

ORZAX

ŞİRKET TANITIMI VE YATIRIM TEZİ

Türkiye’de kanıtlanmış eczane liderliğinden
dikey entegrasyon ve ihracat ölçeğine

13 TEMMUZ 2026

Yatırımcı odaklı bağımsız şirket araştırması



Raporun çerçevesi

Bu çalışma yatırım tavsiyesi, hedef fiyat veya halka arz fiyatının uygunluğuna ilişkin bir görüş değildir. Şirket hedefleri ve fiyat tespit raporu projeksiyonları gerçekleşmiş sonuç değil, belirli varsayımlara bağlı ileriye dönük beyanlardır. ORZAX payları 7 Temmuz 2026'da işlem görmeye başlamış olduğundan, ilk günlerdeki piyasa fiyatı henüz yerleşik bir değerlendirme referansı olarak kullanılmamıştır.

Rapor; onaylı izahname, fon kullanım raporu ve yönetim kurulu kararı, proforma finansal bilgiler, 31 Mart 2026 tarihli bağımsız denetimli finansal tablolar, fiyat tespit raporu, halka arz sunumu ve şirket tanıtım dosyasındaki bilgilerle; küresel ve Türkiye sektör verileri ile güncel emsal piyasa göstergelerini bir araya getirir. Sayısal bilgiler, ait oldukları dönem ve kapsam belirtilerek kullanılmıştır.

Şirket sunumundaki IQVIA pazar payı verileri bağımsız denetimli finansal veri değildir ve ölçülen eczane/OTC evrenini ifade eder. Türkiye toplam pazarını veya tüm satış kanallarını temsil ettiği varsayılmamıştır. Benzer şekilde, uluslararası pazar araştırmalarındaki tahminler farklı ürün ve kanal tanımları kullandığından tek bir kesin pazar büyüklüğü olarak sunulmamıştır.

Tarihsel finansal tablolar TMS 29 kapsamında 31 Mart 2026 satın alma gücüne göre düzeltilmiştir. Fiyat tespit raporundaki 2026 ve sonrası tahminler ise aynı enflasyon düzeltmesini içermeyen nominal tutarlardır. Bu nedenle geçmiş ve tahmin dönemi büyüme oranları bire bir karşılaştırılmamalıdır.

YATIRIM HİKÂYESİNİN EKONOMİK ÖZÜ

1. Yatırım özeti ve tez

ORZAX'ın yatırım tezi, yalnızca büyüyen bir takviye edici gıda pazarında faaliyet göstermesine değil; Türkiye eczane kanalındaki ölçülmüş liderliğini yeni ürünlere, daha yüksek üretim kapasitesine, dikey entegrasyona ve ihracata çevirebilme kabiliyetine dayanır. Şirketin asıl varlığı fabrika kapasitesinden önce, yaklaşık 30 bin eczaneye uzanan dağıtım erişimi, hekim ve eczacı nezdindeki marka kabulü, çoklu dozaj formu üretebilen Nuvita altyapısı ve ürünleri kısa sürede geliştirebilen Ar-Ge organizasyonudur.

%24,85 Ölçülen OTC/takviye kutu payı 2026 Mart YTD; şirket sunumu/IQVIA	~30 bin Eczaneye erişim Eczza depoları üzerinden	%38,9 Net satış büyümesi 2026 1Ç / 2025 1Ç
%64,6 Brüt kâr marjı 2026 1Ç	30,3 → 66,6 mn Yıllık kutu kapasitesi 2025 gerçekleşen / 2028 model	%5,3 → %35 İhracat payı 2025 gerçekleşen / 5 yıllık yönetim hedefi

Yatırım tezinin merkezindeki soru

ORZAX'ın talep yaratma ve dağıtım avantajı, 2026-2028 dönemindeki kapasite ve pazarlama yatırımlarını aynı hızda satışa, ihracata ve serbest nakit akışına dönüştürebilecek midir? Talebin varlığı güçlü göstergelere sahiptir; değer yaratımının belirleyicisi, yeni kapasitenin zamanında devreye alınması, brütten nete indirimlerin kontrolü ve kârın nakde dönüşmesidir.

Tez bileşeni	Ekonomik mekanizma	Mevcut kanıt	Tezi sınavan koşul
Türkiye liderliği	Mevcut eczane erişimi yeni ürünlerin edinim maliyetini ve yaygınlaşma süresini düşürür.	%24,85 ölçülen kutu payı; ikinci şirket %8,55.	Pazar payı korunurken mal fazlası/iskonto oranının kötüleşmemesi.
Üretim ve Ar-Ge	Şirket içi üretim; formülasyon, kalite, teslim süresi ve fason gelir üzerinde kontrol sağlar.	1,157 milyar dozaj birimi teorik kapasite; çoklu form üretimi.	Kapasite artışının doluluğa, verime ve nakit üretimine dönüşmesi.
Hammadde yerleştirme	İthal probiyotik, mikroalg ve vitamin hammaddelerinin içeride üretilmesi kur/maliyet riskini azaltabilir.	NBC Ar-Ge altyapısı ve planlanan Fabrika 3.	Laboratuvar ölçeğinden ticari verim, onay ve müşteri kabulüne geçiş.
İhracat	Döviz geliri, coğrafi çeşitlilik ve kapasite doluluğu yaratır.	50+ ülke erişimi; yurt dışı satış şirketleri.	%5,3 payın önce değerlendirme modelindeki %6-%8 bandına, sonra daha yukarı çıkması.
Bilanço onarımı	Halka arz fonu borç, işletme sermayesi ve yatırımı birlikte destekler.	Yaklaşık 2,08 milyar TL net birincil fon; 1,41 milyar TL ortak satış geliri ilişkili taraf alacağı için şirkete aktarıldı.	Borç geri ödemesi, yeni ilişkili taraf alacağı oluşmaması ve sürdürülebilir pozitif CFO.

Baz senaryoda ORZAX, yurtiçinde kategori penetrasyonu ve yeni ürünlerle pazarın üzerinde büyürken, ihracat payını kademeli artıran ve FAVÖK marjını yatırım döneminde yaklaşık %30-%33 bandında koruyan bir tüketici sağlığı üreticisi görünümündedir. Hammadde yerleştirilmesi ve Kazakistan fabrikası bu senaryonun zorunlu unsurları değil, başarılı icra halinde şirketin iş modelini ve değerlendirme kalitesini yukarı taşıyabilecek opsiyonlardır.

Tezi dengeleyen ana unsurlar; 2025'te negatif faaliyet nakit akışı, yüksek kısa vadeli borç, halka arz öncesi yüksek temettü, ilişkili taraf işlem geçmişi, düşük halka açıklık ve imtiyazlı kontrol yapısıdır. Bu nedenle yüksek brüt marj tek başına yeterli değildir; satış kalitesi, faaliyet gideri disiplini ve nakit dönüşümü eş zamanlı doğrulanmalıdır.

MARKADAN ÜRETIME UZANAN KAPALI DÖNGÜ

2. Şirketin konumlandırılması ve ekonomik iş modeli

2004 yılında kurulan Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş., ekonomik olarak takviye edici gıda geliştirme, üretim, pazarlama ve satış işine odaklanmaktadır. Üretim ve ürün geliştirme faaliyetleri %100 bağlı ortaklık Nuvita üzerinden yürütülür; yurt dışı bağlı ortaklıklar ise ağırlıklı olarak satış, pazarlama, ruhsatlandırma ve çevrim içi ticaret altyapısı oluşturur. Kazakistan'daki iki şirket, planlanan bölgesel üretim modeli nedeniyle bu yapıdan ayrışır.

Başlık	31 Mart 2026 / son açıklanan durum
Kuruluş ve ana faaliyet	2004; takviye edici gıda, ilişkili tüketici sağlığı ve seçili dermokozmetik ürünler
Üretim	Nuvita (%100); İstanbul Esenyurt'ta üretim, Ar-Ge, kalite ve depo altyapısı
Dağıtım	Ecza depoları üzerinden yaklaşık 30 bin eczane
Ürün portföyü	Vitamin-mineral, Omega-3, kolajen, probiyotik, bitkisel ekstre, bağışıklık, kemik-eklem, kadın/çocuk sağlığı, mood ve diğer kategoriler
Dozaj formları	Softjel, kapsül, tablet, efervesan, saşe, likit ve çiğnenebilir jel
Çalışan	1.011 bağımsız denetimli finansal tablo; sunumda 1.016
Yurt dışı yapı	ABD, İngiltere, Almanya, Polonya ve BAE satış şirketleri; Kazakistan'da iki şirket
Borsa	ORZAX; Borsa İstanbul Yıldız Pazar; işlem başlangıcı 7 Temmuz 2026

ORZAX'ın ekonomik motoru: dağıtım erişimi, ürün geliştirme hızı ve üretim kontrolünün kapalı döngüsü



Şekil 1. ORZAX'ın talep yaratma, ürün geliştirme ve üretim döngüsü

Kaynak: Şirket izahnamesi ve halka arz sunumu [C1, C6].

Müşteri edinimi ve gelir yaratma

ORZAX'ın doğrudan ticari müşterisi çoğu durumda son tüketici veya eczane değil, ecza deposudur. Ecza deposu ürünleri eczanelere taşır ve tahsilat zincirini ölçeklendirir; ORZAX ise hekim, eczacı ve son tüketicide ürün talebi oluşturan pazarlama faaliyetlerini üstlenir. Bu ayırım, dağıtım erişimini hızlandırırken ticari koşulların - iskonto, ciro primi, kampanya ve mal fazlası - net satış üzerinde önemli rol oynamasına yol açar.

Şirketin ekonomik üstünlüğü, eczane rafına erişim ile ürün geliştirme kabiliyetinin aynı organizasyonda birleşmesidir. Yeni bir formül veya dozaj formu, bağımsız üretici ve dağıtıcı koordinasyonuna göre daha hızlı ticarileşebilir; mevcut eczane ağı yeni SKU'nun dağıtım eşiğini düşürür. Bunun karşılığında pazar liderliğini korumak yüksek pazarlama ve satış ekibi gideri gerektirir.

Nuvita: marka üreticisi ve sözleşmeli üretici

Nuvita yalnızca ORZAX markalı ürünleri üretmez; kendi tesisi olmayan veya kapasitesi yetersiz üçüncü taraflara ürün geliştirme, özel etiket, fason üretim ve ambalajlama hizmeti de sunar. Bu ikinci gelir ayağı, mevcut hatların daha yüksek dolulukla kullanılmasına ve Ar-Ge kabiliyetinin B2B gelire çevrilmesine imkan verir. Fason üretimin marjı, müşteri yoğunluğu ve kapasite tahsisi açıklanmadığından, yatırım tezinde destekleyici fakat ayrı bir değerlendirme kalemi olarak ele alınmalıdır.

