

Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

1- Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden, **A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.** tarafından, Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Oyak Yatırım") **Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.** ("Türk İlaç" veya "Şirket") için 09.02.2021 tarihinde hazırladığı ve 19.02.2021 tarihinde Kamu Aydınlatma Platformu'nda ilan ettiği Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Bu raporda bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2- Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş. ve Hak Sahibi Ortaklar
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	67.000.000 TL
SPK Onay Tarihi	18.02.2021
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (lider) ve Konsorsiyum Üyeleri
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Türü	En İyi Gayret
Talep Toplama Tarihleri	25 - 26 Şubat 2021
Halka Arz Fiyatı	10,00 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal / Grubu)	23.450.000 TL / Grubu B (imtiyazsız) - 10.050.000 TL (Yeni Pay İhracı/Sermaye Artırımı) - 13.400.000 TL (Ortak Satışı)
Şirket Hedef Piyasa Değeri	840.323.629 TL
Halka Arz İskontosu	%20,3
İskonto Sonrası Piyasa Değeri	670.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	77.050.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%30,43
Ek Satış Tutarı (Nominal / Grubu)	2.000.000 TL / B Grubu
Ek Satış Sonrası Halka Açıklık Oranı	%33,03
Halka Arz Büyüklüğü - Ek satış dahil	234.500.000 TL (100,5 mn TL Şirket; 134,0mn TL Hak Sahibi Ortak) 254.500.000 TL (100,5 mn TL Şirket; 154,0mn TL Hak Sahibi Ortak)
Borsa Kodu / Pazar	TRILC/ Yıldız Pazar
Tahmini İşlem Görme Tarihi	4/5 Mart 2021
Fiyat İstikrarı / Aracı Kurum Adı	Planlanmaktadır / Oyak Yatırım Menkul Değerler (30 gün)
Şirket ve Ortaklardan Taahhüt /Teşvik	-İşlem görme tarihinden itibaren 1 yıl boyunca dolaşımdaki pay miktarını artıracak herhangi bir işlem yapılmayacak; bedelli sermaye artırımı olmayacak. -Halka Arz eden Mehmet Berat Battal ek satış dahil 15.400.000 adet payın satışından elde edeceği fonu, şirket paylarının işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 15 gün içinde "ilişkili taraflardan olan ticari ve diğer alacakların tamamının tahsilinde" kullanacaktır. - Ortaklar ek pay satış hakkının kullanılması halinde, azami olarak ek satıştan elde edeceği kaynağın tümünü fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleşmesi halinde bu amaç için kullanacaktır.
Fon Kullanım Yeri	Hammadde temini : %30 Mevcut yatırım kapasitesinin genişletilmesi : %15 Borç ve kısa vadeli çek ödemeleri : %35 İşletme sermayesinin finansmanı : %20

A1 Capital Araştırma

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.

Tahsisat	Yurtiçi Bireysel Yatırımcılara : %35 Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılara : %35 Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılara : %30
Talepte Bulunma Şekli	Yurtiçi bireysel yatırımcılar talep ettikleri pay adedine ilişkin Talep bedelini nakden/hesaben ödeyebilecekler, ya da blokaj yöntemi ile talepte bulunabilecekler. Talepler konsorsiyum üyeleri tarafından toplanacaktır. Yurtiçi ve yurtdışı kurumsal yatırımcılar ise pay bedellerini talep anında ödemeyebilir. Dağıtım listesinin açıklanmasını takiben ikinci iş günü saat 12:00'ye kadar Oyak Yatırım'a nakden ödeyecektir. Yurtiçi ve yurtdışı kurumsal yatırımcıların talepleri sadece Oyak Yatırım tarafından toplanacaktır.
Dağıtım Şekli	Talepte bulunan yurtiçi bireysel yatırımcılara ilk aşamada 1'er adet pay verilecek, daha sonra kalan tahsisat miktarının kalan pay talep miktarına bölünmesi ile "arzın talebi karşılama oranı" bulunacak ve oransal dağıtım yapılacaktır. Mükerrer talep kontrolü yapılacaktır. Bireysel yatırımcılar konsorsiyum üyelerinden talepte bulunabileceklerdir. Yurtiçi ve Yurtdışı kurumsal yatırımcılara dağıtım Oyak Yatırım tarafından yapılacaktır. Kurumsal yatırımcılar sadece Oyak Yatırım'dan talepte bulunabileceklerdir.
Dağıtım Zamanı	Nihai dağıtım listesinin konsorsiyum üyelerine iletilmesini takip eden en geç 2 (iki) iş günü içinde pay bedellerinin ödenmesi şartı ile kaydı teslim edilecektir.

