

HEALTH MOBILE SOFTWARE
SAĞLIK MOBİL YAZILIM VE EĞİTİM A.Ş.

ŞİRKET DEĞERLEME RAPORU

TRIVE YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

21.06.2024

TRIVE YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1. YÖNETİCİ ÖZETİ

RAPOR BİLGİLERİ

Rapor Tarihi ve Sayısı	21.06.2024, 2024/1
Değerlemeyi Yapan Şirketin Unvanı	Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Değerlemeyi Yapan Şirketin Adresi	Reşitpaşa Mahallesi, Eski Büyükdere Caddesi, No: 2/6 Sarıyer İstanbul
Değerlemeyi Yapan Kişi	Özgecan Fırıldak, (SPL Düzey 3 Lisans, Sicil no 200303)
Raporu Talep Eden	Pera Yatırım Holding A.Ş.
Değerlemeye Konu Şirket	Hms Health Mobile Software Sağlık Mobil Yazılım ve Eğitim A.Ş.
Vergi No	Gevher Nesibe Vergi Dairesi - 4630597806
Değerlemeye Konu Şirketin Adresi	Merkez: Sahabiye Mah. Boylar Sk. No: 36 A Kocasinan / Kayseri, Türkiye İrtibat: Acıbadem Tekmer B Blok. 7.kat, İçerenköy Mah., Kayışdağı Cad. No:32, İstanbul, Türkiye
Değerlemeyi Yapan Şirketin Değerlenen Varlık ile İlişkisi	Bu değerlendirme raporunun hazırlanması haricinde iş ilişkisi bulunmamaktadır.
Değerleme Sözleşmesi Tarihi	14.06.2024
Değerleme Tarihi	21.06.2024

Bu raporun amacı, Health Mobile Software Sağlık Mobil Yazılım ve Eğitim A.Ş. ("HMS", "Şirket") ile Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Trive") arasında 14.06.2024 tarihinde imzalanmış olan Şirket Değerinin Tespitine Yönelik Değerleme Çalışmasına İlişkin Hizmet Sözleşmesi kapsamında, Şirket değerini rapor tarihi itibarıyla sağlanan bilgi, veri ve projeksiyonlar çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemlerini kullanarak belirlemektir. Değerleme çalışmasının; SPK' nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği' gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle, ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Health Mobile Software Sağlık Mobil Yazılım ve Eğitim A.Ş. 2017 yılından itibaren Auto Train Brain adıyla bir yazılım üretmek üzere TÜBİTAK 1512 fonlaması ile Erciyes Teknopark'ta kurulmuş, ek olarak uluslararası bir Venture Capital fonu olan DCP'den 50,000 EUR fon olarak faaliyetine başlamıştır. Bu yazılım ile dünya genelinde %10'u aşkın bir oranda görülen özgül öğrenme güçlüğü yaşayan bireyler için bir çözüm sunmaktadır. Bu çözüm, nöro geribildirim temelli bir yaklaşım kullanarak disleksi, diskalkuli, disgrafi, dispraksi, otizm, dikkat eksikliği, DEHB, anksiyete, depresyon, epilepsi, Alzheimer ve zihinsel yetersizlik gibi durumların üstesinden gelmeyi hedefleyen bir eğitim metodudur. Bu geniş yelpazeyi hedeflemesi nedeniyle her toplumun %50'sine hizmet verebilmektedir. Auto Train Brain içerisinde, disleksi/normal ayrımı yapan, disleksi alt grubunu belirleyen ve uygun özel eğitimi öneren yapay zeka modülleri bulunmaktadır. Bu amaç doğrultusunda üretilen Auto Train Brain yazılımı ve bu yazılımın özel başlığı kullanılarak kullanıcıların kendilerine özelleştirilmiş "nöro geri bildirim" programları sunarak beyin aktivitelerinin iyileştirilmesi ve bilişsel yeteneklerinin geliştirilmesi hedeflenmektedir. Çocuklar için herhangi bir yan etki olmaksızın ve tüm dünyada en yüksek etki seviyesine (0.88) sahip non-invaziv bir çözüm olarak Auto Train Brain ürünü, sürekli ve sürdürülebilir bir iyileşme sağlamaktadır.

Auto Train Brain aynı zamanda, psikolog, özel eğitimci, ergoterapist, dil ve konuşma terapisti, diyetisyen, fizyoterapist, çocuk gelişim uzmanları ile son kullanıcıyı bir araya getiren ve online son kullanıcıya hizmet verilmesini sağlayan bir pazaryeri platformudur. Bu platformdaki uzmanların Auto Train Brain ürünü eğitimleri ve sertifikaları bulunmaktadır.