Portföy geniş; gelir belirli çekirdek kategorilerde yoğun

2025 ürün grubu	Net satış payı	Ekonomik anlam
Vitamin ve mineral	%53,9	Portföyün ana gövdesi; kategori derinliği ve eczane görünürlüğü güçlü.
Omega-3	%14,6	Marka gücü yüksek; mikroalg/vegan Omega-3 projesi dikey entegrasyon opsiyonu yaratıyor.
Kolajen	%10,6	Hızlı büyüyen güzellik/sağlık kesimi; SHINIQ ile çapraz satış potansiyeli.
Diğer kategoriler	%20,9	Probiyotik, bitkisel, bağışıklık, mood, kadın/çocuk sağlığı ve diğer nişler.

İlk üç grup toplam net satışların yaklaşık %79'unu oluşturur. Çok sayıda SKU, kategori çeşitliliği sağlasa da gelir kompozisyonundaki yoğunlaşma; vitamin-mineral, Omega-3 ve kolajendeki pazar payı ile fiyatlama disiplini yatırım tezinin merkezinde tutar. Belgelerde ürün adedi 140+, 150+ ve 200+ olarak farklılaşmaktadır; bu fark ürün, SKU, ambalaj boyu ve form varyantlarının farklı sayılmasından kaynaklanmaktadır.

Kalite ve sertifikasyon terminolojisi

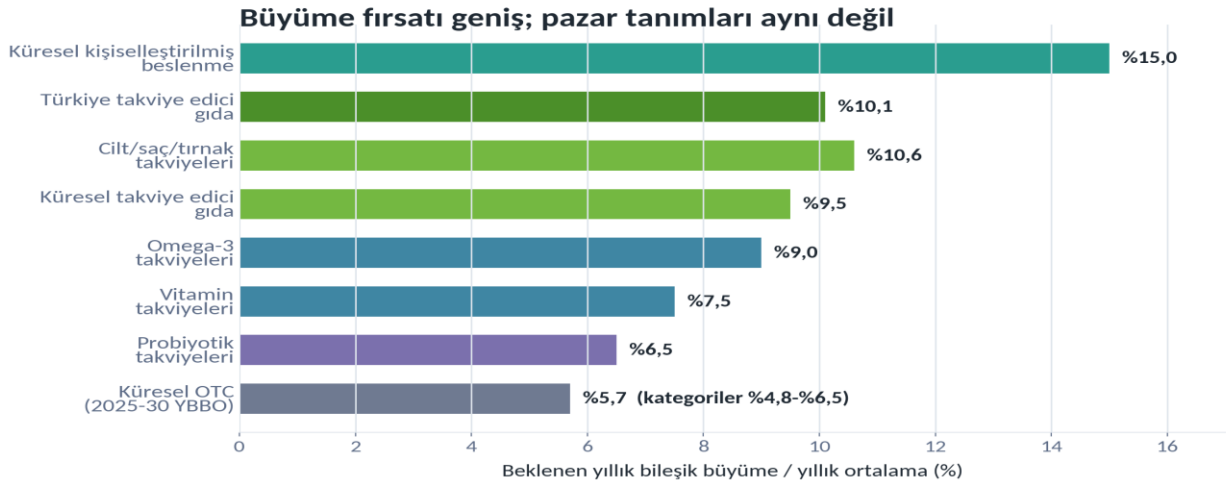
Nuvita; GMP, HACCP, ISO 22000:2018, ISO 9001:2015, helal ve sıfır atık belgeleriyle desteklenen bir üretim altyapısı sunmaktadır. Sunumda "FDA sertifikası" olarak anılan belge, ABD FDA nezdinde tesis kayıt teyididir; FDA ürün onayı veya FDA tarafından verilmiş bir sertifika anlamına gelmez.

YAPISAL BÜYÜME VAR; TANIM VE KANAL FARKI BÜYÜK

3. Küresel sektör görünümü

Küresel takviye edici gıda pazarı; koruyucu sağlık, sağlıklı yaş alma, kişiselleştirilmiş beslenme, bağırsak sağlığı, güzellik ve bitkisel/vegan ürün talebiyle büyümektedir. Ancak "dietary supplements", "vitamin and dietary supplements", "nutritional supplements" ve "consumer health/OTC" tanımları aynı ürünleri ve kanalları kapsamaz. Bu nedenle tek bir büyüme oranı yerine, ORZAX'ın portföyüyle ilişkili pazar kümelerinin birlikte okunması daha sağlıklıdır.

Pazar tanımı	Son büyüklük / başlangıç	Ufuk ve büyüme	ORZAX açısından anlam
Küresel dietary supplements	2025: 209,5 milyar USD	2026-2033: %9,5 YBBO	Geniş üst pazar; koruyucu sağlık ve e-ticaret ana itici.
Küresel vitamin takviyeleri	2025: 59,5 milyar USD	2026-2033: %7,5 YBBO	ORZAX gelirlerinin en büyük kategorisiyle doğrudan ilişkili.
Probiyotik takviyeleri	2025: 10,5 milyar USD	2026-2033: %6,5 YBBO	Yerli suş ve hammadde yatırımı için talep zemini.
Omega-3 takviyeleri	2024: 7,7 milyar USD	2025-2030: %9,0 YBBO	Mevcut güçlü kategori ve vegan mikroalg projesi.
Cilt/saç/turnak takviyeleri	2025: 6,9 milyar USD	2026-2033: %10,6 YBBO	Kolajen ile SHINIQ dermokozmetik arasında çapraz kategori fırsatı.
Küresel OTC	-	2025-2030: %5,7 YBBO (kategori aralığı %4,8-%6,5)	Daha geniş tüketici sağlığı kıyaslaması; inovasyon ve fiyat/hacim dengesi önemli.



Not: Farklı veri sağlayıcıların kapsamları, ürün setleri ve kanalları değişmektedir; oranlar yön gösterir, doğrudan karşılaştırma değildir.

Şekil 2. ORZAX portföyüyle ilişkili küresel ve Türkiye büyüme göstergeleri

Kaynak: Grand View Research 2026 güncellemeleri; IQVIA Consumer Health 2026 [S1-S6].

Sektörü büyüten kalıcı dinamikler

Dinamik	Talep etkisi	ORZAX bağlantısı
Koruyucu sağlık ve sağlıklı yaş alma	Tüketim tedaviden günlük sağlık rutinine kayar.	Vitamin-mineral, Omega-3, probiyotik, eklem ve mood portföyü.
Yaşlanan nüfus	Kronik olmayan destek kategorilerinde kullanım sıklığı artar.	D vitamini, B12, Omega-3, kemik-eklem ve multivitamin.
Kişiselleştirme ve niş kategoriler	Genel multivitamininden yaş, cinsiyet, yaşam tarzı ve hedefe özgü ürüne geçiş.	Geniş SKU ve hızlı formülasyon kabiliyeti.
Bağırsak sağlığı ve probiyotik	Bilimsel görünürlük ve tüketici farkındalığı artar.	Yerli probiyotik suş ve bitmiş ürün projesi.
Güzellik-sağlık yakınsaması	Kolajen, saç/cilt takviyesi ve dermokozmetik arasında sepet büyür.	Kolajen liderliği ve SHINIQ.
Bitkisel/vegan hammadde	Sürdürülebilirlik ve temiz etiket talebi artar.	Mikroalg bazlı vegan Omega-3, D vitamini, astaksantin ve protein.
Dijital keşif ve e-ticaret	Marka erişimi ve sınır ötesi satış hızlanır; fiyat şeffaflığı artar.	Yurt dışı şirketler ve online satış altyapısı.

Küresel büyümenin tamamı ORZAX'a otomatik olarak yansımaz. Tüketici sağlığında inovasyonun satışa katkısı, marka otoritesi ve görünürlükle sınırlıdır; IQVIA'nın 2026 raporu, yeni ürünlerin toplam OTC büyümesine katkısının halen sınırlı olduğunu ve eski markaların ağırlığını koruduğunu vurgular. Bu durum, ORZAX'ın yalnızca ürün çıkarma hızına değil, eczane kanalında tavsiye ve tekrar satın alma yaratma kabiliyetine dayanması gerektiğini gösterir.

DÜŞÜK PENETRASYON, YÜKSEK NOMİNAL BÜYÜME VE VERİ BELİRSİZLİĞİ

4. Türkiye sektör görünümü

Türkiye takviye edici gıda pazarında güvenilir ve bütün kanalları kapsayan tek bir kamu veri seti bulunmamaktadır. Açıklanan büyüklükler; eczane, e-ticaret, doğrudan satış, ithalat ve ürün kapsamına göre önemli ölçüde değişir. Bu nedenle pazarın yönü - penetrasyonun artması ve nominal büyüme - daha belirginken, mutlak büyüklüğü bir aralık olarak ele alınmalıdır.

Kaynak / kapsam	Açıklanan büyüklük	Büyüme	Okuma biçimi
Grand View Research - Türkiye dietary supplements	2024: 1,43 milyar USD; 2030: 2,54 milyar USD	2025-2030: %10,1 YBBO	Geniş pazar tahmini; kanal ve ürün tanımı şirket ölçümüyle aynı değildir.
GTBD sektör açıklaması	2025: yaklaşık 750 milyon USD	Düşük kişi başı tüketim vurgusu	Sektör derneği göstergesi; yöntem ayrıntısı sınırlı.
Sektör basını / sektör temsilcileri	2025: yaklaşık 1 milyar USD	Pandemi sonrası yıllık yaklaşık %15	Yön gösteren sektör görüşü; kesin toplam pazar olarak kullanılmamalı.
Şirket sunumu / IQVIA eczane ölçümü	2026 1Ç: 26,67 milyon kutu; ORZAX 6,63 milyon	Kutu bazlı pay verisi	Ölçülen eczane/OTC evreni; tüm Türkiye ve tüm kanallar değildir.

Türkiye’de büyümeyi destekleyen unsurlar

Nüfusun yaş yapısı, kategori kullanımını destekleyen uzun vadeli bir temel oluşturur. TÜİK’e göre 65 yaş ve üzeri nüfusun toplam nüfustaki payı 2020’de %9,5 iken 2025’te %11,1’e yükselmiştir. Bunun yanında sektör derneği verilerinde Türkiye’de kişi başı takviye edici gıda harcamasının gelişmiş pazarlara göre düşük olduğu belirtilmektedir. Bu iki gösterge, hacim penetrasyonu için alan bulunduğunu düşündürür; ancak gelir artışının ne kadarının fiyat/enflasyon, ne kadarının gerçek kutu büyümesi olduğu ayrıca izlenmelidir.

Eczane kanalı, güven ve profesyonel tavsiye açısından önemini korurken e-ticaret erişimi genişletmektedir. Ticaret Bakanlığı’nın 2025 raporunda “medikal, kişisel bakım ve kozmetik” e-ticaret hacmi 145,7 milyar TL’dir; bu tutar 2,46 trilyon TL’lik perakende e-ticaret hacminin yaklaşık %5,9’una karşılık gelir. Kategori takviye edici gıdayı tek başına ölçmez; ancak yakın tüketici sağlığı ürünlerinde dijital kanalın anlamlı bir erişim alanına dönüştüğünü gösterir.