Kaynak: İzahname

3- Şirket Hakkında Özet Bilgi

Türk İlaç ve Serum Sanayi Anonim Şirketi, 04.12.2012 tarihinde 50.000 TL sermaye ile aşı, serum, katı ve likit form tıbbi beşeri ilaç üretimi konusunda faaliyet göstermek üzere Battal Holding bünyesinde Ankara'da kurulmuştur. Ana faaliyet konusu beşeri ilaç ve aşı üretimi olan Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş., Türkiye'nin özel teşebbüsü olarak ilk ve tek aşı üretim tesisini kurmuştur. Türk İlaç ve Serum Sanayi A.Ş.'nin Ankara Akyurt bölgesinde bugün itibarıyla sahip olduğu toplam 56.000 metrekare alandaki üretim tesisleri ile uluslararası normlara uygun şekilde üretim faaliyetinde bulunmaktadır.

Türk İlaç, Difteri Tetanoz (TD) aşısını yerli olarak üretmekte, Difteri Tetanoz pediatrik, BCG, OPV aşılarını bitmiş ürün olarak ithal etmekte, hepatit B aşılarının dolum ve paketlenme aşamalarını üretim tesislerinde gerçekleştirmektedir. Hepatit B üretici firma ile aşının antijenden başlayan üretimi için de teknoloji transferi anlaşması müzakerelerine devam edilmektedir. Bağışıklama programı aşılardan olan hepatit A aşısı için global üretici firma ile ikili görüşmelerini sürdürmekte ve teknoloji transferi aşamalarını başlatmak üzere anlaşma metni üzerinde görüşmelerine devam etmektedir. Türk İlaç, Bağışıklama Programı kapsamında yer alan aşılarından suçüçüğü aşısı ile ilgili de global üretici ile teknoloji transferi anlaşması görüşmelerini sürdürmektedir

Türk İlaç, Türkiye'nin yıllık serum ihtiyacının %37'sini karşılayan GMP (Üretim Tesisi İyi İmalat Uygulamaları Sertifikası) standartlarına ilişkin son teknolojileri kullanarak yılda 120 milyon adet kapasite ile hastanelerde kullanılan beslenme serumlarının üretimi yapmaktadır. Şirket, serumların primer ambalajında kullanılan çok katlı pp filmini ve kapama ağızlarında bulunan kapakları (port) grup firmalarından olan Türk Plast firmasında tamamlamış olduğu AR-GE çalışmaları neticesinde üretmeye başlamış ve serum üreticisi diğer firmaların ithal olarak tedarik ettiği üretim bileşenlerini yerli üretmeyi başarmış, bu sayede kesintisiz üretim, döviz kazandırıcı faaliyet ve indirgenmiş maliyetlerle üretim yapabilme avantajlarını sağlamıştır. Türk İlaç beslenme serumlarının yanı sıra yılda 34 milyon litre diyaliz

A1 Capital Araştırma

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.



solüsyonu üretme kapasitesine sahip olup, Türkiye’de sayıları giderek artan diyaliz merkezlerinin temel ihtiyacını karşılamaktadır. Şirket ayrıca sahip olduğu aşı üretim ruhsatı ile Türkiye’nin yıllık 8 milyon doz olan TD aşı ihtiyacının tamamını karşılamaktadır. Yıllık difteri Tetanoz aşısı üretim kapasitesi 30 milyon doz seviyesindedir. Şirket, Türkiye ihtiyacının dışında kalan kapasitesini ihracata yönelik kullanmayı planlamaktadır.

