹,۴۲۵,۳۹۱
سرمایه گذاری در زمین	۸,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود انباشته	۳۵۸,۹۹۹,۲۳۳,۰۶۹
سرمایه گذاری در ساختمان	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود پرداختنی	۷۴۴,۳۲۳,۲۹۹,۶۸۷
	۰		
جمع دارایی ها	**۱۳,۳۷۳,۶۴۱,۹۵۸,۱۴۷**	**جمع بدهی ها**	**۱۳,۳۷۳,۶۴۱,۹۵۸,۱۴۷**
			-

منتهی به سال پنجم			
نقد	۱,۱۰۲,۵۶۱,۵۸۴,۳۲۶	بدهی به سرمایه گذاران	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
سپرده بانکی	۳,۳۶۱,۴۹۶,۶۷۳,۱۴۸	پیش دریافت اجاره	۳,۰۰۲,۴۹۷,۴۴۰,۰۷۹
سرمایه گذاری در زمین	۸,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود انباشته	۴۶۹,۲۵۵,۳۹۱,۵۰۲
سرمایه گذاری در ساختمان	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود پرداختنی	۹۹۲,۳۰۵,۴۲۵,۸۹۳
	۰		
جمع دارایی ها	**۱۴,۴۶۴,۰۵۸,۲۵۷,۴۷۴**	**جمع بدهی ها**	**۱۴,۴۶۴,۰۵۸,۲۵۷,۴۷۴**
			-

۲- پیش‌بینی شده صندوق کاخ برای پنج دوره آتی کاخ سناریو ۲ (نرخ رشد املاک ۳۷.۷ درصد سالانه)

با استناد به صورت وضعیت مالی (ترازنامه) پیش‌بینی‌شده منتهی به سال‌های اول لغایت پنجم در سناریوی دوم، مجموع دارایی‌های صندوق از ۱۲,۱۷۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰ ریال در پایان سال نخست، با افزایش ۳,۵۷۶,۲۱۰,۰۲۴,۷۶۵ ریالی، معادل بیش از ۳,۵۷۶ میلیارد ریال، به ۱۵,۷۴۷,۳۰۹,۰۹۸,۵۱۵ ریال در پایان سال پنجم می‌رسد. این افزایش بیانگر رشد تجمعی حدود ۲۹.۳۸ درصد است که در مقایسه با سناریوی اول، توسعه بیشتری را در حجم دارایی‌های دفتری نشان می‌دهد. منشأ افزایش مذکور، رشد موجودی نقد و سپرده‌های بانکی بوده که با افزایش ودایع مستأجران و نگهداری بخشی از سود سالانه در صندوق همراه است.

تحلیل بخش دارایی‌ها

سرمایه‌گذاری در املاک: ارزش دفتری زمین به مبلغ ۸,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال و ساختمان به مبلغ ۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال، در مجموع معادل ۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال، در تمامی سال‌های پیش‌بینی ثابت منظور شده است. بنابراین، رشد مفروض سالانه ۳۷.۷ درصدی ارزش املاک در ارقام این ترازنامه انعکاس نیافته و آثار آن باید در ارزش‌گذاری روز دارایی‌ها و محاسبات بازده سرمایه‌گذاری بررسی شود. همچنین، ثابت ماندن مبلغ دفتری ساختمان و صفر بودن هزینه استهلاک در مدل، به‌تنهایی بیانگر نبود فرسودگی اقتصادی نیست و مبنای این نحوه ثبت باید در رویه‌های حسابداری صندوق تشریح گردد.

موجودی نقد و سپرده‌های بانکی: مجموع این اقلام از ۲,۱۷۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰ ریال در پایان سال نخست به ۵,۷۴۷,۳۰۹,۰۹۸,۵۱۵ ریال در پایان سال پنجم افزایش یافته که معادل رشد تجمعی حدود ۱۶۴.۷۲ درصد است. اجزای این افزایش به شرح زیر می‌باشد:

موجودی نقد از ۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰ ریال در سال نخست، پس از کاهش در سال دوم، به ۱,۵۰۰,۱۸۸,۳۰۰,۳۸۲ ریال در پایان سال پنجم رسیده است؛ بنابراین، رشد آن نسبت به سال نخست حدود ۳۳.۸۱ درصد می‌باشد. این مبالغ با مانده نقد پایان دوره در صورت جریان وجوه نقد تطبیق دارد.

سپرده‌های بانکی از ۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال در پایان سال نخست به ۴,۲۴۷,۱۲۰,۷۹۸,۱۳۳ ریال در پایان سال پنجم افزایش یافته که بیانگر رشد تجمعی حدود ۳۰۴.۴۹ درصد و بیش از چهار برابر شدن مانده این سرفصل است.