Auto Train Brain'in özelliklerinden biri, kullanıcılarına özel olarak tasarlanmış eğitim programları sunmasıdır. EEG başlığı aracılığıyla ölçülen beyin sinyalleri, yapay zeka tarafından analiz edilerek kişiye özel bir eğitim planı oluşturulur. Bu sayede beyindeki yavaş dalgaların tespit edilmesi ve hedeflenen bölgelere yoğunlaştırılması sağlanır, bu da kullanıcıların daha etkili ve verimli bir şekilde iyileşmelerini sağlar. Auto Train Brain'in etkinliği klinik olarak kanıtlanmıştır ve disleksili çocuklar üzerinde yapılan klinik çalışmalar, başarılı sonuçlar ortaya koymuştur. Kullanıcıların okuma becerilerinde ve bilişsel yeteneklerinde %100'e varan artışlar gözlemlenmiştir.

Ürün, geliştirilmesi sürecinde Sabancı Üniversitesi, TÜBİTAK, KOSGEB ARGE, DCP (Avrupa Birliği ve Türkiye Cumhuriyeti) gibi prestijli kuruluşlardan finansman desteği sağlamıştır. Ayrıca Startup hızlandırma programlarına kabul edilmiştir. Yer aldığı hızlandırma programları şunlardır:

1. Erciyes Teknopark Sera Kuluçka Programı (Ekim 2017)
2. Acıbadem Kuluçka Merkezi (Ocak 2020)
3. C3-HSBC MENA Hızlandırıcı programı (Mar 2021)
4. Acıbadem TEKMER (Ekim 2023)

Auto Train Brain ürünü tüm dünyada geçerli patente sahip olup, ABD, Avrupa ve Türkiye'de (PCT / TR2017 / 050572 - US 11,660,038 B2), ISO 9001 ve ISO 13485 sertifikalarına da sahiptir. Ankara Üniversitesi Tıp Fakültesi'nde 2019 yılında gerçekleştirilen klinik denemelerde 2000 denekten normatif EEG verileri toplanmıştır. Ayrıca 2020 yılında klinik çalışmaları Dr. Barış Ekici Nöroloji Kliniği'nde toplam olarak 40 çocuk üzerinde gerçekleştirilmiştir. Sonrasında başlanılan satış süreciyle beraber, tüm dünyadan 1000 ücretli kullanıcı ve toplamda 5000 kullanıcıya ulaşılmıştır. Tüm bunların sonucunda verilen geri bildirim raporları %83'lük bir Net Promoter Score (NPS) ile kullanıcı memnuniyetinin oldukça yüksek olduğunu göstermiştir.

Şirket ayrıca Eyezenith adıyla, EEG başlığı yerine göz hareketlerinden disleksiye anlamayı sağlayan ve semptomlarını azaltan bir mobil uygulamayı geliştirmektedir. Bu uygulama şu anda klinik çalışma kapsamındadır

Bu Şirket Değerleme Raporu, SPK' nun III-62.1 Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'ni gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS)'na uygun şekilde hazırlanmıştır. Buna göre; Şirket değerlemelerinde dört temel yaklaşım uygulanır. Bu temel değerlendirme yaklaşımlarının her biri farklı, ayrıntılı uygulama yöntemlerini içerir. Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlendirilen varlıklarının içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gerekir. Bu yöntemler;

- a) Pazar Yaklaşımı, (Piyasa Çarpanları)
- b) Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları – İNA)
- c) Maliyet Yaklaşımı
- d) Net Aktif Değerlemesi

olarak sıralanabilir.

Maliyet yaklaşımı Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamamaktadır. Net Aktif Değerlemesi yöntemi de özellikle hizmet ağırlıklı teknoloji üreten bilişim şirketlerinde sonuç vermemektedir. Bu nedenle HMS'nin faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alınarak yapılan değerlendirme çalışmasında "**Pazar Yaklaşımı**" ile "**Gelir Yaklaşımı**" yöntemleri dikkate alınmıştır. Bu iki yöntem üzerinde odaklanılmış olup, HMS'nin henüz Startup Stage B-C kategorisinde yer alıyor olması ve gerek İstanbul Borsası'nda, gerekse dünya borsalarında yazılım/bilişim sektörlerinde yer alıp beyin aktivitelerini güçlendirici ürünler geliştiren halka açık şirketler bulunmaması nedeniyle elde edilen sonuçlar değerlendirme dışında tutulmuştur. Şirket değerinin tespitinde Gelir Yaklaşımı yöntemi tek başına geçerli alınmıştır. Kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygundur.

Sonuç olarak HMS için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde Şirket değeri **272.927.922 TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerlemede kullanılan verilerin, güvenilir, adil ve makul olduğunu beyan ederiz.