4- Mali Tablolar

Şirket’in 31.12.2018, 31.12.2019 yılları ile 30.09.2019 ve 30.09.2020 ara dönem özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıdadır:

Bağımsız Denetimden Geçmiş – Konsolide				
KAR veya ZARAR TABLOSU (TL)	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2019	30.09.2020
Net Satışlar	97.297.344	152.120.489	88.620.991	155.599.289
Satışların maliyeti	-41.611.725	-82.108.980	-56.970.574	-76.293.811
Brüt kar	55.685.619	70.011.509	31.650.417	79.305.478
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-1.840.463	-5.537.249	-4.074.623	-3.784.272
Genel Yönetim Giderleri (-)	-13.346.250	-19.303.720	-11.700.661	-15.571.273
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	4.169.614	2.948.254	2.531.192	5.272.940
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-9.007.123	-3.406.326	-3.991.007	-9.871.224
ESAS FAALİYET KARI /ZARARI	35.661.397	44.712.468	14.415.318	55.351.649
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2.838.889	2.838.889	2.129.167	7.746.666
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değ. Düş. Kazançları (Zararları)	-127.890	-478.832	-430.642	-280.925
FİNANSMAN ÖNCESİ FAALİYET KARI ZARARI	38.372.396	47.072.525	16.113.843	62.817.390
Finansman Gelirleri	3.227.364	7.130.341	4.338.233	9.033.095
Finansman Giderleri (-)	-27.085.696	-36.713.244	-23.967.764	-32.041.310
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARARI	14.514.064	17.489.622	-3.515.688	39.809.175
Sürdürülen faaliyetler vergi gelir/gideri	-120.097	-4.007.471	-1.791.627	-6.794.781
- Dönem vergi gelir/gideri	-729.741	-	-	-818.210
- Ertelenmiş vergi gelir/gideri	609.644	-4.007.471	-1.791.627	-5.976.571
DÖNEM KARI/ZARARI	14.393.967	13.482.151	-5.307.315	33.014.394

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Şirket’in ana ürün gruplarını aşı ve serum oluşturmaktadır. 2017 yılında aşı gelirleri yaklaşık 52 milyon TL seviyesinde iken 2018 yılında 88,6 milyon TL, 2019 yılında 88,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket’in son yıllarda üretimine ağırlık verdiği serum satışları ise 2017 yılında 208 bin TL iken 2018 yılında 8,2 milyon TL, 2019 yılında 61,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılı ilk 9 ayında ise bir önceki yılın aynı dönemine göre aşı gelirleri %79,6 artışla 81,8 milyon TL olurken, serum gelirleri de aynı dönemde %49,0 artışla 66,1 milyon TL’ye yükselmiştir.

A1 Capital Araştırma

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.