افزایش منابع نقد و سپرده‌ها، ظرفیت صندوق برای مدیریت پرداخت‌ها را تقویت می‌کند؛ بااین‌حال، میزان دسترسی به سپرده‌ها و طبقه‌بندی آنها به‌عنوان دارایی جاری، به سررسید، شرایط برداشت و محدودیت‌های احتمالی وابسته خواهد بود.

تحلیل بخش تعهدات و منابع منتسب به سرمایه‌گذاران

منابع حاصل از انتشار واحدهای سرمایه‌گذاری: مبلغ این سرفصل که در جدول با عنوان «بدهی به سرمایه‌گذاران» ارائه شده، در تمامی سال‌ها برابر با ۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال ثابت مانده است. این ثبات نشان می‌دهد افزایش منابع از محل انتشار واحدهای جدید در سال‌های دوم تا پنجم پیش‌بینی نشده است. طبقه‌بندی مبلغ مذکور به‌عنوان بدهی یا خالص دارایی‌های منتسب به دارندگان

واحدها، باید بر اساس ویژگی واحدها و چارچوب گزارشگری مالی مربوط تعیین شود؛ ازاین‌رو، این عنوان نباید با تسهیلات بانکی یا استقراض متعارف یکسان تلقی گردد.

ودایع مستأجران: سرفصل درج‌شده تحت عنوان «پیش‌دریافت اجاره»، مطابق ارتباط آن با جریان دریافت ودایع در صورت جریان وجوه نقد، از ۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال در پایان سال نخست به ۳,۸۴۸,۵۷۶,۷۹۳,۷۰۸ ریال در پایان سال پنجم افزایش یافته است. این تغییر، معادل رشد تجمعی حدود ۲۶۶.۵۳ درصد می‌باشد. چنانچه مبالغ مذکور ماهیت قابل‌استرداد داشته باشند، استفاده از عنوان «ودایع دریافتی از مستأجران» برای ارائه آنها دقیق‌تر خواهد بود.

در پایان سال پنجم، مانده سپرده‌های بانکی به مبلغ ۴,۲۴۷,۱۲۰,۷۹۸,۱۳۳ ریال، از مانده ودایع مستأجران بیشتر است؛ بنابراین، برخلاف متن پیشین، این دو سرفصل برابر نیستند. همچنین، کفایت پوشش تعهدات صرفاً از مقایسه مبلغ آنها احراز نمی‌شود و مستلزم تطبیق سررسید سپرده‌ها با زمان احتمالی استرداد ودایع و بررسی شرایط دسترسی به وجوه است.

سود انباشته: مانده این سرفصل از ۱۱۲,۱۰۹,۹۰۷,۳۷۵ ریال در پایان سال نخست به ۵۴۸,۵۶۲,۸۳۴,۴۶۳ ریال در پایان سال پنجم افزایش یافته که نشان‌دهنده رشد تجمعی حدود ۳۸۹.۳۱ درصد است. افزایش سود انباشته با سیاست نگهداری ۱۰ درصد سود خالص سالانه در مدل مالی سازگار بوده و بیانگر تقویت تدریجی منابع داخلی صندوق است. این سرفصل ماهیت بدهی به اشخاص ثالث ندارد و باید در ارائه نهایی صورت وضعیت مالی، متناسب با چارچوب گزارشگری صندوق طبقه‌بندی شود.

سود پرداختنی: این سرفصل بیانگر تخصیص ۹۰ درصد سود خالص هر سال برای توزیع میان دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری است. مانده آن از ۱,۰۰۸,۹۸۹,۱۶۶,۳۷۵ ریال در پایان سال نخست، پس از کاهش به ۸۰۰,۷۲۶,۴۱۲,۹۶۳ ریال در سال دوم، مجدداً افزایش یافته و در پایان سال پنجم به ۱,۳۵۰,۱۶۹,۴۷۰,۳۴۴ ریال می‌رسد. مطابق صورت جریان وجوه نقد، پرداخت این مبالغ با یک سال فاصله پیش‌بینی شده است؛ بنابراین، سود پرداختنی پایان سال پنجم همچنان تعهدی برای دوره بعد محسوب می‌شود.

جمع‌بندی وضعیت مالی

ترازنامه پیش‌بینی‌شده صندوق کاخ در سناریوی دوم، بیانگر ثبات مبلغ دفتری سرمایه‌گذاری در املاک و افزایش تدریجی منابع نقد و سپرده‌های بانکی است. بااین‌حال، بخشی از افزایش دارایی‌ها در مقابل رشد تعهدات ناشی از ودایع مستأجران و سود پرداختنی ایجاد شده و نباید تمام آن به‌عنوان افزایش منابع آزاد متعلق به سرمایه‌گذاران تفسیر شود.