2) DEĞERLEME ÇALIŞMASI

Pera Yatırım Holding A.Ş.'nin talebi üzerine, bir startup olarak kurulan ve ürettiği yazılım ile yan paketlerinden oluşan Auto Train Brain isimli ürünü son bir yıldır aktif olarak satmaya başlayan Health Mobile Software Sağlık Mobil Yazılım ve Eğitim A.Ş. Şirketinin değerinin tespit edilmesi amaçlanmıştır.

a) Değerlemeye İlişkin Varsayım, Sınırlayıcı Şart, Özel ve Olağandışı Varsayımlar

Bu çalışma, Şirket tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, Şirket'in mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler değerlendirilmiştir. Bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır.

HMS için Şirket Değerleme çalışmasında; 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 yılsonu dönemlerine ait Vergi Dairesine sunulan Vergi Usul Kanunu (VUK) esas alınarak hazırlanan finansal tabloları esas alınmıştır. Ayrıca Şirket yönetimi tarafından sağlanan, iş modellerine ilişkin bilgiler veri alınmış ve bu verilerin Şirket faaliyetlerini doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir.

Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır:

- i) Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vs gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan, işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,
- ii) Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,
- iii) Türk ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleştirmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek ilgili tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörler genellikle şunları içerir:

- İşletmenin geçmişi
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görüntüsü
- İşletmenin mali yapısı ve defter değeri
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi
- İşletmenin, sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki şirketlerin durumu ve piyasa değerleri

b) Sınırlayıcı Koşullar

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- ✓ Hazırlanan bu rapor, HMS tarafından, temin edilerek Trive Yatırım'a verilen bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Bu bilgilerin güvenilir olup olmadığı veya değerlendirme görüşünün güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyip etkileyemeyeceği hususu dikkate alınarak, sunulan bilgilerin inandırıcılığı veya güvenilirliği sorgulanmıştır. Bununla birlikte Trive Yatırım, elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engel olmadığını taahhüt edememektedir. Geçmiş dönemlere ait tüm finansal bilgiler bağımsız denetimden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- ✓ Değerlemesi yapılan aktifler için bir hukuki çalışma yürütülmemiştir. Değerleme çalışmasında, değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı hak olmadığı kabul edilmiştir.
- ✓ Rapora konu olan değerlendirme çalışması, bilinen değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Ancak, piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket değerini etkileyerek, yukarı veya aşağı yönde değiştirebileceği bilinmelidir.
- ✓ Değerleme çalışması sırasında, Şirket'in faaliyetini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun olduğu kabul edilmiş ve bu husus ayrıca incelenmemiştir.
- ✓ Trive Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- ✓ Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- ✓ Değerleme ücreti sabit olup, herhangi bir ticari veya finansal anlaşmanın sonuçlarına bağlı değildir.
- ✓ Trive Yatırım, Şirket tarafından sağlanan verileri temel almış olup, Şirket ve ilgili personelden elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır. Öte yandan Şirket tarafından sağlanan veriler Trive Yatırım'ın sorgusundan geçmiş ve bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte, tam olarak doğruluğunu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Trive Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca objektif bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

- ✓ Bu raporda varılmış olan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibari ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından Trive Yatırım'a sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir. Rapor, mevcut uygulama, ekonomik, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve işbu tarih itibari ile bize verilen bilgiler ışığında hazırlanmış olsa dahi, sonra meydana gelebilecek olan gelişmelerin bu rapor üzerinde maddi etkileri olabilecektir.

3.ŞİRKET PROFİL ÖZETİ:

Faaliyet Konusu:

Şirket, Kayseri' de kurulmuş olup, Gevher Nesibe Vergi Dairesi' nde kayıtlıdır. Vergi numarası 4630597806 dır.

Şirket sağlık yazılımı sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirketin ana faaliyet konusu başta "disleksi" olmak üzere, öğrenme zorluğu ve beyin faaliyet yavaşlığı hastalıklarını gidermeye yönelik yazılım ve yazılımın beyin aktivitelerine etkilerini ölçmeye yarayan elektronik başlık üretmek ve satmak olarak özetlenebilir. Yazılım ve başlığı mobil uygulama ile telefon üzerinden çalışarak, Disleksi, diskalkuli, disgrafi, dispraksi, otizm, dikkat eksikliği, DEHB, anksiyete, depresyon, epilepsi, Alzheimer ve zihinsel yetersizlik gibi durumların üstesinden gelmeyi hedefleyen bir eğitim metodudur. Bu amaç doğrultusunda üretilen Auto Train Brain yazılımı ve bu yazılımın özel başlığı kullanılarak, kullanıcıların kendilerine özelleştirilmiş "nöro geri bildirim" programları sunarak beyin aktivitelerinin iyileştirilmesi ve bilişsel yeteneklerinin geliştirilmesi hedeflenmektedir. Mobil uygulama halen hem Apple Store, hem de Google Store' larda satışta olup, dünyanın her ülkesinden satın alınarak kullanılabilir.