Bağımsız Denetimden Geçmiş – Konsolide				
Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020
Dönen Varlıklar	42.299.577	96.317.075	155.864.296	190.534.854
Nakit ve Nakit Benzerleri	824.422	6.875.683	1.554.913	1.985.466
Ticari Alacaklar	23.613.865	54.832.735	99.505.579	141.015.336
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	23.567.333	50.861.853	30.438.884	40.270.379
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	46.532	3.970.882	69.066.695	100.744.957
Diğer Alacaklar	6.812.113	18.207.632	22.269.252	8.965.472
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	6.800.816	18.056.253	22.130.350	8.468.894
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	11.297	151.379	138.902	496.578
Stoklar	6.013.661	7.866.968	13.448.546	15.763.030
Peşin Ödenmiş Giderler	2.700.925	7.674.918	13.082.630	18.272.935
- İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	2.700.925	7.674.918	13.082.630	18.272.935
Diğer Dönen Varlıklar	2.334.591	859.139	6.003.376	4.532.615
Duran Varlıklar	80.547.560	93.535.989	111.255.744	175.681.593
Maddi Duran Varlıklar	80.261.045	91.899.772	109.915.096	174.209.234
Kullanım Hakkı	-	952.656	721.615	547.565
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	286.515	185.430	619.033	924.794
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	498.131	-	-
TOPLAM VARLIKLAR	122.847.137	189.853.064	267.120.040	366.216.447
Kısa Vadeli Yükümlülükler	49.287.872	101.274.907	175.349.980	166.623.122
Kısa Vadeli Borçlanmalar	18.467.542	16.276.497	86.284.122	74.191.745
- Banka Kredileri	15.814.299	8.794.590	53.884.880	70.317.729
- Kiralama İşlemlerinden Borçlar	2.573.387	6.309.077	18.368.981	3.198.402
- Diğer Kısa Vadeli Borçlanmalar	79.856	1.172.830	14.030.261	675.614
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	12.349.444	32.903.124	9.388.373	7.804.375
Ticari Borçlar	11.578.637	45.932.726	69.644.203	67.079.808
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	275.686	4.584.122	-
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	11.578.637	45.657.040	65.060.081	67.079.808
Diğer Borçlar	997.368	1.437.867	1.345.528	1.906.864
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	875.997	-	948.811	1.587.535
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	121.371	1.437.867	396.717	319.329
Ertelenmiş Gelirler	5.251.001	3.974.934	6.353.434	12.468.648
- İlişkili Olmayan Taraflardan Alınan Sipariş Avansları	5.251.001	3.974.934	6.353.434	12.468.648
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	449.725	426.474	1.816.238	1.701.754
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	818.210
Kısa Vadeli Karşılıklar	194.155	323.285	518.082	651.718
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	194.155	323.285	518.082	651.718
Uzun Vadeli Yükümlülükler	25.459.872	26.103.837	26.491.153	51.782.793
Uzun Vadeli Borçlanmalar	14.578.676	18.087.077	17.581.198	33.671.450
- Banka Kredileri	1.633.164	4.633.079	13.269.211	24.964.439
- Kiralama İşlemlerinden Borçlar	12.945.512	13.453.998	4.311.987	8.707.011
Ertelenmiş Gelirler	10.585.555	7.746.666	4.907.777	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	178.758	270.094	502.685	799.731
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	178.758	270.094	377.685	542.129
- Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	-	-	125.000	257.602
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	116.883	-	3.499.493	17.311.612
Özsermaye	48.099.393	62.474.320	65.278.907	147.810.532
Ödenmiş Sermaye	25.000.000	25.000.000	25.000.000	67.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir ve Giderler	-	(19.040)	(53.951)	49.463.280
- Maddi Duran Varlık Değerleme Artışları	-	-	-	49.527.156
- Tan.Fay.Plan. Yeniden Ölçüm Kazanç/Kayıpları	-	(19.040)	(53.951)	(63.876)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	722.850	1.429.860	2.278.252	2.278.252
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	14.050.414	21.669.533	24.572.455	(3.945.394)
Net Dönem Karı (Zararı)	8.326.129	14.393.967	13.482.151	33.014.394
Ödenmiş Sermaye	48.099.393	62.474.320	65.278.907	147.810.532
TOPLAM KAYNAKLAR	122.847.137	189.853.064	267.120.040	366.216.447

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

A1 Capital Araştırma

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlanmış tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.



5- Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı

Şirket, 21.09.2020 tarihli Olağanüstü Genel Kurul toplantısı neticesinde, sermayesini 25.000.000 TL'den 67.000.000 TL'ye artırmıştır. Artırılan 42.000.000 TL'nin tamamı geçmiş yıl karlarından karşılanmıştır. 21.09.2020 tarihinde düzenlenen Genel Kurul toplantısında alınan ve 01.10.2020 tarih ve 10172 sayılı Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilen karar ile Şirket'in sermayesi A ve B Grubu paylar olmak üzere iki pay grubuna bölünmüştür. Şirket'in 67.000.000 TL'lik sermayesi, çıkarılmış sermayenin %30'una tekabül eden 20.100.000 TL nominal değerli 20.100.000 adet A Grubu nama yazılı, %70'ine tekabül eden 46.900.000 TL nominal değerli 46.900.000 adet B Grubu hamiline yazılı paylara ayrılmıştır.

Halka arzda, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 67.000.000 TL'den 77.050.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle ihraç edilecek olan toplam 10.050.000 TL nominal değerli paylar sermaye artışı ile, mevcut pay sahibinin sahip olduğu toplam 13.400.000 TL nominal değerli paylar ise ortak satışı yolu ile halka arz edilecektir. Toplam 23.450.000 TL nominal değerli payların halka arz edilmesi ile Şirket'in halka arz sonrası halka açıklık oranı %30,4 olacaktır. Halka arzda toplam satılacak pay miktarından fazla talep gelmesi halinde ek satış hakkı kullanılabilir, bu durumda da halka arz edilecek toplam payların %8,5'ine denk gelen ve mevcut pay sahibinin sahip olduğu toplam 2.000.000 TL nominal değerli paylar da halka arz edilecektir. Ek satışa konu payların tamamının ek satış kapsamında satılması halinde, halka arz edilecek payların nominal değeri toplam 25.450.000 TL olacak ve halka açıklık oranı %33,0'e ulaşacaktır.