در پایان سال پنجم، مجموع موجودی نقد و سپرده‌های بانکی برابر با ۵,۷۴۷,۳۰۹,۰۹۸,۵۱۵ ریال است که پس از کسر ودایع مستأجران و سود پرداختنی، مبلغ ۵۴۸,۵۶۲,۸۳۴,۴۶۳ ریال باقی می‌ماند؛ این مبلغ با سود انباشته پایان دوره برابر است. این رابطه، سازگاری ساختار پیش‌بینی‌شده را نشان می‌دهد، اما تضمینی برای دسترسی هم‌زمان به تمامی منابع یا حذف ریسک نقدینگی نیست. ارزیابی توان پرداخت صندوق همچنان به تحقق درآمدها، سررسید سپرده‌ها و زمان‌بندی تسویه تعهدات وابسته خواهد بود.

منتهی به سال اول			
نقد	۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰	بدهی به سرمایه گذاران	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
سپرده بانکی	۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	پیش دریافت اجاره	۱,۰۵۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
سرمایه گذاری در زمین	۸,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود انباشته	۱۱۲,۱۰۹,۹۰۷,۳۷۵
سرمایه گذاری در ساختمان	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود پرداختنی	۱,۰۰۸,۹۸۹,۱۶۶,۳۷۵
	۰		
جمع دارایی ها	**۱۲,۱۷۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰**	**جمع بدهی ها**	**۱۲,۱۷۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰**
	-		-

منتهی به سال دوم			
نقد	۸۸۹,۶۹۶,۰۱۴,۴۰۳	بدهی به سرمایه گذاران	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
سپرده بانکی	۱,۴۷۷,۶۵۱,۸۳۸,۶۲۵	پیش دریافت اجاره	۱,۳۶۵,۵۴۱,۹۳۱,۲۵۰
سرمایه گذاری در زمین	۸,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود انباشته	۲۰۱,۰۷۹,۵۰۸,۸۱۵
سرمایه گذاری در ساختمان	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود پرداختنی	۸۰۰,۷۲۶,۴۱۲,۹۶۳
	۰		
جمع دارایی ها	**۱۲,۳۶۷,۳۴۷,۸۵۳,۰۲۸**	**جمع بدهی ها**	**۱۲,۳۶۷,۳۴۷,۸۵۳,۰۲۸**
			-

منتهی به سال سوم			
نقد	۹۳۰,۹۴۸,۵۱۰,۳۳۱	بدهی به سرمایه گذاران	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
سپرده بانکی	۲,۱۲۹,۹۵۱,۵۲۵,۴۳۳	پیش دریافت اجاره	۱,۹۲۸,۸۷۲,۰۱۶,۶۱۸
سرمایه گذاری در زمین	۸,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود انباشته	۲۹۴,۱۷۴,۳۵۹,۸۴۸
سرمایه گذاری در ساختمان	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود پرداختنی	۸۳۷,۸۵۳,۶۵۹,۲۹۸
	۰		
جمع دارایی ها	**۱۳,۰۶۰,۹۰۰,۰۳۵,۷۶۴**	**جمع بدهی ها**	**۱۳,۰۶۰,۹۰۰,۰۳۵,۷۶۴**
			-

منتهی به سال چهارم			
نقد	۱,۰۴۳,۶۹۶,۴۴۵,۷۶۵	بدهی به سرمایه گذاران	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
سپرده بانکی	۳,۰۱۸,۷۶۸,۲۸۹,۴۴۴	پیش دریافت اجاره	۲,۷۲۴,۵۹۳,۹۲۹,۵۹۵
سرمایه گذاری در زمین	۸,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود انباشته	۳۹۸,۵۴۴,۰۰۴,۴۲۵
سرمایه گذاری در ساختمان	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود پرداختنی	۹۳۹,۳۲۶,۸۰۱,۱۸۹
	۰		
جمع دارایی ها	**۱۴,۰۶۲,۴۶۴,۷۳۵,۲۰۹**	**جمع بدهی ها**	**۱۴,۰۶۲,۴۶۴,۷۳۵,۲۰۹**
			-

منتهی به سال پنجم			
نقد	۱,۵۰۰,۱۸۸,۳۰۰,۳۸۲	بدهی به سرمایه گذاران	۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰
سپرده بانکی	۴,۲۴۷,۱۲۰,۷۹۸,۱۳۳	پیش دریافت اجاره	۳,۸۴۸,۵۷۶,۷۹۳,۷۰۸
سرمایه گذاری در زمین	۸,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود انباشته	۵۴۸,۵۶۲,۸۳۴,۴۶۳
سرمایه گذاری در ساختمان	۲,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰	سود پرداختنی	۱,۳۵۰,۱۶۹,۴۷۰,۳۴۴
	۰		
جمع دارایی ها	**۱۵,۷۴۷,۳۰۹,۰۹۸,۵۱۵**	**جمع بدهی ها**	**۱۵,۷۴۷,۳۰۹,۰۹۸,۵۱۵**
			-