Regülasyon hem giriş bariyeri hem işletme riski

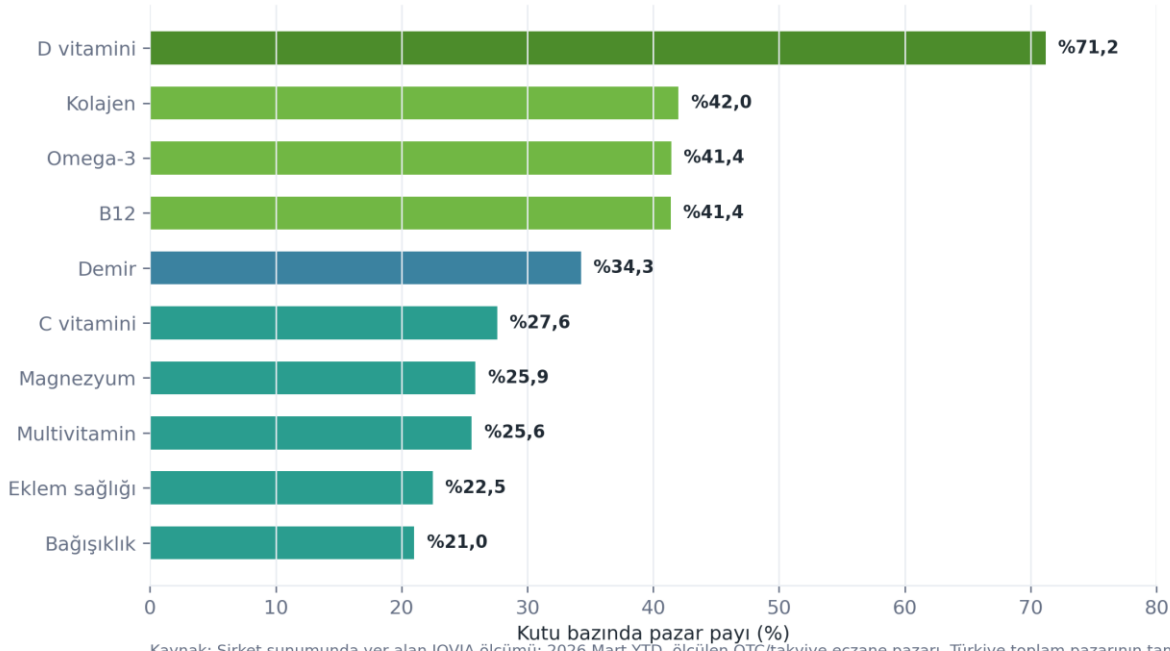
Takviye edici gıdalar ilaç değildir; Türkiye’de ağırlıklı olarak gıda mevzuatı ve Tarım ve Orman Bakanlığı onay süreçlerine tabidir. Her ürün için içerik, doz, etiket, marka/isim ve gerekli belgelerle onay alınması gerekir. Sağlık beyanı ve reklam uygulamaları ayrıca sınırlandırılmıştır. Geniş ruhsat/onay dosyası, kalite sistemi ve tecrübeli mevzuat ekibi kurumsal üreticilere avantaj sağlarken; yanlış beyan, kontaminasyon, geri çağırma veya mevzuat değişikliği marka değerini hızla etkileyebilir.

Türkiye büyüme tezinin sağlıklı çıpası

Sektörün yüksek nominal büyümesi tek başına yeterli değildir. ORZAX açısından sürdürülebilir büyüme; kutu hacmi, kategori penetrasyonu, pazar payı ve net fiyatın birlikte ilerlemesiyle doğrulanır. IQVIA eczane verisi pazar payını izlemek için güçlü, toplam Türkiye pazarını ölçmek için ise sınırlı bir göstergedir.

5. Rekabet konumu, marka ve dağıtım gücü

Eczane kanalındaki liderlik, birden çok ana kategoride derinleşiyor



Şekil 3. ORZAX'ın seçili kategorilerde ölçülen kutu pazar payı

Kaynak: Halka arz sunumu, 2026 Mart YTD IQVIA verileri [C6].

ORZAX'ın ölçülen toplam kutu payı %24,85 iken ikinci şirketin payı %8,55'tir. D vitamini, Omega-3, B12 ve kolajende %40'ın; D vitamininde %70'in üzerinde açıklanan paylar, liderliğin tek bir ürüne değil birden çok kategoriye yayıldığını gösterir. Bu durum eczane görünürlüğü, satın alma sıklığı ve yeni ürün lansmanı açısından önemli bir avantajdır.

Rekabet unsuru	Neden değer yaratır?	Sınırı / riski
Yaklaşık 30 bin eczaneye erişim	Yeni SKU'nun dağıtım ve farkındalık eşliğini düşürür; satış ekibinin aynı müşteri tabanında çapraz satış yapmasını sağlar.	Ecza depolarının ticari koşulları ve kampanya yoğunluğu net fiyatı baskılayabilir.
Hekim ve eczacı odaklı talep yaratma	Sağlık kategorisinde güven ve tavsiye, fiyat dışı rekabet avantajı oluşturur.	Yüksek pazarlama/personel gideri ve sağlık beyanı kısıtları.
Şirket içi üretim	Kalite, teslim süresi, ürün formu ve lansman temposu üzerinde kontrol sağlar.	Yeni kapasite dolmazsa amortisman ve sabit gider baskısı.
Geniş dozaj formu kabiliyeti	Aynı aktif içeriği farklı tüketici tercihleri ve yaş grupları için ticarileştirir.	SKU karmaşıklığı, stok ve çalışma sermayesi ihtiyacı.
Ar-Ge ve mevzuat organizasyonu	Trend ürünlerin daha hızlı formüle edilmesi ve onay sürecinin yönetilmesi.	Laboratuvar başarısının ticari ölçeğe dönüşmeme riski.
Marka portföyü ve kategori payları	Eczane rafında görünürlük ve tekrar satın alma davranışı oluşturur.	Fason üretim sayesinde rakiplerin hızlı ürün çıkarabilmesi; sosyal medya trendleri.

Pazar payı kadar satış kalitesi de önemlidir

ORZAX'ın eczane kanalındaki liderliği, mal fazlası ve ciro primi gibi ticari araçlarla desteklenmektedir. Bu araçlar müşteri bağlılığı ve raf bulunurluğu yaratabilir; ancak hacim büyümesinin ne kadarının gerçek tüketim, ne kadarının kanal teşvikiyle sağlandığını izlemek gerekir. Bu nedenle pazar payı ile brütten nete indirim oranı birlikte değerlendirilmelidir.

Rekabet Kurumu incelemesine ilişkin izahname açıklamalarında, şirketin sunduğu taahhütlerin 6 Nisan 2026'da kabul edildiği ve şirket yönünden sürecin sonlandırıldığı belirtilmektedir. Konu hukuken kapanmış görünmekle birlikte, eczane ve internet satış uygulamalarına ilişkin taahhütlere uyum satış modelinin kurumsal yönetim göstergelerinden biri olmaya devam edecektir.

YÜKSEK BRÜT MARJ; ARTAN BÜYÜME MALİYETİ

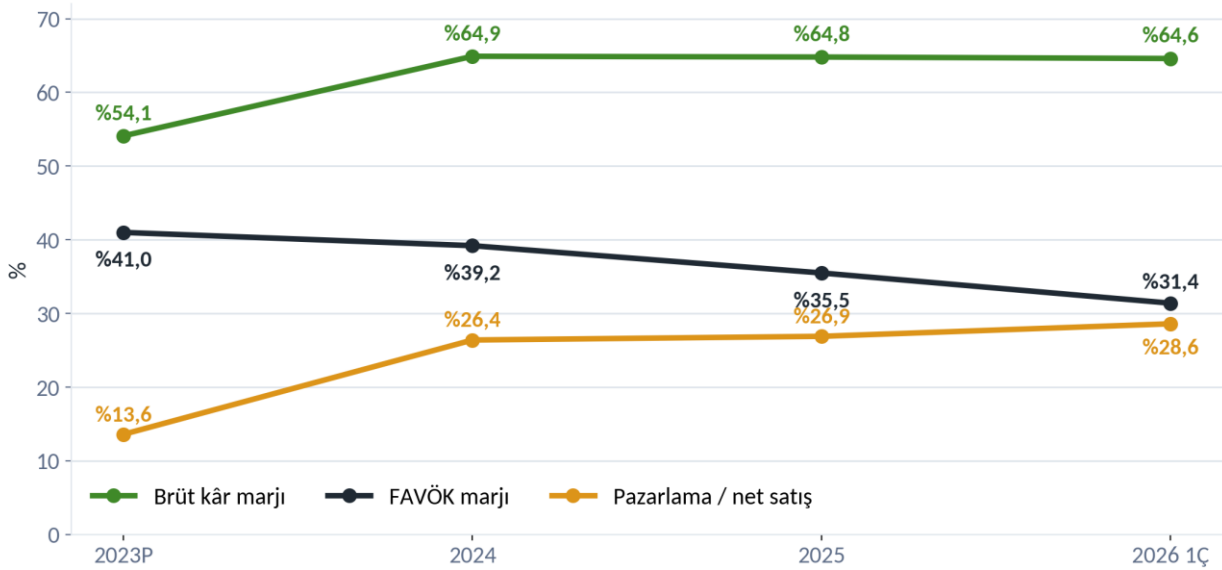
6. Tarihsel büyüme ve marj yapısı

ORZAX'ın tarihsel sonuçları güçlü brüt kârlılığın yanında, büyümeyi desteklemek için hızla yükselen faaliyet giderlerini gösterir. 2024'te reel satış büyümesi sınırlı kalmış, 2025'te hızlanmış ve 2026'nın ilk çeyreğinde yıllık %38,9'a ulaşmıştır. Buna karşılık FAVÖK marjı 2023 proforma %41,0'dan 2026 ilk çeyrekte %31,4'e gerilemiştir.

Milyar TL / marj	2023P	2024	2025	2025 1Ç	2026 1Ç
Net satış	5,532	5,715	7,331	1,894	2,632
Brüt kâr	2,992	3,710	4,747	1,223	1,701
Brüt marj	%54,1	%64,9	%64,8	%64,5	%64,6
FAVÖK	2,269	2,239	2,605	0,687	0,825
FAVÖK marjı	%41,0	%39,2	%35,5	%36,3	%31,4
Esas faaliyet kârı	1,980	2,057	2,477	0,651	0,822
Net kâr	0,944	0,725	1,053	0,140	0,349

Kaynak: 2023 proforma güvence raporu ve 31 Mart 2026 bağımsız denetimli finansal tablolar [C2, C3]. Tarihsel tutarlar 31 Mart 2026 satın alma gücündedir.

Brüt marj korunuyor; büyümenin maliyeti faaliyet giderlerinde birikiyor



2026 1Ç pazarlama giderleri; personel, reklam, kira, kargo ve fuar giderlerinin birlikte büyüdüğü yatırım dönemini yansıtır.