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı	Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası Payı
Mehmet Berat Battal	A	20.100.000	30,00%	20.100.000	26,09%	20.100.000	26,09%
Mehmet Berat Battal	B	42.210.000	63,00%	28.810.000	37,39%	26.810.000	34,80%
Özlem Akkaya	B	3.015.000	4,50%	3.015.000	3,91%	3.015.000	3,91%
İsmail Erdoğan	B	1.675.000	2,50%	1.675.000	2,17%	1.675.000	2,17%
Halka Açık Kısım	B	-	-	23.450.000	30,43%	25.450.000	33,03%
<i>Sermaye Artırımı</i>				<i>10.050.00</i>	<i>13,04%</i>	<i>10.050.000</i>	<i>13,04%</i>
<i>Ortak Satışı</i>				<i>13.400.00</i>	<i>17,39%</i>	<i>15.400.000</i>	<i>19,99%</i>
Toplam		67.000.000	100,00%	77.050.000	100,00%	77.050.000	100,00%

Kaynak: İzahname

6- Değerleme Çalışması Hakkında

a. Değerlemede esas alınan finansal ve operasyonel veriler ve projeksiyonlar

Şirket'in operasyonel karlılığına yönelik oranlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. Türk İlaç'ın FAVÖK marjı 2017 yıl sonunda %48, 2018 yıl sonunda %46, 2019 yıl sonunda %33 seviyesinde gerçekleşirken 2019 yılının dokuz aylık döneminde %22 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2020 yılının dokuz aylık döneminde yeniden %42 seviyesine yükselmiştir.

Karlılık Oranları	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	9A2019	9A2020
Net Satışlar	52.852.771	97.297.344	152.120.489	88.620.991	155.599.289
Brüt Kar	33.944.605	55.685.619	70.011.509	31.650.417	79.305.478
Brüt Kar Marjı %	64,2%	57,2%	46,0%	35,7%	51,0%
Faaliyet Giderleri/Ciro	21,2%	15,6%	16,3%	17,8%	12,4%
Faaliyet Kar Marjı	30,1%	36,7%	29,4%	16,3%	35,6%
FAVÖK	25.267.092	44.404.142	50.194.788	19.595.241	64.751.826
FAVÖK Marjı	48%	46%	33%	22%	42%
Net Kar	8.326.129	14.393.967	13.482.151	-5.307.315	33.014.394
Net Kar Marjı	15,8%	14,8%	8,9%	-6,0%	21,2%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Net Finansal Borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli mali borçlardan nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmıştır. Özsermaye Değeri hesaplanırken Net Finansal Borç, Firma Değerinden düşülmüştür. Türk İlaç'ın 30 Eylül 2020 tarihli Net Finansal Borç pozisyonu, aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Finansal Borçlar (TL)	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/09/2020
Kısa Vadeli Borçlanmalar	18.467.542	16.276.497	86.284.122	74.191.745
UV Borçlanmaların KV Kısımları	12.349.444	32.903.124	9.388.373	7.804.375
Uzun Vadeli Borçlanmalar	14.578.676	18.087.077	17.581.198	33.671.450
Toplam	45.395.662	67.266.698	113.253.693	115.667.570

Borçluluk Analizi	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020
Finansal yükümlülükler	45.395.662	67.266.698	113.253.693	115.667.570
Eksi - Hazır Değerler	824.422	6.875.683	1.554.913	1.985.466
Net Borç	44.571.240	60.391.015	111.698.780	113.682.104
Toplam Özkaynak	48.099.393	62.474.320	65.278.907	147.810.532
Net Borç/Toplam Özkaynaklar	0,93	0,97	1,71	0,77
Uzun Vadeli Borçlanmalar	25.459.872	26.103.837	26.491.153	51.782.793
FAVÖK	25.267.093	44.404.141	50.194.788	95.351.463
Net Borç/FAVÖK	1,76	1,36	2,23	1,19

A1 Capital Araştırma

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.