"Auto Train Brain" markası Türk Patent ve Marka Kurumu tarafından "2021/113393" tescil numarası ile tescillenmiştir. (Tescil Tarihi: 13.08.2021) Yurt dışı marka tescili henüz yapılmamıştır. Ayrıca "Auto Train Brain" nöro geribildirim protokolleri, Türkiye, Avrupa ve ABD'de geçerli olmak üzere PCT patentleri alınmıştır. (PCT/TR2017/050572). Bunların yanı sıra şirketin ISO 9001 ve ISO 13485 belgeleri bulunmaktadır.

Şirketin Ortaklık Yapısı

Şirketin paylarından %5 ve fazlasına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler aşağıda belirtilmiştir.

Hissedar	Hisse Pay Oranı	Hisse Pay Bedeli (TL)	Oy Hakkı
Dr. Günet Eroğlu	%77	38.500	Var
Jak Kohen Kasar	%5	2.500	Var
INOVENT A.Ş. (Sabancı Ün. Kuruluşudur)	%10	5.000	Var
Hünkar Urfaloğlu	%3	1.500	Yok
Batuhan Coşkun	%2	1.000	Yok
Selim Balcısoy	%1	500	Yok
Müjdat Çetin	%1	500	Yok
Deniz Arman	%1	500	Yok
Toplam:	%100	50.000	

TEKNOLOJİ
MENKUL DEĞERLER

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 50.000.- TL olup, söz konusu çıkarılmış sermayesi tamamı muvazaadan ari şekilde ödenmiştir.

ÖZET FİNANSAL TABLOLAR:

VUK' na Göre Hazırlanmış 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2020 Tarihli Özet Bilanço (Tüm tutarlar TL olarak gösterilmiştir.)

	VUK			
	31.12.2023*	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	706.736	484.032	363.851	160.949
Nakit ve Nakit Benzerleri	350.468	195.806	181.644	94.096
Ticari Alacaklar	0	135.650	41.273	0
Diğer Alacaklar	0	315	315	315
Stoklar	343.315	152.260	131.001	47.343
Gelecek Aylara Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	0	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	12.953	0	9.617	19.194
Duran Varlıklar	458.411	173.013	226.259	329.170
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	458.411	173.013	226.259	327.773
Maddi Duran Varlıklar	0	0	0	1.397
TOPLAM VARLIKLAR	1.165.148	657.045	590.111	490.120

	VUK			
	31.12.2023*	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	557.504	478.403	358.939	343.590
Mali Borçlanmalar	0	0	0	0
Ticari Borçlar	128.504	121.812	28.246	2.858
Diğer Borçlar	358.914	351.832	324.638	339.024
Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0	0	0
Mali Borçlanmalar	0	0	0	0
ÖZKAYNAKLAR	607.643	178.642	231.172	146.529
Çıkarılmış Sermaye	50.000	50.000	50.000	12.500
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	256.718	0	0	0
Kar Yedekleri	1.406.840	176.923	176.923	176.923
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	-1.105.915	4.248	-42.894	-56.820
Net Dönem Karı/Zararı (-)	0	52.530	47.142	13.926
TOPLAM KAYNAKLAR	1.165.148	657.045	590.111	490.120

*Enflasyon muhasebesi uygulanmıştır.

TRİVE YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

VUK'a Göre Düzenlenmiş 1 Ocak-31 Aralık 2023, 1 Ocak-31 Aralık 2022, 1 Ocak-31 Aralık 2021 ve 1 Ocak-31 Aralık 2020 Dönemlerine Ait Özet Gelir Tablosu (Tüm tutarlar TL olarak gösterilmiştir.)

KAR veya ZARAR KISMI (TL)	01 Ocak - 31 Aralık 2023	01 Ocak - 31 Aralık 2022	01 Ocak - 31 Aralık 2021	01 Ocak - 31 Aralık 2020
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER				
NET SATIŞ HASILATI	1.086.643	206.895	367.408	117.453
Satışların Maliyeti (-)	-344.421	-35.338	-242.650	0
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	742.221	171.556	124.758	117.453
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	0	0	0	0
Genel Yönetim Giderleri (-)	-737.701	-242.510	-177.841	-106.636
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	0	0	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	0	0	0	0
FAALİYET KARI / ZARARI (-)	4.520	-70.953	-53.082	10.817
Diğer Faaliyetlerden Olağan Gelirler	76.269	19.611	58.707	3.893
Diğer Faaliyetlerden Olağan Giderler	-399	0	0	0
Finansman Giderleri (-)	-2.471	-1.187	-1.921	-783
Olağan Kar / Zarar	77.919	-52.530	3.702	13.926
Olağan Dışı Gelir ve Karlar	0	0	43.440	0
Olağan Dışı Gider ve Zararlar	0	0	0	0
DÖNEM KARI / ZARARI	77.918	-52.530	47.142	13.926
Vergi Gelir / Gideri (-)	0	0	0	0
NET DÖNEM KÂRI/ZARARI	77.918	-52.530	47.142	13.926

3.KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ:

Değerleme çalışması; SPK' nun III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütülmüş ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olmasına özen gösterilmiştir. Buna göre; Şirket değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanır. Bu temel değerleme yaklaşımlarının her biri farklı, ayrıntılı uygulama yöntemlerini içerir. Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlendirilen varlıkların içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gerekir. Bu yöntemler;

- Pazar Yaklaşımı, (Piyasa Çarpanları)
- Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları İNA)
- Maliyet Yaklaşımı
- Net Aktif Değerlemesi

olarak sıralanabilir.

Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. Piyasa Çarpanları olarak da bilinen bu yöntem piyasa bazlı bir değerlendirme yöntemidir. Bu yöntem ile Şirkete benzer başka şirketler ya da Şirketin faaliyetleri ile ilgili pazarların piyasa çarpanları üzerinden Şirket değeri hesaplanmaktadır. Piyasa bazlı bir değerlendirme yöntemi olması sayesinde, değerlendirilen Şirketin piyasa şartlarındaki değerini

göstermesi açısından önemli bir yöntemdir. Öte yandan piyasada volatilitenin yüksek olduğu dönemlerde çarpanlar da hızla değiştiğinden, Şirket değerlemesi de değişkenlik gösterebilmektedir. Bununla beraber şirketin henüz B-C stage kategorisinde bir startup olması ve gelişimini tamamlayarak olgun bir şirket konumuna gelmemiş olması göz önüne alındığında bu yöntemin sağlıklı sonuç veremeyeceği değerlendirilmiştir.

Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Bu yöntemin zayıf yönü geleceğe yönelik varsayımlar içermesidir. Bu varsayımların gerçekleşmemesi ya da öngörülerden sapması durumunda Şirket değeri de değişebilecektir.

Maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir. Maliyet yaklaşımı Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamamaktadır.

Net Aktif değerlemesi yöntemi de maddi duran varlıkları güçlü olan şirketlerde ve özellikle Gayrimenkul şirketlerinde sıkça kullanılmaktadır. İnsan gücüne dayalı ve yüksek katma değer üreten “yazılım” sektörü gibi şirketlerde tutarlı sonuç vermemektedir.

Buna göre HMS’nin faaliyet gösterdiği sektör ve şirketin henüz B-C stage kategorisinde bir startup olması göz önüne alındığında; Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında sadece “**Gelir Yaklaşımı**” yöntemi kullanılmıştır.

3.1. "GELİR YAKLAŞIMI" YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİ TESPİTİ

Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Bu yöntemin zayıf yönü geleceğe yönelik bir takım varsayımlar içermesidir. Bu varsayımların gerçekleşmemesi ya da öngörülerden sapması durumunda Şirket değeri de değişebilecektir.

Gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemi;

Uluslararası alanda kabul görmüş ve şirketlerin orta-uzun vadeli değerlerini yansıtan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi’ ne göre firma değeri veya şirket paylarının değeri,

ŞİRKETİN YATIRIMCIYLA İLİŞKİLERİ
MENKUL DEĞERLER

Şirket'in faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değeri olarak kabul edilir.

Nakit akımları projeksiyonları, genellikle 5 ila 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son senesindeki nakit akımı baz alınarak nihai değer (uç değer) hesaplanmaktadır.

Bu yöntemle göre; şirketin gelecekte elde edeceği tahmin edilen nakit akımlarının, bugünkü değerine indirgenmesi sonucunda şirketin gerçek değerine ulaşılmaktadır. Esas faaliyet karından, vergi, işletme sermayesi değişimi ve nakit akım tablosunda yer verilen yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları da düşürülüp, amortisman eklenmek suretiyle ilgili yıla ait serbest nakit akımı hesaplanmaktadır. İlgili projeksiyon döneminde gerçekleşeceği varsayılan serbest nakit akımları da ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenip nihai olarak da net finansal borç düşülerek Şirket değeri tespit edilir. Bu yöntemin zayıf yönü geleceğe yönelik bir takım varsayımlar içermesidir. Bu varsayımların gerçekleşmemesi ya da öngörülerden sapması durumunda şirket değeri de değişebilecektir.

Şirket'in "**İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi**"ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- 1) Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindendir.
- 2) İndirgenmiş Nakit Akımı analizi gelecek beş buçuk yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- 3) 2024-2029 yıllarını kapsayan analize konu olan dönemde her bir yıl için kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında kullanılan terimler ve hesaplanmaları aşağıda gösterilmiştir.

Projeksiyon döneminde ulaşılması öngörülen nakit akışları ve diğer finansal verilerin, projeksiyon dönemine göre belirlenen makul bir geçmiş dönemde değerlendirme konusunun gerçekleşen ilgili nakit akışları ve diğer finansal verileri ile uyumlu, tutarlı ve bu veriler çerçevesinde öngörülebilir olmasına özen gösterilmiştir.

Risksiz Faiz Oranı (R_F): Projeksiyon dönemi ile uyumlu olması açısından 2024 yılında Türkiye aktif tahvil faizinin oranı olan %44,56 kullanılması uygun görülmüştür. 2024 ve 2025 yıllarında TCMB piyasa katılımcıları anketi, 2026 ve sonraki yıllarda ise Yeni Ekonomi Programı enflasyon beklentilerinden %10 yukarı yönde sapacak şekilde faiz oranlarında değişim öngörülmüştür.

Piyasa Ortalama Getiri Beklentisi (R_M): Piyasanın Getiri Beklentisini göstermektedir. BIST-100 endeksi, BİST' in genel trendini göstermesi açısından en köklü ve yakından izlenen endekslerin başında gelmektedir. BİST- 100 endeksinin 2013-2023 yılları arasında son 10 yıl, 9 yıl, 8 yıl, 7 yıl, 6 yıl ve 5 yıl şeklinde hesaplanan yıllık bileşik getiri oranı %27,12 ile %52,27 aralığındadır.

Piyasa Risk Primi (R_P): Piyasa ortalama getiri beklentisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır. Formülasyonu R_M-R_F olarak ifade edilir. Buna göre son 10 yılın bileşik getiri ortalaması olan %35,87 oranı temel alınsa bile;

$R_P = R_M - R_F = 35,87 - 44,56 = -8,69$ rakamına ulaşılmaktadır.

TRİVE YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Öte yandan New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından hazırlanan çalışmaya göre Türkiye için ülke risk primi %9,51 seviyesindedir. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Tüm bu veriler göz önünde bulundurulduğunda muhafazakar yaklaşmak için piyasa risk primi olarak 2024 yılı için %9,5 oranı alınmış, uygulanan ekonomi politikalarının başarılı gelişim göstereceği varsayımı altında risk primi sırasıyla 2025 yılı için %7,5, 2026 yılı için %6, 2027 yılı için %5,5, 2028 yılı için %5 ve 2029 yılı için %4,5 olarak kademeli şekilde iyileştirilmiştir.

Beta Katsayısı B: Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki değişkenliğe oranıdır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi, bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilgilidir.

Eğer Beta=0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir.

Eğer Beta>1 ise; beklenen getiri daha çok riskli

Eğer Beta<1 ise; beklenen getiri daha az riskli olacaktır.

Borsa İstanbul’ da yapılan şirket değerlemelerinde ilk halka arzlarda halka arz edilen şirketin piyasa işlem geçmişi olmadığı için Beta değeri genel yaklaşım olarak “1” alınmaktadır. Aynı gerekçeyle HMS için de Beta katsayısı “1” olarak hesaplanmaya dahil edilmiştir.

Terminal Büyüme: Şirket’in 2028 yılından sonrasına ilişkin terminal (nihai) büyüme oranı son iki yıldır Borsa İstanbul’ da şirketler için yapılan değerleme çalışmalarında %5 olarak alınmaktadır. Genel eğilime uygun olarak bizim değerleme çalışmamızda da bu şekilde alınması uygun görülmüştür.

Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti: Kurumlar vergisi oranı 2024 yılı ve sonrası için % 25 seviyesindedir. Yapılan hesaplamalarda bu oranlar kullanılmıştır.

Sermaye Maliyeti (R_E): Piyasa risk priminin beta katsayısı ile çarpılması sonucu elde edilen rakamın risksiz faiz oranına eklenmesi ile hesaplanmaktadır;

$$R_E = R_F + B * R_P$$

Buna göre yıllık bazda hesaplanan AOSM değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Borçl.Maliyeti*	60,00	31,81	26,68	18,15	14,52	10,00
Vergi	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Risksiz Faiz (Aktif Tahvil)	44,56	28,92	24,26	16,50	13,20	11,00
Pazar (Ülke) Riski	9,50	7,50	6,00	5,50	5,00	4,50
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Öz Kaynaklar (TL)	607.644					
Finansal Borçlar (TL)	100.000					
Borçlar/T.Kayn**	0,141	0,177	0,221	0,276	0,345	0,431
AOSM***	52,78	34,20	27,99	19,69	15,68	12,05
TCMB ENFLASYON ANKETİ (%)	44,16	26,29	22,05	15,00	12,00	10,00
ORTA VADELİ ENF. HEDEFİ (%)	36,00	14,00	10,00	8,00	7,00	6,00

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

*Borçlanma maliyeti olarak risksiz faiz oranının %10 üzeri alınmıştır.

**Projeksiyon döneminde Şirket'in büyümek için toplam kaynaklarının %15' i oranında borç kullanacağı ve bu oranı her yıl %25 oranında artırarak beş yıl sonra %43 seviyesine geleceği öngörülmüştür.

***AOSM (Ağırlıklı Sermaye Maliyeti): İskonto oranı olarak da adlandırılan bu veriye aşağıdaki şekilde ulaşılabilir.

$$AOSM = [(Risksiz Faiz + Ülke Riski) * (1-borçluluk oranı)] + [Borçluluk Oranı * (1-Vergi Oranı) * borçlanma maliyeti]$$

Örn: $AOSM (2024) = [(44,56+9,5)*(1-0,141)]+[0,141*(1-0,25)*0,60] = 52,78$

Şirket'in mevcut faaliyetlerine dayanan satış gelirleri projeksiyonlarında, toplam satışların Makro Ekonomik ve sektörel beklentileri yansıtacak şekilde artacağı tahmin edilmiştir. Yöntemin doğası gereği, finansal gelir-gider kalemleri dikkate alınmamış, değerlendirme FAVÖK karı üzerinden yapılmıştır.

Şirket'in indirgenmiş nakit akımları analizine göre değerlemesinin yapılabilmesi için ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve daha sonra söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek (Serbest Nakit Akımları*İskonto Oranı) bugünkü değerine indirgenmiştir. Projeksiyon dönemi 2024-2029 yılları arasında altı yıllık dönemi kapsamaktadır. Serbest nakit akımlarının toplamından finansal borçlar düşülüp nakit benzeri hazır değerler eklenerek Şirket'in nihai değerine ulaşılmaktadır.

31.12.2023 itibariyle Şirket'in net finansal borçluluk durumu aşağıdaki gibidir.

	(TL)
Kısa vadeli borçlanmalar (-)	0
Uzun vadeli finansal borçlanmalar (-)	0
Nakit Benzerleri	350.468
Net Borç (-/+)	350.468

Serbest nakit akımları hesaplanırken öncelikle 2024-2029 yılları için faiz ve vergi öncesi kâr tahminleri yapılmıştır. Bu kâr rakamından vergiler düşüldükten sonra Şirket'in yatırım yapmak için elinde kalan nakit kaynak rakamı bulunmuştur. Bu rakamdan net yatırım harcamalarının ve işletme sermayesi gereksiniminin düşülmesiyle serbest nakit akımlarına ulaşılmıştır.

Satışlardaki Büyüme: 2020-2021 eğitim öğretim sezonunda Türkiye'de K12 seviyesinde okula giden öğrenci sayısı 18 milyon kişidir. Ortaokul ve lise düzeyindeki toplam öğrencisi sayısı ise yaklaşık 9.500.000 kişidir. Bu öğrencilerin %10'una (950.000 disleksili kişi) hizmet verilmesi hedeflenmektedir. A-B grubu segmentte 280,000 disleksili kişinin olduğu tahmin edilmektedir. Bu çerçevede bakıldığında satış hasılatı 2023 yılında önceki yıla göre %425 oranında artarak 1.086.643 TL olarak gerçekleşmiştir. Dünyada beyin aktivitelerine yönelik araştırmaların en yoğun olarak yapıldığı ülke ABD' dir. Bu pazara girilmesi tüm dünyada çok daha hızlı bir tanınırlık ve Pazar payı büyümesi elde edilmesini sağlayacaktır. Bu amaçla bu yıl içerisinde Amerika Birleşik Devletleri' nde satış pazarlama ofisi açılmış olup, faaliyetlerine hız verilerek yıl sonuna kadar satışlardaki artış trendinin önümüzdeki yıllarda da ivmelenerek devam etmesi öngörülmektedir. Gerek mevcut gerçekleştirmeler gerekse Şirketin gelecek projeksiyonları göz önüne alınarak, Şirket için 6 yıllık projeksiyon döneminde 2024

için %400, 2025 için %250, 2026 için %100, 2027 için %75, 2028 için %60 ve 2029 için %25 oranında yıllık ciro artışı gerçekleştireceği tahmininde bulunularak değerlendirilmiştir. 2029 yılında net satış hasılatının 133 Milyon TL olacağı öngörülmüştür.

Maliyetler: Toplam faaliyet maliyetlerinin satışlara oranının %90, seviyelerinden başlayarak %70 seviyelerine kadar gerileyeceği öngörülmektedir.

Esas Faaliyet Karı; Esas faaliyet karlılığının 2024 yılında %10 olarak gerçekleşeceği ve her yıl kademeli artış sağlanarak 2029 yılında %30 seviyesine ulaşacağı ön görülmektedir. Bu oran yüksek katma değer üreten yazılım ve teknoloji firmaları için makul bir seviye olarak değerlendirilmektedir.

Net işletme sermayesi ihtiyacı yıllar itibariyle aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T
Net Satışlar	5.433.215	19.016.253	38.032.505	66.556.884	106.491.014	133.113.768
SMM (-)	2.079.476	7.278.165	14.556.330	25.473.577	40.757.723	50.947.154
Ticari Alacaklar	223.283	781.490	1.562.980	2.735.214	4.376.343	5.470.429
Ticari Borçlar	683.663	2.392.821	4.785.643	8.374.875	13.399.799	16.749.749
Stoklar	341.832	1.196.411	2.392.821	4.187.437	6.699.900	8.374.875
Net İşletme Sermayesi	-118.549	-414.921	-829.842	-1.452.223	-2.323.557	-2.904.446
Değişim	-333.360	-296.372	-414.921	-622.381	-871.334	-580.889
Ort. Tahsilat Süresi/Gün	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00
Ort. Borç Ödeme Süresi/Gün	120,00	120,00	120,00	120,00	120,00	120,00
Ort. Stokta Kalma Süresi/Gün	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00

Şirket ortalama tahsilat süresi olarak 15 gün, ortalama borç ödeme süresi olarak 120 gün ve ortalama stokta kalma süresi olarak 60 günlük değerlerle faaliyet gösterecektir.

İndirgenmiş Nakit Akımı Projeksiyonu

Terminal Büyüme Oranı:		5,00%	
AOSM Oranı:		52,8%	34,2%
		28,0%	19,7%
		15,7%	12,0%

(TL)	2023	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T
Satışlar	1.086.643	5.433.215	19.016.253	38.032.505	66.556.884	106.491.014	133.113.768
Büyüme Oranı %	425%	400%	250%	100%	75%	60%	25%
Faaliyet Kar marjı %	0,42%	10,00%	15,00%	20,00%	24,00%	28,00%	30,00%
Esas Faaliyet Karı	4.520	543.322	2.852.438	7.606.501	15.973.652	29.817.484	39.934.130
Vergi Gideri		-135.830	-713.109	-1.901.625	-3.993.413	-7.454.371	-9.983.533
Vergi Sonrası Faaliyet Karı		407.491	2.139.328	5.704.876	11.980.239	22.363.113	29.950.598
Amortisman		175.833	668.708	1.495.273	2.322.176	2.482.734	2.676.930
Yatırımlar		-3.000.000	-5.000.000	-5.000.000	-1.000.000	-1.200.000	-1.440.000
İşletme Sermayesi İhtiyacı		333.360	296.372	414.921	622.381	871.334	580.889
Serbest Nakit Akımı		-2.083.316	-1.895.591	2.615.069	13.924.796	24.517.180	31.768.417
İndirgenmiş Nakit Akımı		-1.363.608	-1.052.539	1.247.168	6.786.248	11.836.312	16.051.867
Kümülatif İndirgenmiş Nakit Akımı	33.505.448						
Son Dönem Sonrası Serbest Nakit Akımı	33.356.838						

Devam Eden Şirket Değeri:	239.072.007
Toplam Nakit Akışlarının Şimdiki Değeri:	272.577.454
Net Borç Pozisyonu:	350.468
Firma Değeri:	272.927.922

TRİVE YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

4.SONUÇ

Sonuç olarak HMS için yapılan değerleme çalışması neticesinde Şirket değeri **272.927.922 TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerlemede kullanılan verilerin, güvenilir, adil ve makul olduğunu beyan ederiz.

Kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi / değiştirilmesi, farklı değerleme yöntemleri uygulanması veya farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda Şirket için buradaki değerlerden daha farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

TRIVE YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Cengiz GÜRBÜZ
Genel Müdür Yrd.



Özgecan FIRILDAK
Direktör