Şekil 4. Brüt marj, FAVÖK marjı ve pazarlama yoğunluğu

Kaynak: Bağımsız denetimli finansal tablolar ve proforma bilgiler [C2, C3].

Brüt marj neden güçlü?

Brüt marjın 2024'ten itibaren yaklaşık %65 seviyesine yükselmesi; ürün karması, fiyatlama, grup yeniden yapılanması ve maliyet yönetiminin birleşik etkisini yansıtır. Bu seviye, portföyün emtia benzeri bir üretimden ziyade marka, formülasyon ve dağıtım erişimiyle değer yarattığını gösterir. Bununla birlikte brüt marjın gelecekteki dayanıklılığı, ithal hammadde maliyeti, kur, kampanya koşulları ve yeni ürün karmasına bağlıdır.

FAVÖK marjındaki düşüş büyüme yatırımlarını yansıtıyor

Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 2023'te 754 milyon TL'den 2025'te 1,97 milyar TL'ye yükselmiş; 2026 ilk çeyrekte 753 milyon TL'ye ulaşmıştır. Aynı dönemde genel yönetim giderleri de özellikle personel ve yeni organizasyon yapısıyla hızlanmıştır. Brüt marjın değişmeden kaldığı 2026 ilk çeyrekte FAVÖK marjının 4,9 puan gerilemesi, baskının ürün maliyetinden çok faaliyet giderlerinde yoğunlaştığını gösterir.

Bu yapı, iki farklı yorumu birlikte taşır. Pazarlama ve yurt dışı organizasyon giderlerinin yeni satışlara dönmesi halinde mevcut marj baskısı geçici bir ölçeklenme maliyeti olabilir. Satış büyümesi sürse bile gider yoğunluğu kalıcı olarak yüksek kalırsa, geçmişteki %35-%41 FAVÖK marjları şirketin yeni normalini temsil etmeyecektir. Fiyat tespit raporunun uzun vadede %30,5 marj varsayması bu ikinci ihtimali temel senaryoya dahil eder.

Brütten nete indirimler satış kalitesinin ana göstergesi

Dönem	Brüt satışlar*	Net satış	Toplam indirim	İndirim / brüt satış
2023P	7,705 mlr TL	5,532 mlr TL	2,173 mlr TL	%28,2
2024	8,257 mlr TL	5,715 mlr TL	2,542 mlr TL	%30,8
2025	9,981 mlr TL	7,331 mlr TL	2,650 mlr TL	%26,5
2026 1Ç	3,497 mlr TL	2,632 mlr TL	0,865 mlr TL	%24,7

* Yurtiçi satış, yurtdışı satış ve diğer gelirlerin toplamı. İndirimler; iade, iskonto ve diğer indirimleri içerir [C2, C3].

31 Mart 2026'da 148,3 milyon TL mal fazlası ve 55,7 milyon TL ciro primi karşılığı bulunmaktadır. İndirim oranının 2024'ten sonra gerilemesi olumlu bir eğilimdir; ancak pazar payı artışıyla birlikte yeniden yükselmesi, raporlanan kutu büyümesinin ekonomik değerini azaltabilir.

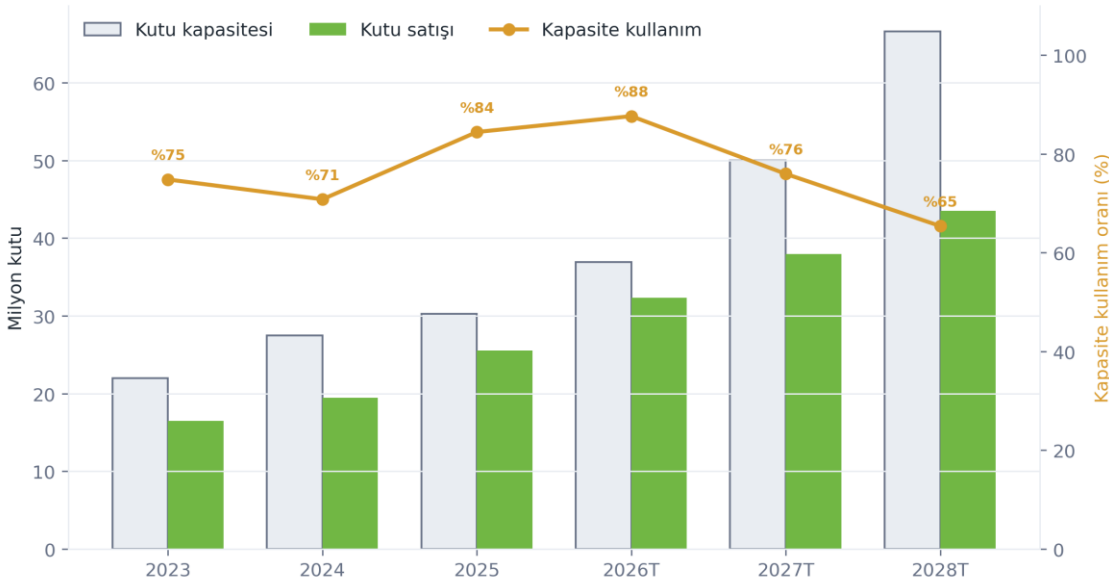
Net kâr artışının bileşimi

2026 ilk çeyrekte net kârın %148,7 artması, operasyonel büyümenin yanında net parasal kaybın 2025 ilk çeyrekteki 202 milyon TL'den 79 milyon TL'ye gerilemesinden de destek almıştır. Dolayısıyla net kâr büyümesi FAVÖK büyümesinden belirgin biçimde yüksektir. Yatırım tezinin faaliyet performansını ölçmek için FAVÖK, faaliyet nakit akışı ve işletme sermayesi birlikte izlenmelidir.

BÜYÜME TAMPONUNDAN HAMMADDE EKONOMİSİNE

7. Kapasite, yatırım programı ve dikey entegrasyon

Kapasite satıştan hızlı büyüyor: büyüme tamponu ve sabit gider riski birlikte artıyor



Kutu kapasitesi, tablet/kapsül/saşe gibi dozaj birimi kapasitesinden farklıdır. 2026-2028 verileri değerlendirme modelidir.

Şekil 5. Kutu kapasitesi, satış hacmi ve kapasite kullanım oranı

Kaynak: İfo Yatırım fiyat tespit raporu ve halka arz sunumu [C4, C6].

Fiyat tespit modelinde yıllık kutu kapasitesi 2025'te 30,25 milyondan 2028'de 66,58 milyona çıkarken satış hacmi 25,54 milyondan 43,54 milyona yükselir. Kapasite satıştan daha hızlı büyüdüğü için kullanım oranı 2026'da %88'den 2028'de %65'e düşer. Bu düşüş tek başına olumsuz değildir; yeni ürün ve ihracat için gerekli tamponu oluşturur. Ancak satışlar modelin altında kalırsa, amortisman, personel ve sabit üretim giderleri marjı baskılar.

Kutu kapasitesi ile dozaj kapasitesi aynı değildir

Halka arz sunumundaki yaklaşık 1,157 milyar adet teorik kapasite; tablet, kapsül, saşe, likit ve diğer dozaj birimlerinin toplamıdır. Fiyat tespit raporundaki 30-67 milyonluk kapasite ise yıllık kutu kapasitesidir. Bir kutu çok sayıda dozaj birimi içerdiğinden bu iki ölçü doğrudan karşılaştırılmaz.

Esenyurt Fabrika 3: kapasite artışından daha fazlası

Başlık	Planlanan yapı	Yatırım tezindeki rol
Fiziki ölçek	Yaklaşık 18.000 m ² kapalı, 1.200 m ² açık alan	Yeni üretim ve biyoteknolojik hammadde ölçeği.
Hedef hammaddeler	Probiyotik, yoğurt bakterileri, Omega-3, beta gluklan, beta karoten, astaksantin, E vitamini, B12, D3 ve vegan protein	İthal bağımlılığını ve kur riskini azaltma; B2B hammadde satışı.
Belirli tesis bütçesi	Yaklaşık 320 milyon TL bina + 880 milyon TL makine/ekipman = 1,2 milyar TL	Halka arz fonunun yatırım ağırlıklı kullanımının ana adresi.
Geniş kapasite programı	Kaynağa ve kapsama göre yaklaşık 1,5-1,7 milyar TL	Mevcut ve yeni hatları içeren daha geniş program.
Değerleme modeli capex	2026: 1,229; 2027: 0,143; 2028: 0,184 milyar TL	Yatırım yükünün büyük bölümü 2026'da.

Fabrika 3'ün ekonomik etkisi iki aşamalıdır. İlk aşama, mevcut bitmiş ürün büyümesini karşılayacak kapasite ve hat esnekliği sağlar. İkinci ve daha yüksek değerli aşama, ithal edilen aktif hammaddelerin şirket içinde üretilmesidir. Başarılı ticari ölçekleme; satın alma maliyetini, kur duyarlılığını ve tedarik süresini azaltabilir; aynı zamanda hammadde ihracatı ve üçüncü taraf satışlarıyla yeni bir gelir havuzu yaratabilir.

Bu ikinci aşamanın riski daha yüksektir. Probiyotik suş stabilitesi, mikroalg proses verimi, standardizasyon, seri üretimde kalite tekrarlanabilirliği, mevzuat onayı ve müşteri kabulü laboratuvar başarısından bağımsız eşiklerdir. Yatırım tezi, bu projeleri gerçekleşmiş marj artışı olarak değil, doğrulanması gereken opsiyon olarak ele almalıdır.

Büyüme motorlarının ekonomik haritası

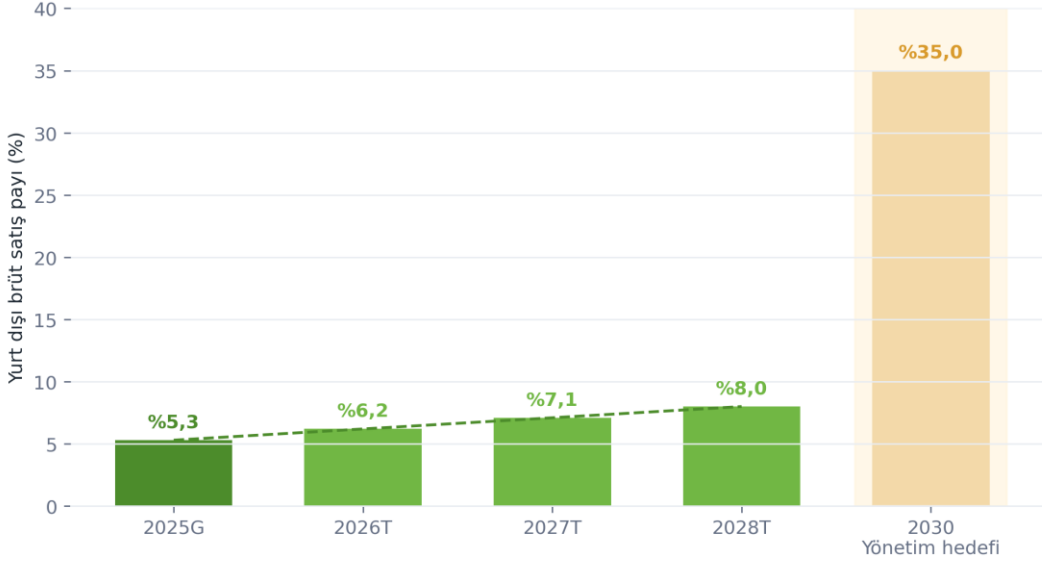
Büyüme alanı	Gelir mekanizması	Marj ve nakit etkisi	Kritik icra riski
Yurtiçi organik büyüme	Kategori penetrasyonu, fiyat/mix, kutu hacmi ve pazar payı	Mevcut kanal nedeniyle sermaye verimliliği yüksek; pazarlama gideri yoğun.	Promosyonla satın alınan hacim, fiyat rekabeti.
Yeni ürün ve dozaj formu	Mevcut eczane tabanında müşteri başına daha fazla ürün	Brüt marjı destekleyebilir; SKU/stok ihtiyacı artar.	Lansman başarısı, ürün cannibalizasyonu.
Kapasite artışı	Büyüme kısıtının kaldırılması, fason üretim	Doluluk arttıkça sabit gider emilimi; ilk yıllarda capex ve amortisman.	Devreye alma gecikmesi, düşük kullanım.
Hammadde yerleştirme	İthal aktiflerin içeride kullanımı ve üçüncü tarafa satışı	Brüt marj ve kur riskinde yapısal iyileşme potansiyeli.	Ticari proses verimi ve onay.
Fason / özel etiket	Mevcut üretim ve Ar-Ge'nin B2B monetizasyonu	Kapasite doluluğu ve nakit döngüsü desteklenebilir.	Düşük fiyatlı kontratlar, kapasite çatışması.
SHINIQ dermokozmetik	Aynı eczane kanalında yeni kategori ve sepet büyümesi	İlk aşamada marka yatırımı; ölçek sonrası marj katkısı.	Takviyedeki liderliğin otomatik taşınmaması.
İhracat	Yeni coğrafya, döviz geliri ve kapasite doluluğu	Gelir çeşitliliği; distribütör ve ürün karması brüt birim geliri farklılaştırabilir.	Ruhsat, distribütör, pazarlama ve tahsilat.
Kazakistan	Bölgesel üretim ve lojistik maliyet avantajı	Uzun vadeli ölçek; başlangıçta yüksek finansman ve ramp-up ihtiyacı.	%70 dış finansman, inşaat, ruhsat ve doluluk.

EN BÜYÜK YUKARI YÖNLÜ OPSİYON, EN YÜKSEK ICRA FARKI

8. İhracat ve uluslararası genişleme

ORZAX, 50'den fazla ülkeye ürün gönderdiğini ve ABD, İngiltere, Almanya, Polonya, BAE ve Kazakistan'da yerel yapılar kurduğunu belirtmektedir. Buna rağmen 2025'te yurt dışı brüt satışlarının toplam brüt satış içindeki payı yaklaşık %5,3'tür. Coğrafi erişim geniş, gelir kompozisyonu ise halen belirgin biçimde Türkiye ağırlıklıdır.

İhracat, baz senaryoda kademeli; yönetim hedefinde dönüştürücü bir opsiyon



Not: 2025 gerçekleşen ve 2026-2028 değerlendirme modeli brüt satış paylarıdır. Beş yıllık %35 oran yönetim hedefidir; temel değerlendirme senaryosuna dahil değildir.

Şekil 6. İhracat payı: değerlendirme modeli ve yönetim hedefi arasındaki fark

Kaynak: Fiyat tespit raporu, halka arz sunumu ve şirket yönetim hedefleri [C4, C6].

Yönetim, ihracat payını beş yıl içinde %35'e çıkarmayı hedeflemektedir. Fiyat tespit raporu ise daha ihtiyatlı bir çerçeveye kullanır ve 2026-2028'de yurt dışı brüt satış payını yaklaşık %6,2, %7,1 ve %8,0 seviyelerinde modeller. Bu fark, yönetim hedefinin temel değerlendirme senaryosuna dahil edilmediğini ve yatırım tezindeki yukarı yönlü opsiyonun büyüklüğünü gösterir.

İhracat büyümesi hacmi hızlandırıyor; birim ekonomi ürün karmasına bağlı

Gösterge	2025G	2026T	2028T	Okuma
Yurtiçi kutu satışı	22,3 mn	27,2 mn	34,8 mn	Mevcut eczane kanalındaki ana hacim.
Yurt dışı kutu satışı	3,2 mn	5,1 mn	8,8 mn	2025-2028'de yurtiçinden daha hızlı büyüme.
Toplam kutu satışı	25,5 mn	32,3 mn	43,5 mn	Kapasite doluluğunun temel hacim göstergesi.
Yurt dışı brüt satış	0,527 mlr TL	0,807 mlr TL	1,867 mlr TL	Döviz geliri ve coğrafi çeşitlenme.
Yurt dışı brüt satış payı	%5,3	%6,2	%8,0	Baz değerlendirme senaryosundaki kademeli artış.
Toplam net satış	7,331 mlr TL	10,182 mlr TL	18,361 mlr TL	Coğrafi indirim dağılımı açıklanmadığı için net satış yalnızca toplamda gösterilmiştir.

Fiyat tespit raporu, ihracat kutu hacminin yurtiçinden daha hızlı büyümesini varsaymaktadır. Ancak finansal tablolar satış indirimlerini coğrafyaya göre ayırmadığından, güvenilir bir yurtiçi-yurtdışı net satış/kutu karşılaştırması üretilemez. Ürün bazlı brüt ihracat fiyatları kategori, SKU, ambalaj, ülke ve distribütör yapısına göre farklılaşmaktadır. Bu nedenle ihracatın marj etkisi; brüt satış payı, doğrudan satış oranı, ürün karması, lojistik ve pazarlama giderleri ile tahsilat koşulları birlikte değerlendirilerek izlenmelidir.

Yurt dışı bağlı ortaklıkların rolü

Yapı	Ana işlev	Tezdeki yeri
ABD ve İngiltere (%100)	Yerel satış, pazarlama ve online kanal	Büyük ve olgun pazarlarda marka inşası; yüksek edinim maliyeti riski.
Almanya ve Polonya (%75)	Avrupa satış ve pazarlama	Turquality ve yerel tescillerle bölgesel erişim.
BAE (%100)	Körfez satış ve pazarlama	Yüksek gelirli pazar ve Orta Doğu dağıtım merkezi opsiyonu.
Kazakistan TOO / Central Asia (%100)	Ticaret ve planlanan üretim	Orta Asya, Doğu Avrupa ve Asya için bölgesel üretim platformu.

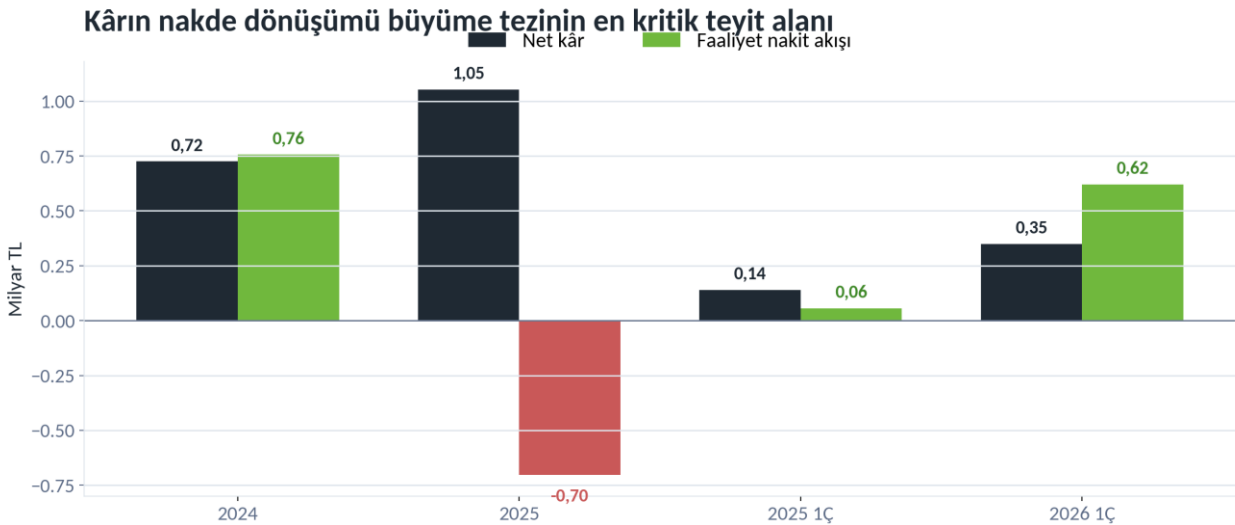
Kazakistan fabrikası: ilave kapasiteden çok bölgesel iş modeli

Başlık	Plan
Konum	Türkistan, Kazakistan serbest bölgesi; 90 dönüm arazi
Kapalı alan	Yaklaşık 19.000 m ²
Yatırım	35 milyon avro
Hedef kapasite	Aylık 3 milyon kutu
Finansman	%10 özkaynak, %20 halka arz geliri, %70 uluslararası finansman
Takvim	Kredi anlaşmasından sonra yaklaşık 30 ay
Hedef coğrafya	Orta Asya, Doğu Avrupa, Asya ve Uzak Doğu
Değerleme durumu	Finansman ve takvim belirsizliği nedeniyle fiyat tespit raporu nakit akışı projeksiyonlarına dahil değil

Projenin değer yaratabilmesi için beş eşik birlikte aşılmalıdır: dış finansmanın kapanması, teşvik ve arazi şartlarının kesinleşmesi, inşaat/ekipman takvimi, yerel ruhsatlandırma ve aylık 3 milyon kutu kapasiteyi dolduracak satış ağı. Baz değerlemede yer almaması, gecikmenin mevcut DCF'yi doğrudan bozmasını sınırlar; başarıyla devreye girmesi ise lojistik ve yerel maliyet avantajıyla ilave değer yaratabilir.

KARDAN NAKDE GEÇİŞ

9. Büyüme ile nakit üretimi arasındaki ilişki



2025 negatif nakit akışı; ticari alacak, diğer alacak, stok ve peşin ödemelerdeki artışla ilişkilidir. 2026 1Ç iyileşmesinde ilişkili taraf alacağı tahsilatı etkisi bulunmaktadır.

Şekil 7. Net kâr ve faaliyet nakit akışı

Kaynak: Bağımsız denetimli nakit akış tabloları [C2].

2025'te 1,05 milyar TL net kâra rağmen faaliyetlerden 703 milyon TL nakit çıkışı oluşmuştur. Ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar ve peşin ödemeler büyümeyi finanse etmek için nakit bağlamıştır. 2026 ilk çeyrekte faaliyet nakit akışı 620 milyon TL'ye dönmüş olsa da iyileşmenin önemli bölümünde ilişkili taraflardan diğer alacakların azalması etkili olmuştur. Bu nedenle tek çeyrek pozitifliği kalıcı nakit dönüşümü olarak kabul edilmemelidir.

31 Mart 2026 bilanço kalemi	Tutar	Ekonomik okuma
Ticari alacaklar	2,934 mlr TL	Satış büyümesinin tahsilat vadesi; ecza depoları yoğunluğu ve kredi riski.
Stoklar	1,574 mlr TL	Geniş SKU, ithal hammadde ve kapasite hazırlığı; eskime/obsolesans riski.
Peşin ödenmiş giderler	1,079 mlr TL	Hammadde, makine ve büyüme hazırlığına bağlı nakit bağlanması.
İlişkili taraflardan diğer alacaklar	1,431 mlr TL	7 Temmuz 2026'da 1,41 milyar TL ödeme şirket hesaplarına aktarıldı.
Nakit + finansal yatırımlar	1,011 mlr TL	Halka arz öncesi likidite tamponu.
Finansal borç ve kira yükümlülükleri	Yaklaşık 4,384 mlr TL	Faiz ve vade baskısı; borcun büyük bölümü kısa vadeli.

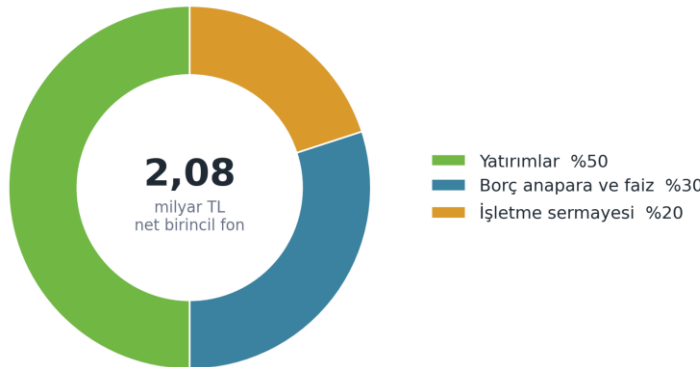
Borç tanımları neden farklı?

31 Mart 2026'da kısa vadeli borçlanmalar ile uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kısımları yaklaşık 3,44 milyar TL'dir. Finansal borçlardan nakit ve kısa vadeli finansal yatırımlar çıkarıldığında basit net finansal borç yaklaşık 3,38 milyar TL olur. Fiyat tespit raporundaki yaklaşık 1,31 milyar TL "net borç" ise ilişkili ve diğer alacakları da netleştiren daha geniş bir değerlendirme tanımı kullanır. Yatırımcı açısından borç servisi kapasitesini değerlendirirken basit net finansal borç; şirket değeri köprüsünde ise raporun kullandığı net borç tanımı ayrı ayrı izlenmelidir.

TL kredi faiz aralığının yaklaşık %38-%67,22 seviyesinde olması, halka arz fonuyla borç azaltımının yalnızca risk düşürmekle kalmayıp doğrudan finansman gideri tasarrufu yaratabileceğini gösterir. Avro kredilerindeki yaklaşık %5,9 maliyet daha düşük olmakla birlikte kur riski taşır.

Halka arz fonu: büyüme ve bilanço onarımı arasında dağılım

Birincil halka arz fonu büyümeyi ve bilanço onarımını birlikte finanse ediyor



Şekil 8. Şirkete girecek net birincil fonun planlanan kullanımı

Kaynak: Fon kullanım raporu, izahname ve 7 Temmuz 2026 KAP açıklaması [C1, C5, S11].

Fon kalemi	Oran	Yaklaşık tutar	Beklenen ekonomik etki
Devam eden ve yeni yatırımlar	%50	1,039 mlr TL	Esenyurt kapasite ve hammadde projesi; bağlı ortaklık yatırımları.
Finansal borç anapara ve faiz	%30	0,624 mlr TL	Faiz yükü ve yeniden finansman riskinde azalma.
İşletme sermayesi	%20	0,416 mlr TL	Hammadde, stok, satış ve tahsilat büyümesinin finansmanı.

Fon kullanım kalemleri arasında ihtiyaç halinde 10 yüzde puana kadar geçiş yapılabileceğinden, %50/%30/%20 dağılımı planlanan çerçeveyi ifade eder. Sermaye artırımı yoluyla şirkete girecek brüt 2,1735 milyar TL'nin halka arz giderleri sonrasında yaklaşık 2,0789 milyar TL net fon yaratması beklenmektedir. Yunus Emre Alimoğlu'nun ortak satışından elde edilen 1,41 milyar TL'nin tamamı, 7 Temmuz 2026 tarihli KAP açıklamasına göre Alyors Sağlık ve Gıda Teknolojileri A.Ş.'den olan diğer alacağın ödenmesi kapsamında şirket hesaplarına aktarılmıştır. Ortak satışı hukuken şirkete sermaye girişi değildir; ekonomik fayda ilişkili taraf alacağının tahsil edilmesiyle gerçekleşmiştir. Ödemenin finansal tablolara yansımaları ve yeni bir ilişkili taraf alacağı oluşmaması ilk halka açık finansal tablolarda izlenmelidir.

Halka arz sonrası ilk finansal raporda doğrulanması gerekenler

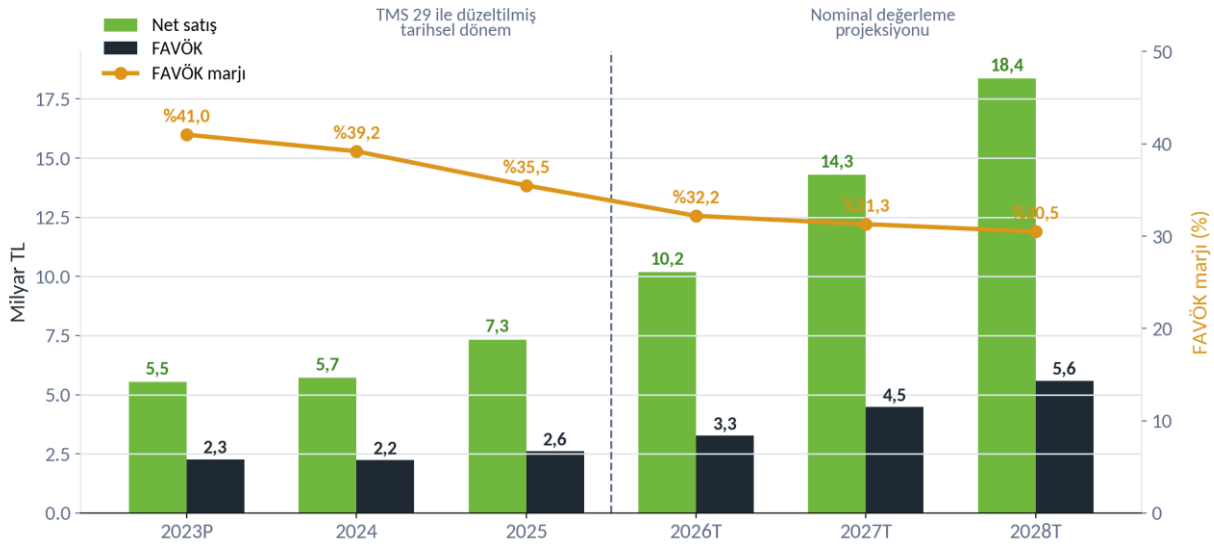
1,41 milyar TL ödemenin finansal tablolara yansımaları ve yeni ilişkili taraf alacağı oluşmaması; borç anapara ödemeleri, halka arz fonunun yatırım/işletme sermayesi kullanımı kırılımı, net finansal borçtaki değişim ve faaliyet nakit akışının ilişkili taraf tahsilatı dışındaki kalitesi.

13 Mart 2026'da yaklaşık 882 milyon TL net temettü dağıtılması, halka arz öncesi özkaynak ve nakit görünümünü aşağı çekmiştir. Büyüme ve yatırım ihtiyacının yüksek olduğu bir dönemde bu dağıtım, gelecekteki sermaye tahsis politikasının ayrıca izlenmesini gerektirir.

TAHMİNLER GÜÇLÜ BÜYÜME VE DAHA DÜŞÜK MARJ VARSAYIYOR

10. Finansal görünüm, TMS 29 ve senaryo çerçevesi

Büyüme hızlanırken marjın yatırım dönemi seviyesine normalleşmesi bekleniyor



Not: 2026T ve sonrası, fiyat tespit raporundaki nominal tahminlerdir; tarihsel TMS 29 rakamlarıyla bire bir büyüme karşılaştırması yapılmamalıdır.

Şekil 9. Tarihsel sonuçlar ve fiyat tespit raporu projeksiyonları

Kaynak: Proforma ve bağımsız denetimli finansallar; İfo Yatırım fiyat tespit raporu [C2-C4].

Milyar TL	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net satış	10,182	14,292	18,361	22,033	25,338	27,872
FAVÖK	3,275	4,474	5,592	6,711	7,717	8,489
FAVÖK marjı	%32,2	%31,3	%30,5	%30,5	%30,5	%30,5

Fiyat tespit raporu 2025-2028 döneminde net satışta yaklaşık %35,8, FAVÖK'te %29 bileşik büyüme öngörür. FAVÖK'ün satıştan daha yavaş büyümesi, marjın %35,5'ten %30,5'e normalleşmesi varsayımından kaynaklanır. Yönetimin yaklaşık 11 milyar TL'lik 2026 gelir bütçesine karşı değerlendirme modelinin 10,2 milyar TL kullanması, temel senaryoda belirli bir ihtiyat payı bulunduğunu gösterir.

TMS 29: büyüme oranının dili

2023-2025 tarihsel rakamları ve 2026 ilk çeyrek karşılaştırmaları 31 Mart 2026 satın alma gücüne göre düzeltilmiştir. 2026 ve sonrası değerlendirme tahminleri ise nominaldır. Böyle bir ortamda 2025'ten 2026'ya görünen nominal artış, hacim, reel fiyat/mix ve genel enflasyonun birleşimidir. Bu nedenle raporun temel performans göstergeleri; kutu hacmi, pazar payı, brüt marj, FAVÖK marjı ve nakit dönüşümüdür.

Senaryo çerçevesi

Senaryo	Operasyonel görünüm	Marj ve nakit	Yatırım tezine etkisi
Temel	Yurtiçi liderlik korunur; kutu satışları değerlendirme modeline yakın; ihracat payı 2028'de ~%8.	FAVÖK marjı %30-%33; capex sonrası nakit dönüşümü kademeli iyileşir.	Halka arz ileri çarpanları büyüme gerçekleştikçe makul görünür.
Yukarı yönlü	İhracat modelin önüne geçer; hammadde projeleri ticari satışa döner; SHINIQ anlamlı ölçek kazanır.	Brüt marj yerleştirme ve mix ile desteklenir; kapasite daha hızlı dolar.	Yönetim hedefleri değerlendirme modeline göre ilave opsiyon yaratır.
Aşağı yönlü	Kapasite devreye alma/doluluk gecikir; ihracat ve yeni kategori talebi zayıf; indirim oranı artar.	FAVÖK marjı %30'un altına iner; işletme sermayesi ve borç ihtiyacı sürer.	İleri çarpan ucuzluğu ortadan kalkar; bilanço riski yeniden yükselir.

Kazakistan fabrikası fiyat tespit raporunun baz nakit akışına dahil değildir. Bu nedenle proje finansmanının tamamlanması ve inşaatın başlaması yukarı yönlü bir katalizör; gecikmesi ise mevcut baz tahmini bozmak yerine yönetim hedefinin gerçekleşme süresini uzatan bir gelişme olarak değerlendirilmelidir.

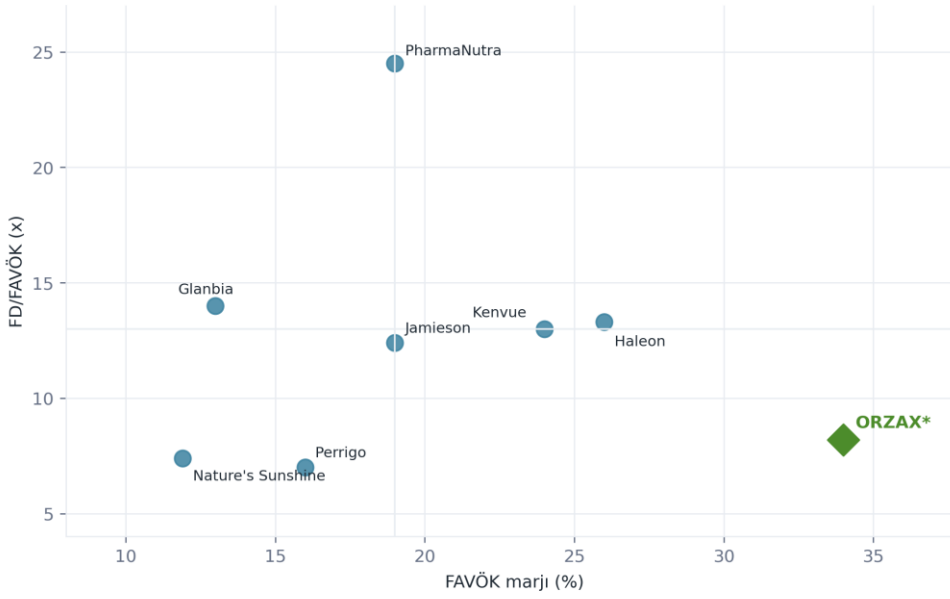
ÇARPANLAR HEDEF FİYAT DEĞİL, PIYASANIN NEYİ ÖDÜLENDİRDİĞİNİ GÖSTERİR

11. Emsal şirketler ve değerlendirme bağlamı

ORZAX için kusursuz bir halka açık emsal bulunmamaktadır. Şirket; markalı takviye edici gıda, tüketici sağlığı, çoklu kanal dağıtımı, şirket içi üretim ve kısmen sözleşmeli üretim özelliklerini birlikte taşır. Bu nedenle emsal seti, doğrudan vitamin/takviye üreticileri ile daha büyük tüketici sağlığı ve beslenme şirketlerinden oluşan bir bağlam olarak kullanılmalıdır.

Şirket	İş modeli / coğrafya	Son büyüme	LTM / son FY FAVÖK marjı	FD/Satış	FD/FAVÖK	F/K
Jamieson Wellness	Markalı vitamin/takviye; Kanada + uluslararası	2026 1Ç +%16,3	~%19	2,4x	12,4x	22,0x
Haleon	Global consumer health; OTC + VMS	2026 1Ç organik +%2,2	~%26	3,5x	13,3x	18,3x
Glanbia	Performans beslenmesi + içerik çözümleri; global	2026 1Ç LFL. +%7,2	~%13	1,8x	14,0x	26,3x
PharmaNutra	Mineral/medikal gıda ve takviye; İtalya + ihracat	2026 1Ç +%24	%19	~6,0x	~24,5x	~39,7x
Nature's Sunshine	Doğrudan satışı takviye; 40+ ülke	2026 1Ç +%9	%11,9	0,6x	7,4x	19,3x
Kenvue	Global consumer health; OTC, kişisel bakım	2026 1Ç +%4,5; organik +%0,7	~%24	3,0x	13,0x	23,2x
Perrigo	OTC ve self-care; ABD/Avrupa	2026 çekirdek görünüm -%3 / +%1	~%16	1,1x	~7,0x	n.a.

Piyasa çarpanları yaklaşık LTM değerlerdir ve 12-13 Temmuz 2026 tarihli halka açık veri sayfalarından derlenmiştir; şirket büyümeleri en güncel 2026 açıklamalarını, marjlar ise LTM veya son mali yıl verisini ifade eder [M1-M7]. Para birimi, muhasebe ve ayarlama tanımları farklıdır.

Yüksek marj düşük çarpanı tek başına açıklamaz; risk ve nakit kalitesi fiyatlamayı belirler

* ORZAX: halka arz fiyatında 31 Mart 2026 yılıklarıdır. Emsaller LTM piyasa verileridir; karşılaştırma yalnızca bağlam sağlar.

Şekil 10. Marj ve FD/FAVÖK bağlamında ORZAX ve seçili emsaller

Kaynak: Fiyat tespit raporu; halka açık emsal piyasa verileri, 12-13 Temmuz 2026 [C4, M1-M7].

BIST emsalleri ne anlatıyor?

Fiyat tespit raporundaki BIST sağlık/ilaç sepeti; Lokman Hekim, MLP Sağlık, Egepol, Tapdi Oksijen, Anatolia Tanı, Deva, RTA Laboratuvarları, Türk İlaç ve Gen İlaç gibi farklı iş modellerini içerir. 24 Mayıs 2026 tarihli medyanlar yaklaşık 1,9x FD/Satış, 12,5x FD/FAVÖK ve 15,8x F/K'dır. Bu şirketler ORZAX'ın doğrudan operasyonel emsali değildir; Türkiye risk primi, likidite ve yerel sermaye piyasası fiyatlaması için referans oluşturur.

Halka arz fiyatındaki değerlendirme

Yöntem	Özkaynak değeri	Pay başı değer	Ağırlık
İndirgenmiş nakit akışı	24,504 mlr TL	79,82 TL	%50
Yurt dışı benzer şirketler	27,483 mlr TL	89,52 TL	%25
BIST sağlık ve ilaç benzerleri	29,739 mlr TL	96,87 TL	%25
Ağırlıklı değer	26,557 mlr TL	86,51 TL	%100
Halka arz iskontosu	-%20	-17,30 TL	-
Nihai halka arz değeri	21,183 mlr TL	69,00 TL	-

Halka arz fiyatında çarpan	31 Mart 2026 / gerçekleşen	2026T	2027T
FD/FAVÖK	8,2x	6,9x	5,0x
FD/Net satış	2,8x	2,2x	1,6x
F/K	16,8x	n.a.	n.a.
PD/DD	6,3x	-	-

Halka arz fiyatındaki 2026T ve 2027T FD/FAVÖK çarpanları, seçili küresel emsallerin LTM 7x-25x aralığının alt bölümündedir. Bu fark; ORZAX'ın daha yüksek büyüme ve marj potansiyeline rağmen Türkiye riskini, yeni halka açık şirket oluşunu, %15,51 halka açıklığı, aile kontrolünü, TMS 29 karşılaştırma sorununu, büyük capex programını, ihracat icra riskini ve henüz kanıtlanmamış nakit dönüşümünü yansıtır.

Piyanın premium ödediği profil; güçlü marka, ihracat çeşitliliği, bilimsel ürün konumlandırması, yüksek ve tekrarlanabilir marj, düşük borç ve yüksek nakit dönüşümüdür. ORZAX marka, marj ve büyüme tarafında güçlü; ihracat çeşitliliği, serbest nakit akışı ve halka açık kurumsal yönetim geçmişi tarafında henüz erken aşamdadır. Dolayısıyla emsal çarpanları mekanik hedef fiyat yerine, şirketin hangi operasyonel eşikleri aştıkça değerlendirme iskontosunu kapatabileceğini gösterir.

Değerleme tezinin koşulu

2027T 5,0x FD/FAVÖK yalnızca satış ve FAVÖK projeksiyonları gerçekleşirse düşük görünür. Kapasite, ihracat veya marj hedefi kaçırıldığında pay fiyatı değişmese dahi ileri çarpan hızla yükselir. Bu nedenle “ucuzluk”, gelecek FAVÖK’ün kalitesi ve nakde dönüşümüyle birlikte değerlendirilmelidir.

TEZİ DOĞRULAYACAK VEYA ZAYIFLATACAK EŞİKLER**12. Katalizörler, riskler ve izlenecek göstergeler****Yakın ve orta vadeli katalizörler**

1. Esenyurt kapasite yatırımının 2026 içinde planlandığı şekilde kısmen devreye girmesi ve 2027 kapasite rampasının teyit edilmesi.
2. Halka arz fonuyla ilk borç geri ödemelerinin yapılması ve finansman gideri görünümünün iyileşmesi.
3. 1,41 milyar TL ödemenin finansal tablolara yansımaları ve yeni ilişkili taraf alacağı oluşmaması.
4. Yurt dışı satış payının %5,3 seviyesinden değerlendirme modelindeki %6-%8 bandına doğru düzenli yükselmesi.
5. Probiyotik ve mikroalg projelerinde pilot üretimden ticari ürün/hammadde satışına geçişe ilişkin somut sözleşme veya kapasite verisi.
6. SHINIQ’in eczane kanalında tekrar sipariş ve anlamlı satış ölçeği oluşturması.
7. Kazakistan için %70 dış finansman anlaşmasının imzalanması ve inşaat takviminin başlaması.
8. Faaliyet nakit akışının ilişkili taraf tahsilatı dışındaki unsurlarla sürdürülebilir biçimde pozitif kalması.

Temel risk matrisi

Risk	Neden önemli?	Erken uyarı göstergesi	Olası sonuç
Yatırım icra riski	Esenyurt programı büyük ve teknik olarak karmaşık.	Devreye alma tarihi, bütçe sapması, aktifleştirilen yatırım.	Satış kaybı veya amortisman/sabit gider baskısı.
Kapasite doluluk riski	2028 model kapasitesi 66,6 milyon kutuya çıkıyor.	Kutu satışı ve kullanım oranı.	FAVÖK marjı ve sermaye verimliliği düşer.
İhracat hedefinin gecikmesi	Yönetim hedefi baz modelden çok daha iddialı.	Yurt dışı brüt satış payı, ülke bazlı büyüme.	Coğrafi çeşitlilik ve kapasite doluluğu sınırlı kalır.
Pazarlama gideri kalıcılığı	Liderlik yüksek saha ve marka yatırımı gerektiriyor.	Pazarlama/net satış, çalışan sayısı, reklam/dağıtım.	Brüt marj güçlü kalsa da FAVÖK marjı düşer.
Brütten nete indirimler	Mal fazlası, ciro primi ve iskonto satış kalitesini etkiler.	İndirim/brüt satış oranı, karşılıklar.	Kutu büyümesi net gelire aynı ölçüde yansımaz.
İşletme sermayesi	Büyüme alacak, stok ve peşin ödemede nakit bağlar.	Alacak/stok günleri, CFO/FAVÖK.	Ek finansman ve faiz ihtiyacı.
Kısa vadeli borç ve faiz	3,44 milyar TL finansal borcun vadesi 12 ay içindedir.	Borç vadesi, TL faiz, net borç.	Net kâr ve nakit akışında baskı.
Hammadde ve kur	Aktif hammaddelerin önemli bölümü ithal olabilir.	Döviz pozisyonu, yerli hammadde oranı.	Brüt marj oynaklığı.
Ürün güvenliği ve mevzuat	Sağlık kategorisinde geri çağırma ve itibar etkisi yüksektir.	Şikâyet, geri çağırma, otorite bildirimi.	Satış kaybı, ceza ve marka hasarı.
Yeni kategori riski	SHINIQ ve biyoteknoloji erken aşamada.	Yeni ürün geliri, tekrar sipariş, ticarileştirme.	Yatırımın beklenen getiriye üretmemesi.
Kurumsal yönetim	A grubu imtiyaz, aile kontrolü ve ilişkili taraf geçmişi.	İlişkili taraf işlemleri, temettü, bağımsız kurul etkinliği.	Değerleme iskontosu ve azınlık yatırımcı algısı.
Likidite ve fiyat keşfi	Halka açıklık %15,51; işlem geçmişi çok kısa.	Fiili dolaşım, işlem hacmi, volatilite.	Piyasa fiyatının temel değerden sapması.

Yatırım tezi izleme paneli

Gösterge	Tezi güçlendiren görünüm	Tezi zayıflatan görünüm
Yurtiçi kutu büyümesi	Pazarın üzerinde, kampanya oranı bozulmadan büyüme.	Hacim yavaşlarken indirim/mal fazlası artışı.
Pazar payı	Toplam payın ~%25 civarında korunması; çekirdek kategorilerde istikrar.	Ana kategorilerde belirgin pay kaybı.
Kapasite kullanım	Devreye alma planına uygun; satış hacmiyle dolan kapasite.	Gecikme veya %65 model seviyesinin altında kalıcı doluluk.
İhracat payı	2026-2028'de %6-%8 model patikasının yakalanması/aşılması.	%5 civarında yataylaşma, yüksek ülke edinim maliyeti.
Brüt kâr marjı	%62-%65 bandında dayanıklılık.	Hammadde/kur/indirimle kalıcı %60 altı.
FAVÖK marjı	Yatırım döneminde %30'un üzerinde istikrar.	%30 altına gerileme ve gider yoğunluğunun artması.
Pazarlama / net satış	Büyüme sürerken tepe yapıp kademeli gerileme.	%29-%30 üzerinde kalıcı yükseliş.
İşletme sermayesi	Alacak, stok ve peşin ödeme büyümesinin satıştan yavaşlaması.	CFO'nun kâra rağmen yeniden negatife dönmesi.
Faaliyet nakit akışı	Rolling 12 ayda pozitif ve FAVÖK'e yaklaşan dönüşüm.	İlişkili taraf tahsilatı dışında zayıf nakit üretimi.
Net borç	Halka arz sonrası hızlı düşüş ve vade uzaması.	Borç geri ödemesine rağmen yeniden artış.
Yatırım takvimi	Esenyurt bütçe/takviminde ilerleme; ticari hammadde kilometre taşları.	Bütçe aşımı, gecikme veya ticarileşme belirsizliği.
Kazakistan	Finansman kapanışı, teşvik kesinleşmesi, inşaat başlangıcı.	Finansman imzalanmadan uzun süre bekleme.

BEŞ TEMEL CÜMLE

13. Sonuç: yatırım tezinin özeti

- ORZAX'ın temel üstünlüğü, büyüyen bir sektörde bulunmaktan önce, Türkiye eczane kanalındaki açık liderlik, yaklaşık 30 bin eczaneye erişim ve Nuvita ile birleşen ürün geliştirme/üretim döngüsüdür.
- Yurtiçi organik büyüme ve yeni ürünler baz senaryonun omurgasını oluştururken, ihracat payının %5,3'ten anlamlı biçimde yükselmesi ve Kazakistan platformu değerlendirme modelinin üzerinde büyüme yaratabilecek ana opsiyonlardır.
- Esenyurt Fabrika 3, yalnızca kutu kapasitesini değil, probiyotik, mikroalg, Omega-3 ve vitamin hammaddelerinde dikey entegrasyonu hedeflediği için iş modelinin kalite ve marjını dönüştürme potansiyeli taşır; bu potansiyel henüz ticari ölçekte kanıtlanmamıştır.
- Yaklaşık %65 brüt marj güçlü bir ekonomik temel sağlasa da FAVÖK marjının %31 seviyesine gerilemesi, büyümenin pazarlama, organizasyon ve kapasite maliyeti taşıdığını; yatırım döneminin sağlıklı marj çıpasının %30-%33 olduğunu gösterir.
- Halka arz bilanço onarımı için önemli kaynak yaratır; ilişkili taraf alacağına ilişkin 1,41 milyar TL tahsilat gerçekleşmiştir. Yatırım tezinin kalan teyidi, yeni ilişkili taraf alacağı oluşmaması, borcun azalması, yeni kapasitenin dolması ve kârın sürdürülebilir faaliyet nakit akışına dönüşmesiyle sağlanacaktır.

Yatırımcı açısından belirleyici eşik

ORZAX'ın büyüme hikâyesi satış artışından ibaret değildir. Şirket, pazar liderliğini yeni kapasiteye; kapasiteyi ihracat ve ürün çeşitliliğine; gelir büyümesini ise marj ve nakit üretimine çevirebildiği ölçüde daha yüksek kaliteli bir tüketici sağlığı şirketine dönüşecektir.

ŞİRKET BELGELERİ VE GÜNCEL BAĞIMSIZ KAYNAKLAR

14. Kaynaklar ve veri tanımları

Şirket kaynakları

Kod	Belge	Başlıca kullanım
[C1]	Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. - Onaylı Halka Arz İzahnamesi, 24 Haziran 2026.	Şirket, faaliyet, riskler, ortaklık, yatırımlar, sermaye ve halka arz koşulları.
[C2]	31 Mart 2026, 31 Mart 2025 ve 2023-2025 dönemlerine ait konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetçi raporu, 11 Mayıs 2026.	Tarihsel finansallar, TMS 29, bilanço, nakit akışı ve dipnotlar.
[C3]	İzahnamede yer alan proforma finansal bilgilerin derlenmesine ilişkin bağımsız güvence raporu, 9 Haziran 2026.	2023 devam eden yapı için proforma karşılaştırma.
[C4]	İnfo Yatırım - Orzaks Fiyat Tespit Raporu, 24 Haziran 2026.	Kapasite, tahmin, DCF, emsal ve halka arz çarpanları.
[C5]	Sermaye artırımından elde edilecek fonun kullanım yerlerine ilişkin rapor ve yönetim kurulu kararı, 29 Mayıs 2025.	Yatırım, borç ve işletme sermayesi fon dağılımı; yatırım bütçeleri.
[C6]	ORZAX Halka Arz Sunumu, Haziran 2026.	Pazar payı, portföy, üretim kapasitesi, Ar-Ge, yönetim hedefleri.
[C7]	ORZAX Tanıtım Dosyası (tarihsiz; erişim 13 Temmuz 2026).	Şirket belgelerindeki tarih/kapsam farklarının bir araya getirilmesi ve tanıtıcı bilgiler.

Sektör, mevzuat ve piyasa kaynakları

Kod	Kaynak	Başlıca kullanım
[S1]	Grand View Research, Global Dietary Supplements Market, 2026 güncellemesi.	2025 pazar büyüklüğü ve 2026-2033 büyümesi.
[S2]	Grand View Research, Vitamin Supplements Market, 2026.	Vitamin pazarı büyüklüğü ve büyümesi.
[S3]	Grand View Research, Probiotic Dietary Supplements Market, 2026.	Probiyotik takviyeleri pazarı.
[S4]	Grand View Research, Omega-3 Supplements Market, 2026 güncellemesi.	Omega-3 takviyeleri pazarı.
[S5]	Grand View Research, Turkey Dietary Supplements Market.	Türkiye 2024 büyüklük ve 2025-2030 tahmini.
[S6]	IQVIA, Consumer Health's Next Phase, 2026.	2025-2030 global OTC YBBO'su, kategori büyümeleri ve inovasyon dinamikleri.
[S7]	TÜİK, İstatistiklerle Yaşlılar 2025, 12 Mart 2026.	65+ nüfus oranı.
[S8]	T.C. Ticaret Bakanlığı, Türkiye'de E-Ticaretin Görünümü Raporu 2025.	2025 sektör hacmi ve perakende e-ticaret kanal görünümü.
[S9]	T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı, Takviye Edici Gıdaların Onay İşlemleri.	Ürün onay ve mevzuat çerçevesi.
[S10]	Gıda Takviyesi ve Beslenme Derneği, 2025-2026 açıklamaları.	Türkiye pazar ve kişi başı tüketim göstergeleri.
[S11]	Borsa İstanbul ve KAP, ORZAX işlem başlangıcı ile ilişkili taraf alacağına ilişkin bildirimler, 2-7 Temmuz 2026.	Kotasyon, baz fiyat, işlem başlangıcı ve 1,41 milyar TL'nin şirket hesaplarına aktarılması.

Emsal piyasa verileri

Kod	Kaynak
[M1]	Jamieson Wellness 2026 1Ç sonuçları; Multiples.vc, 12 Temmuz 2026.
[M2]	Haleon 2026 1Ç trading statement; Multiples.vc, 12 Temmuz 2026.
[M3]	Glanbia 2026 1Ç IMS; Multiples.vc, 12 Temmuz 2026.
[M4]	PharmaNutra 2026 1Ç sunumu; StockAnalysis oranları, 3 Temmuz 2026.
[M5]	Nature's Sunshine 2026 1Ç sonuçları; StockAnalysis oranları, Temmuz 2026.
[M6]	Kenvue 2026 1Ç sonuçları; StockAnalysis oranları, Temmuz 2026.
[M7]	Perrigo 2025 sonuçları ve 2026 görünümü; Multiples.vc/StockAnalysis, Temmuz 2026.