Şirket'in Net Borç/FAVÖK oranı 31.12.2017 tarihinde 1,76 iken, 2018 yıl sonunda 1,36, 2019 yılsonunda 2,23, 2019 yılsonunda 2020 yılının ilk dokuz ayında yıllıklandırılmış FAVÖK ile hesaplanan Net Borç/FAVÖK oranı 1,19 seviyesinde gerçekleşmiştir.

b. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, %5 uç büyüme değeri ve %17,2 seviyesinde hesaplanan AOSM ile 8 Şubat 2021 tarihine indirgenen verilerden çıkan sonuca Şirket'in 30 Eylül 2020 tarihindeki 114 milyon TL'lik net borç tutarı eklendiğinde çıkan piyasa değeri 871 milyon TL olarak tespit edilmiştir. Şirket'in 67 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 12,99 TL'ye denk gelmektedir.

Türk İlaç - İNA değerlendirme (TL)	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Satışlar	97.297.344	152.120.489	205.577.914	274.952.537	349.119.845	433.719.781	519.824.872	598.834.046
<i>Yıllık değişim</i>	84,1%	56,3%	35,1%	33,7%	27,0%	24,2%	19,9%	15,2%
FAVÖK	44.404.141	50.194.788	83.421.621	107.612.533	142.678.940	182.694.584	218.904.868	251.546.011
<i>FAVÖK Marjı</i>	45,6%	33,0%	40,6%	39,1%	40,9%	42,1%	42,1%	42,0%
Faaliyet karı	40.498.906	45.170.540	73.499.518	96.614.431	128.714.146	165.345.793	200.710.998	230.586.819
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	41,6%	29,7%	35,8%	35,1%	36,9%	38,1%	38,6%	38,5%
Vergi oranı* faaliyet kan	335.109	10.350.117	12.545.177	19.322.886	25.742.829	33.069.159	40.142.200	46.117.364
<i>Efektif vergi oranı</i>	0,8%	22,9%	17,1%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	40.163.796	34.820.424	60.954.341	77.291.545	102.971.317	132.276.635	160.568.798	184.469.456
Yatırım	(16.162.379)	(25.399.166)	(20.795.572)	(19.246.678)	(20.947.191)	(21.685.989)	(20.792.995)	(20.959.192)
Amortisman	3.905.235	3.905.235	9.922.103	10.998.101	13.964.794	17.348.791	18.193.871	20.959.192
İşletme sermayesi değişimi	1.281.912	(26.542.945)	(14.178.380)	(14.248.248)	(18.904.261)	(21.101.804)	(20.238.915)	(17.218.385)
SNA	29.188.564,3	(13.216.452,1)	35.902.492,4	54.794.720,5	77.084.659,1	106.837.632,3	137.730.758,3	167.251.070,1
<i>iskonto oranı</i>			0%	87%	74%	63%	54%	46%
<i>indirgenmiş değer</i>			0	42.485.895	57.119.311	67.572.960	74.355.536	77.069.930

SNA bugünkü değer	318.603.631	32%
Uç bugünkü değer	665.681.387	68%
Hedef firma değeri	984.285.019	

Net borç	113.682.104
----------	-------------

Hedef özsermaye değeri	870.602.915	12,99
------------------------	-------------	-------

Kaynak: Oyak Yatırım Menkul Değerler Fiyat Tespit Raporu

a. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Şirket'in 2019 yılı verileriyle, 2020 yılının ilk dokuz ayı ile 2019 son çeyrek verilerinin toplamıyla hesaplanan 9A2020 yıllıklandırılmış FAVÖK ve Net Kar tutarları ile 2020 yılsonu tahmini tutarlar aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Raporun genelinde de olduğu gibi hesaplamalarda kullanılan FAVÖK tutarı esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler hesaplarını içermemektedir. Gerek yurt içi gerekse yurt dışı çarpan analizleriyle hesaplanan hedef fiyatlarda, Finnet veri programı ve Bloomberg veri terminalinden alınan yıllıklandırılmış veriler kullanılmıştır.

Türk İlaç TL	2019	2020/09*	2020T
FAVÖK	50.194.788	95.351.463	83.421.621
Net Kar	13.482.151	51.803.860	41.767.221
Net Borç	111.698.780	113.682.104	113.682.104

Kaynak : Oyak Yatırım Menkul Değerler Fiyat Tespit Raporu

FD/FAVÖK çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değeri 817,8 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 12,21 TL olarak hesaplanmaktadır.