محاسبه IRR و NPV

۱- سناریو۱ (نرخ رشد املاک ۳۰ درصد سالانه)

با استناد به خالص جریان‌های نقدی آزاد (FCF) برآورد شده، ارزش فعلی خالص (NPV) پروژه در افق پنج‌ساله با نرخ تنزیل مفروض، معادل ۱۲,۵۶۷,۴۶۱,۹۷۹,۲۵۴ ریال (بیش از ۱۲,۵۶۷ میلیارد ریال) محاسبه گردیده است. مثبت بودن چشمگیر این شاخص در این سطح، مؤید توانمندی فوق‌العاده پروژه در ثروت‌آفرینی پایدار، ایجاد ارزش افزوده مازاد بر هزینه سرمایه (WACC) و جبران هزینه فرصت سرمایه‌گذاران بوده و توجیه‌پذیری اقتصادی و مالی طرح را از منظر ارزش زمانی پول به شکلی کاملاً قاطع تبیین می‌نماید.

در ارزیابی نرخ بازده داخلی(IRR) ، عملکرد پروژه در دو افق زمانی مجزا مورد سنجش قرار گرفته است:

۱ .تحلیل میان‌مدت (۳ ساله): بر مبنای خروجی نقدی اولیه (۱۰,۰۰۰ میلیارد ریال)، دریافت جریانات نقدی عملیاتی سال‌های اول تا سوم، و با فرض بازیافت سرمایه از محل فروش و نقدشوندگی دارایی‌ها در انتهای سال سوم (به مبلغ ۲۱,۶۲۲,۰۸۹,۷۶۵,۶۲۵ ریال)، نرخ بازده داخلی خالص پروژه معادل ٪۲۷.۴ برآورد شده است؛ این شاخص نشان‌دهنده توجیه‌پذیری و بازدهی رضایت‌بخش پروژه حتی در سناریوهای خروج زودهنگام و بازه‌های زمانی میان‌مدت است.

۲ .تحلیل بلندمدت (۵ ساله): با تداوم فعالیت صندوق تا پایان افق پنج‌ساله، جریان‌های نقدی عملیاتی تثبیت‌شده سالانه و لحاظ نمودن ارزش باقیمانده و نهایی دارایی‌ها (Terminal Value) در انتهای سال پنجم به مبلغ ۳۷,۸۱۷,۱۷۰,۱۳۸,۱۳۹ ریال، نرخ بازده داخلی به ٪۳۶.۶ ارتقاء می‌یابد که مبین ظرفیت عالی طرح در پوشش تورم و خلق بازده واقعی است.

سیر جریان‌های نقدی مندرج در جدول نشان می‌دهد که خروجی نقدی اولیه معادل ۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال در ابتدای سال اول، در طول دوره‌های بهره‌برداری با جریان‌های نقدی مثبت سالانه (شامل ۱,۱۲۴ میلیارد ریال در سال اول، ۸۳۵ میلیارد ریال در سال دوم، ۸۰۲ میلیارد ریال در سال سوم و ۸۲۷ میلیارد ریال در سال چهارم) همراه شده و نهایتاً در سال پنجم، ترکیب عایدات عملیاتی سالانه (۱,۱۴۸ میلیارد ریال) و جریان نقدی حاصل از خروج و فروش دارایی‌ها (۳۸,۹۱۹ میلیارد ریال)، مجموع خالص عایدات سال پنجم را به رقم کم‌نظیر ۳۸,۹۱۹,۷۳۱,۷۲۲,۴۶۵ ریال می‌رساند. این جهش چشمگیر ناشی از تحقق هم‌زمان منافع حاصل از اجاره‌داری در طول دوره و سود سرمایه‌ای (Capital Gain) انباشته ناشی از رشد سالانه ارزش املاک و مستغلات است.

بر این اساس، ارتقای ۹.۲ واحد درصدی نرخ IRR در بازه ۵ ساله نسبت به بازه ۳ ساله ، حاکی از آن است که استراتژی نگهداری حداکثری دارایی در قالب افق ۵ ساله، سناریوی بهینه به‌منظور حداکثرسازی ارزش و منافع اقتصادی سرمایه‌گذاران به شمار می‌رود. ثبت نرخ بازده داخلی ۳۶.۶ درصدی، به شکلی معنادار از نرخ حداقل بازده مورد انتظار (MARR)، هزینه تامین مالی و نرخ سود بدون ریسک سپرده‌های بانکی فراتر بوده و ریسک‌های نقدشوندگی و سیستماتیک این حوزه سرمایه‌گذاری را با حاشیه امنی بسیار مطلوب پوشش می‌دهد..

داریاروش
ICPA
نماینه قزاوش

خالص جریان های نقد در بازه زمانی یکساله	
۰	(۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)
۱	۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰
۲	۸۳۵,۳۶۵,۱۹۳,۲۹۴
۳	۸۰۲,۷۳۵,۶۲۳,۸۵۷
۴	۸۲۷,۰۲۵,۸۸۸,۵۴۱
۵	۳۸,۹۱۹,۷۳۱,۷۲۲,۴۶۵
NPVخالص	۱۲,۴۹۶,۷۳۸,۳۲۳,۴۰۴

محاسبه IRR	
ابتدای سال اول	(۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)
انتهای سال اول	۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰
انتهای سال دوم	۸۳۵,۳۶۵,۱۹۳,۲۹۴
انتهای سال سوم	۸۰۲,۷۳۵,۶۲۳,۸۵۷
انتهای سال سوم	۲۱,۶۲۲,۰۸۹,۷۶۵,۶۲۵
IRR خالص۳ ساله پروژه بر مبنای جریان های نقد سالانه	٪۲۷.۴

محاسبه IRR	
ابتدای سال اول	(۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)
انتهای سال اول	۱,۱۲۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰
انتهای سال دوم	۸۳۵,۳۶۵,۱۹۳,۲۹۴
انتهای سال سوم	۸۰۲,۷۳۵,۶۲۳,۸۵۷
انتهای سال چهارم	۸۲۷,۰۲۵,۸۸۸,۵۴۱
انتهای سال پنجم	۱,۱۰۲,۵۶۱,۵۸۴,۳۲۶
انتهای سال پنجم	۳۷,۸۱۷,۱۷۰,۱۳۸,۱۳۹
IRR خالص۵ ساله پروژه بر مبنای جریان های نقد سالانه	٪۳۶.۶

۲- سناریو۲ (نرخ رشد املاک ۳۷.۷ درصد سالانه)

بررسی و تحلیل شاخص‌های ارزش فعلی خالص (NPV) و نرخ بازده داخلی (IRR) بر مبنای جریان‌های نقد پیش‌بینی‌شده در سناریوی دوم (رشد ۳۷.۷ درصدی ارزش سالانه املاک)، برتری چشمگیر و جذابیت فوق‌العاده سرمایه‌گذاری در صندوق املاک و مستغلات کاخ را اثبات می‌کند. در این سناریو، تلفیق جریان‌های نقدی منظم حاصل از عملیات اجاره‌داری با جهش قابل‌توجه ارزش بازار دارایی‌های ملکی در زمان خروج، بازدهی به مراتب بالاتری را نسبت به سناریوی پایه محقق ساخته است.

۱ .تحلیل ارزش فعلی خالص(NPV)

ارزش فعلی خالص جریانات نقدی طرح در افق زمانی ۵ ساله با فرض خروج و تسویه دارایی‌ها در پایان سال پنجم، به رقم چشمگیر **۱۶,۵۲۶,۲۰۲,۵۱۰,۳۷۳** ریال رسیده است.

مثبت بودن قاطع این شاخص و فزونی چشمگیر آن نسبت به کل سرمایه‌گذاری اولیه (۱۰ هزار میلیارد ریال)، مؤید آن است که پروژه نه تنها کلیه انتظارات بازدهی سرمایه‌گذاران و هزینه فرصت پول را به طور کامل پوشش می‌دهد، بلکه ثروتی معادل ۱.۶ برابر اصل سرمایه اولیه به ارزش روز برای دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری خلق می‌نماید.

جریان نقد تجمیعی پایانی در سال پنجم به مبلغ ۵۳,۲۷۳,۸۹۱,۵۱۶,۷۰۳ ریال (شامل عایدات عملیاتی و ارزش بازاری بازیافت‌شده املاک پس از ۵ سال رشد ۳۷.۷ درصدی)، محرک اصلی این مازاد ارزش استثنایی به شمار می‌رود.

۲ .نرخ بازده داخلی ۳ ساله

به منظور سنجش میزان نقدشوندگی و توجیه‌پذیری طرح در میان‌مدت، چنانچه فرض شود صندوق در پایان سال سوم نسبت به نقدسازی دارایی‌های پایه (به ارزش کارشناسی روز معادل ۲۵,۹۴۸ میلیارد ریال) و تصفیه اقدام نماید:

- نرخ بازده داخلی خالص ۳ ساله سالانه معادل ۳۳.۲ درصد حاصل می‌گردد.
- این سطح از بازده سالانه در یک بازه زمانی ۳ ساله، حاکی از آن است که حتی در صورت کوتاه‌تر شدن افق سرمایه‌گذاری، صندوق کاخ قادر است به طور کامل بازده بدون ریسک اوراق درآمد ثابت و تورم ساختاری را شکست داده و بازدهی قطعی و مازاد جذابی نصیب سرمایه‌گذاران کند.

۳ .نرخ بازده داخلی ۵ ساله

در سناریوی پایه ارزیابی و با تکمیل چرخه پنج‌ساله فعالیت صندوق:

با احتساب جریان نقدی عملیاتی سال پنجم (۱,۵۰۰ میلیارد ریال) و عایدات ناشی از ارزش روز املاک پایه در پایان دوره (۵۱,۷۷۳ میلیارد ریال)، مجموع عایدات سال پنجم فراتر از ۵۳.۳ تریلیون ریال می‌رود.

بر این اساس، نرخ بازده داخلی سالانه **(IRR)** پنج‌ساله به رقم ممتاز ۴۵.۲ درصد دست می‌یابد.

تحقق بازده سالانه ۴۵.۲ درصدی در یک ساختار سرمایه‌گذاری با دارایی پایه شفاف، کم‌ریسک و متکی بر املاک و مستغلات شش‌دانگ، نشان‌دهنده توان هم‌افزایی حداکثری ابزارهای مالی و مستغلات است و صندوق کاخ را در رده پربازده‌ترین گزینه‌های سرمایه‌گذاری بدون ریسک ساختاری در بازار سرمایه کشور قرار می‌دهد.

خالص جریان های نقد در بازه زمانی یکساله	
۰	(۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)
۱	۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰
۲	۸۸۹,۶۹۶,۰۱۴,۴۰۳
۳	۹۳۰,۹۴۸,۵۱۰,۳۳۱
۴	۱,۰۴۳,۶۹۶,۴۴۵,۷۶۵
۵	۵۳,۲۷۳,۸۹۱,۵۱۶,۷۰۳
NPVخالص	**۱۶,۵۲۶,۲۰۲,۵۱۰,۳۷۳**

محاسبه IRR	
ابتدای سال اول	(۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)
انتهای سال اول	۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰
انتهای سال دوم	۸۸۹,۶۹۶,۰۱۴,۴۰۳
انتهای سال سوم	۹۳۰,۹۴۸,۵۱۰,۳۳۱
انتهای سال سوم	۲۵,۹۴۸,۵۱۳,۶۱۵,۱۹۴
IRR خالص۳ ساله پروژه بر مبنای جریان های نقد سالانه	**٪۳۳.۲**

محاسبه IRR	
ابتدای سال اول	(۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰)
انتهای سال اول	۱,۱۲۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰
انتهای سال دوم	۸۸۹,۶۹۶,۰۱۴,۴۰۳
انتهای سال سوم	۹۳۰,۹۴۸,۵۱۰,۳۳۱
انتهای سال چهارم	۱,۰۴۳,۶۹۶,۴۴۵,۷۶۵
انتهای سال پنجم	۱,۵۰۰,۱۸۸,۳۰۰,۳۸۲
انتهای سال پنجم	۵۱,۷۷۳,۷۰۳,۲۱۶,۳۲۰
IRR خالص۵ ساله پروژه بر مبنای جریان های نقد سالانه	**٪۴۵.۲**

خالص ارزش دارایی های صندوق

۱- در پایان هر سال در سناریو۱ (نرخ رشد املاک ۳۰ درصد سالانه)

بر اساس برآوردهای انجام‌شده، ارزش دفتری کل دارایی‌های صندوق از ۱۲,۱۷۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰ ریال در پایان سال اول به ۱۴,۴۶۴,۰۵۸,۲۵۷,۴۷۴ ریال در پایان سال پنجم افزایش یافته است. این روند بیانگر افزایش مطلق ۲,۲۸۹,۱۹۲,۶۳۲,۴۷۴ ریالی، معادل بیش از ۲,۲۸۹ میلیارد ریال، و رشد تجمعی حدود ۱۸.۸۰ درصد می‌باشد. نرخ رشد مرکب سالانه این شاخص در فاصله پایان سال اول تا پایان سال پنجم، مشتمل بر چهار فاصله سالانه، حدود ۴.۴۰ درصد محاسبه می‌شود. افزایش مذکور عمدتاً در مانده سپرده‌های بانکی انعکاس یافته و با افزایش ودایع دریافتی و نگهداری بخشی از سود سالانه در صندوق همراه بوده است.

سیر تغییرات سالانه نشان می‌دهد نرخ رشد ارزش دفتری کل دارایی‌ها در طول دوره به‌تدریج افزایش یافته است؛ به‌طوری‌که این شاخص در سال دوم با رشد حدود ۰.۵۸ درصد به ۱۲,۲۴۵,۹۱۴,۲۵۵,۷۹۴ ریال، در سال سوم با رشد حدود ۳.۸۳ درصد به ۱۲,۷۱۵,۴۴۶,۳۶۱,۹۳۷ ریال و در سال چهارم با رشد حدود ۵.۱۸ درصد به ۱۳,۳۷۳,۶۴۱,۹۵۸,۱۴۷ ریال رسیده است. در پایان سال پنجم نیز، با رشد حدود ۸.۱۵ درصد نسبت به سال قبل، ارزش دفتری کل دارایی‌ها به ۱۴,۴۶۴,۰۵۸,۲۵۷,۴۷۴ ریال افزایش یافته است.

این الگوی افزایشی، بیانگر توسعه حجم دارایی‌های ثبت‌شده در مدل مالی و تقویت تدریجی منابع نقد و سپرده‌های بانکی است. بااین‌حال، بخشی از افزایش دارایی‌ها از محل ودایع مستأجران تأمین شده که ماهیت تعهدی و قابل بازپرداخت دارند؛ بنابراین، رشد جمع دارایی‌ها به‌تنهایی معادل افزایش ثروت متعلق به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری نیست. ارزیابی این موضوع مستلزم بررسی هم‌زمان دارایی‌ها، تعهدات و منابع منتسب به سرمایه‌گذاران خواهد بود.

در جمع‌بندی، روند پیش‌بینی‌شده بیانگر افزایش مستمر ارزش دفتری کل دارایی‌ها و رشد سهم سپرده‌های بانکی در ترکیب دارایی‌های صندوق است. بااین‌حال، اظهارنظر درباره رشد خالص ارزش دارایی‌های متعلق به سرمایه‌گذاران، مستلزم محاسبه جداگانه NAV بر مبنای ارزش روز و پس از لحاظ تعهدات مربوط خواهد بود. بر این اساس، جدول حاضر مبنایی برای بررسی روند توسعه دارایی‌های دفتری صندوق فراهم می‌نماید و نباید به‌عنوان جدول نهایی خالص ارزش دارایی‌ها تلقی شود.

خالص ارزش دارایی های صندوق در پایان هر سال

سال	ارزش دارایی (ریال)
1	۱۲,۱۷۴,۸۶۵,۶۲۵,۰۰۰
2	۱۲,۲۴۵,۹۱۴,۲۵۵,۷۹۴
3	۱۲,۷۱۵,۴۴۶,۳۶۱,۹۳۷
4	۱۳,۳۷۳,۶۴۱,۹۵۸,۱۴۷
5	۱۴,۴۶۴,۰۵۸,۲۵۷,۴۷۴

۲- در پایان هر سال در سناریو۲ (نرخ رشد املاک ۳۷.۷ درصد سالانه)

بررسی روند پیش‌بینی‌شده ارزش دفتری کل دارایی‌های صندوق در پایان سال‌های اول لغایت پنجم در سناریوی دوم، بیانگر افزایش مستمر حجم دارایی‌های ثبت‌شده در ترازنامه است. بااین‌حال، ارقام این جدول معرف جمع دارایی‌ها پیش از کسر تعهدات بوده و نباید با خالص ارزش دارایی‌های صندوق (NAV) یکسان تلقی شود.

میزان و ساختار رشد دارایی‌های دفتری

ارزش دفتری کل دارایی‌های صندوق از ۱۲,۱۷۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰ ریال در پایان سال نخست، با افزایش ۳,۵۷۶,۲۱۰,۰۲۴,۷۶۵ ریالی، معادل بیش از ۳,۵۷۶ میلیارد ریال، به ۱۵,۷۴۷,۳۰۹,۰۹۸,۵۱۵ ریال در پایان سال پنجم می‌رسد. این تغییر بیانگر رشد تجمعی حدود ۲۹.۳۸ درصد و نرخ رشد مرکب سالانه حدود ۶.۶۵ درصد در چهار فاصله سالانه میان پایان سال اول و پایان سال پنجم است. با توجه به ثابت بودن ارزش دفتری زمین و ساختمان در سطح ۱۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال طی تمامی سال‌ها، افزایش جمع دارایی‌ها به‌طور کامل در رشد موجودی نقد و سپرده‌های بانکی انعکاس یافته است. این افزایش با دریافت ودایع مستأجران و نگهداری ۱۰ درصد سود خالص سالانه در صندوق ارتباط دارد. بااین‌حال، ودایع دریافتی ماهیت قابل‌استرداد دارند؛ بنابراین، افزایش دارایی‌های ناشی از آنها، به‌تنهایی به معنای افزایش خالص ثروت دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری نیست.

همچنین، در مدل مالی، ۹۰ درصد سود خالص هر سال برای توزیع تخصیص یافته و پرداخت نقدی آن با یک سال فاصله پیش‌بینی شده است. ازاین‌رو، بخشی از منابع موجود در پایان هر سال در مقابل سود پرداختنی قرار دارد و نمی‌توان تمامی آن را منابع آزاد صندوق تلقی نمود.

شتاب‌گیری نرخ رشد در سال‌های پایانی

نرخ رشد سالانه ارزش دفتری کل دارایی‌ها از حدود ۱.۶۱ درصد در سال دوم به ۵.۶۱ درصد در سال سوم و ۷.۶۷ درصد در سال چهارم افزایش یافته و در سال پنجم به حدود ۱۱.۹۸ درصد رسیده است. این روند، بیانگر افزایش تدریجی حجم منابع نقد و سپرده‌های بانکی در چارچوب مفروضات مدل است.

شتاب رشد دارایی‌ها با افزایش مانده ودایع مستأجران و تجمیع سود نگهداری‌شده همراه بوده است. بااین‌حال، نسبت دادن تمام این افزایش به اثر مرکب سود سپرده‌ها دقیق نیست؛ زیرا بخشی از منابع از محل افزایش تعهدات قابل‌بازپرداخت تأمین شده است. ارزیابی آثار این روند بر وضعیت مالی صندوق، مستلزم بررسی هم‌زمان دارایی‌ها، تعهدات و زمان‌بندی جریان‌های نقدی خواهد بود.

در جمع‌بندی، جدول حاضر نشان‌دهنده رشد مستمر دارایی‌های دفتری صندوق در سناریوی دوم است، نه محاسبه نهایی NAV. برای تعیین خالص ارزش دارایی‌ها، لازم است ارزش روز املاک با لحاظ رشد مفروض سالانه ۳۷.۷ درصد و سایر مفروضات ارزش‌گذاری تعیین و بدهی‌ها و تعهدات مربوط، با رعایت نحوه طبقه‌بندی حقوق دارندگان واحدها، از ارزش دارایی‌ها کسر گردد.

خالص ارزش دارایی های صندوق در پایان هر سال	
سال	ارزش دارایی (ریال)
۱	۱۲,۱۷۱,۰۹۹,۰۷۳,۷۵۰
۲	۱۲,۳۶۷,۳۴۷,۸۵۳,۰۲۸
۳	۱۳,۰۶۰,۹۰۰,۰۳۵,۷۶۴
۴	۱۴,۰۶۲,۴۶۴,۷۳۵,۲۰۹
۵	۱۵,۷۴۷,۳۰۹,۰۹۸,۵۱۵

بیانیه سلب مسئولیت

این گزارش صرفاً بر مبنای مفروضات قید شده در متن گزارش و به جهت پیش بینی درآمدها و هزینه های آتی صندوق تهیه شده است. با توجه تغییر پارامترهای اقتصادی در طول زمان و مدت فعالیت صندوق، درآمدها و هزینه‌های صندوق قطعا با موارد پیش‌بینی شده یکسان نخواهد بود و شرکت سبدگردان کاریزما به عنوان مدیر صندوق، هیچگونه تضمین بازده برمبنای مفروضات و پیش‌بینی‌های انجام شده برای سرمایه گذاران انجام نخواهد داد.

درآمدها و هزینه‌های صندوق سرمایه گذاری املاک و مستغلات کاخ و نیز صورت‌های مالی با توجه به الزامات سازمان بورس و اوراق بهادار و همچنین ملاحظات قانونی، در تارنمای صندوق منتشر می‌شود.

سرمایه گذاران برای آگاهی بیشتر می توانند به تارنمای صندوق به آدرس kakh.charismafunds.ir مراجعه نمایند.

گزارش طرح توجیهی افزایش سرمایه صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ در تاریخ ۱۴۰۵/۰۶/۳۱ به تایید اعضای هیئت مدیره شرکت سبدگردان کاریزما رسیده است.

رئیس هئیت مدیره	نائب رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل	عضو هیئت مدیره	عضو هیئت مدیره	عضو هیئت مدیره
فریدون زارعی	عزت‌اله طیبی	راضیه صباغیان	محمدرضا خانی	محمد حسن آهو

کاریزما

شرکت سبدگردان (سهامی خاص)

(۵)

گزارش طرح توجیهی افزایش سرمایه صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاخ در تاریخ ۱۴۰۵/۰۷/۱۲ به تایید شرکت عمران پرداس به عنوان مدیر بهره برداری صندوق رسیده است.