TL	Piyasa Değeri	Yıllıklandırılmış FAVÖK marjı	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
DEVA	6.092.587.506	34,6%	10,7	11,2	4,2
ECILC	5.605.426.800	18,0%	14,4	28,7	1,2
LKMNH	399.360.000	20,7%	21,4	8,8	4,3
MPARK	5.117.715.169	23,2%	48,0	8,2	20,9
RTALB	1.091.420.000	31,0%	22,3	28,0	7,9
SELEC	8.271.720.000	3,5%	13,9	10,4	2,4
	Medyan	21,9%	17,9	10,8	4,2
2020T FAVÖK	83.421.621				
30.09.2020 net borç	113.682.104				
FD/FAVÖK çarpanı ile hedef piyasa değeri	817.768.992				
Pay başına değer	12,21				

Kaynak : Oyak Yatırım Menkul Değerler Fiyat Tespit Raporu

Yurtdışı FD/FAVÖK çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değerleri ise 802 milyon TL ve hedef fiyat 11,97 TL olarak bulunmaktadır.

7- Değerlendirme ve Sonuç:

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda, indirgenmiş nakit akımına %50, yurt içi ve yurt dışı çarpanları analizlerine %25'er pay vererek ulaşılan halka arz öncesi hedef değeri 840 milyon TL ve halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başı hedef değeri ise 12,54 TL olarak hesaplanmıştır. Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %20,3 halka arz iskontosu uygulandığında hisse başına 10,00 TL'lik halka arz fiyatına ulaşılmaktadır.

Türk İlaç Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	870.602.915	50%	435.301.457
Yurtiçi çarpanlar analizi	817.768.992	25%	204.442.248
Yurtdışı çarpanlar analizi	802.319.697	25%	200.579.924
Toplam		100%	840.323.629
Pay başına değer			12,54

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)	
Nominal Sermaye	67.000.000
Halka Arz Fiyatı	10,00
Halka Arz Fiyatları İle Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	670.000.000
Hedef Piyasa Değeri	840.323.629
İskonto Oranı	-20,3%

Kaynak : Oyak Yatırım Menkul Değerler Fiyat Tespit Raporu

Sonuç:

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgilerin yatırımcıya sunulduğu,
- Fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verildiği,
- Sektör dinamikleri ve değişkenleri dikkate alındığında yurt içi ve yurt dışı çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Türk İlaç'ın faaliyetleriyle uyumlu olduğu,
- Çarpan analizinde yurtiçi ve yurt dışı benzer şirket seçiminde detaylı bir analizle yatırımcıların bilgilendirildiği,
- Yüksek çarpan değerlerine sahip benzer şirketlerin hesaplamalarda dikkate alınmamasının olumlu olduğu,
- Değerleme yöntemleri içerisinde yurtiçi ve yurtdışı Piyasa Çarpanları Yönteminin ek olarak İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine yer verilmiş olmasının özellikle nakit akımlarının ve diğer operasyonel faaliyetlerin halka arz fiyat seviyesine olan etkisinin gözlenmesine katkı sağladığı,
- %17,2 seviyesinde hesaplanan AOSM ile %20,3 seviyesinde uygulanan halka arz iskontosunun makul olduğu

değerlendirilmektedir. Öte yandan,

- Çarpan analizinde sadece "FD/FAVÖK" değerinin dikkate alınmış olması, ancak Firma Değeri / Satış (FD/S) oranlarının yanı sıra "Fiyat Kazanç (F/K)" ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)" çarpanlarının değerlendirilmede kullanılmamış olması sebebiyle, çarpan analizinin diğer çarpanlar da dikkate alınarak genişletilmesinin yararlı olacağı değerlendirilmektedir.

Yukarıda belirlediğimiz çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla, %20,2 seviyesinde uygulanan iskonto oranıyla 10,00 TL seviyesinde tespit edilen TL hisse başına fiyat düzeyinin makul olduğu sonucuna ulaşmış bulunmaktayız.

A1 Capital Araştırma

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.



ÇEKİNCE

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır.

Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.

A1 Capital Araştırma

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz.