

ORZAX

2026 İkinci Çeyrek Finansal Değerlendirme Raporu

Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. | Finansal dönem: 1 Nisan-30 Haziran 2026 | Bilanço tarihi: 30 Haziran 2026 | Yönetim güncellemesi: 14-20 Ağustos 2026

Dönemin ana finansal değerlendirmesi

İkinci çeyrekte net satışlar %31,7, brüt kâr %49,1 ve FAVÖK %34,6 arttı. Brüt kâr marjı %66,9'a yükselirken FAVÖK marjı %28,7'de kaldı; faaliyet giderleri brüt marj kazanımının büyük bölümünü emdi. 498,6 milyon TL net finansman maliyeti ve 87,7 milyon TL parasal kayıp, 380,8 milyon TL finansman öncesi faaliyet kârını 205,6 milyon TL vergi öncesi zarara çevirdi. Yönetim, finansman yükünün yaklaşık 200 milyon TL'sini Esenyurt tesisindeki gecikmeye bağlamaktadır. Halka arz ve ilişkili taraf alacağının büyük bölümünün tahsili sonrasında net borcun 14 Ağustos'ta 586 milyon TL'ye gerilemesi kısa vadeli bilanço riskini belirgin biçimde azalttı. Buna karşılık yarıyıl ana ortaklık kârındaki artışın önemli bölümü ertelenmiş vergi etkisinden geldi; FAVÖK marjı da 2023'teki %41,0'dan 2026 ilk yarıda %30,2'ye geriledi. 2026 hedefinin temel sınaması, ikinci yarıda gerekli %37 FAVÖK marjı ve yatırım harcamaları sonrasında nakit dönüşümüdür. Kazakistan projesi baz projeksiyonun dışında olmakla birlikte ölçeği itibarıyla dönüştürücü bir büyüme ve finansman taahhüdüdür.

Yarıyıl toplamı 306,4 milyon TL ana ortaklık kârı göstermesine rağmen ikinci çeyrek 66,5 milyon TL zararla kapandı. Raporun odağı ikinci çeyrektir; yarıyıl kârının niteliği ile nakit akışı ve bilanço gelişmeleri, çeyrek sonucunun sürdürülebilirliğini açıklamak için birlikte değerlendirilmiştir.

Temel finansal göstergeler

Milyon TL / marj	2026 2Ç	2025 2Ç	Değişim
Net satışlar	1.709,5	1.297,9	%31,7
Brüt kâr	1.143,3	766,6	%49,1
Brüt kâr marjı	%66,9	%59,1	+7,8 puan
FAVÖK	490	364	%34,6
FAVÖK marjı	%28,7	%28,0	+0,6 puan
Net finansman maliyeti	498,6	212,9	%134,2
Vergi öncesi kâr/(zarar)	(205,6)	39,7	-
Ana ortaklık kârı/(zararı)	(66,5)	51,7	-

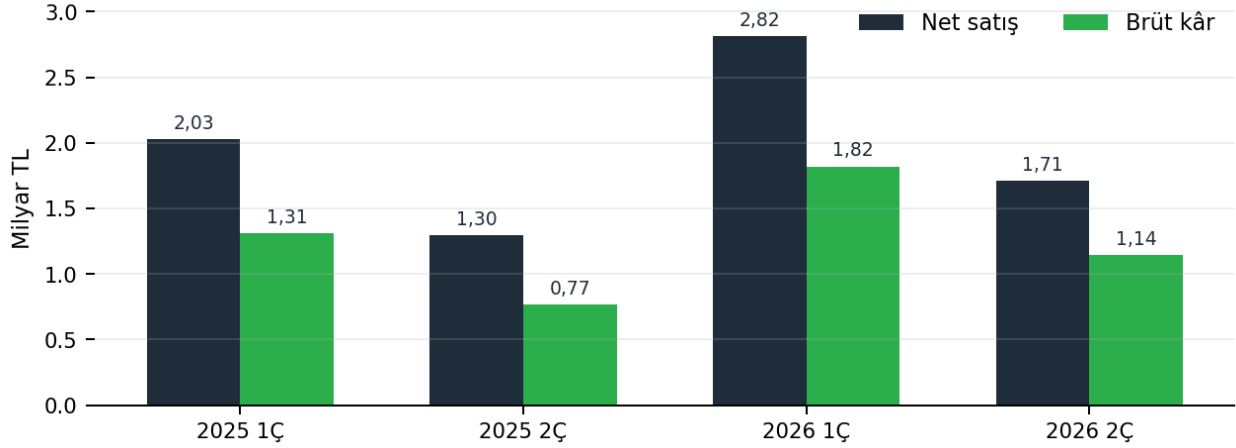
Kaynak: 30 Haziran 2026 konsolide finansal tabloları ve yönetimin analist toplantısı sunumu. FAVÖK tutarları yönetim tarafından yuvarlanmış olarak açıklanmıştır; diğer tutarlar temel finansal tablolardandır.

1. Satış büyümesi güçlü; hacim göstergesi daha zayıf

İkinci çeyrek net satışları 1,710 milyar TL ile yıllık %31,7 arttı. Brüt satışlar %26,5 büyürken iade, iskonto ve diğer indirimlerin brüt satışlara oranı %29,6'dan %26,7'ye geriledi. Mal fazlası ve ciro primi karşılıklarının toplamı da 2025 sonundaki 287,7 milyon TL'den 30 Haziran'da 199,8 milyon TL'ye indi. Bu göstergeler, büyümenin daha yüksek kampanya ve indirim yoğunluğuyla satın alınmadığını; net fiyat ile ürün karmasının olumlu katkı verdiğini destekliyor.

Yurt içi brüt satışlar %18,7 artarken yurt dışı brüt satışlar %165 yükselerek 172,5 milyon TL'ye ulaştı ve brüt satışlar içindeki payı %3,5'ten %7,4'e çıktı. Bununla birlikte ilk yarı ihracatının %57,6'sı Rusya'dan geldi ve ihracat artışının %78,2'sini bu pazar üretti. Net satışların ilk çeyreğe göre %39,3 gerilemesi ise tek başına talep kırılması değildir; 2025'in ikinci çeyreğinde de ilk çeyreğe göre %36,0 düşüş görülmüştür. Yıllık %31,7 büyüme, çeyreklik düşüşün ağırlıklı olarak mevsimsellik taşıdığını gösteriyor.

Çeyreklik satışlar mevsimsel; yıllık büyüme güçlü



Şekil 1. Net satış ve brüt kârın çeyreklik seyri. İlk çeyrek değerleri yarıyıl toplamından ikinci çeyrek tutarlarının çıkarılmasıyla hesaplanmıştır.

Ölçülen reçetesiz sağlık ürünleri (OTC) kutu payı Mart 2026 yılbaşından bugüne %24,85 iken Haziran sonunda %21,36'ya geriledi. İki veri aynı ölçüm evrenine dayanıyorsa, Mart ve Haziran kümülatif kutu adetlerinin farkı ORZAX'ın ikinci çeyrekte ima edilen kutu pazar payını yaklaşık %17,3 gösteriyor. Bu oran şirket tarafından doğrudan açıklanmış bir gösterge değildir ve pay artışı anlamına gelmez. Parasal satış büyümesinin kutu payından daha güçlü olması, fiyat ve ürün karmasının hacimden daha fazla katkı verdiğine işaret ediyor.

Kaynak: Konsolide finansal tablolar Dipnot 16 ve 20; ara dönem faaliyet raporu; Mart ve Haziran 2026 şirket pazar payı verileri.

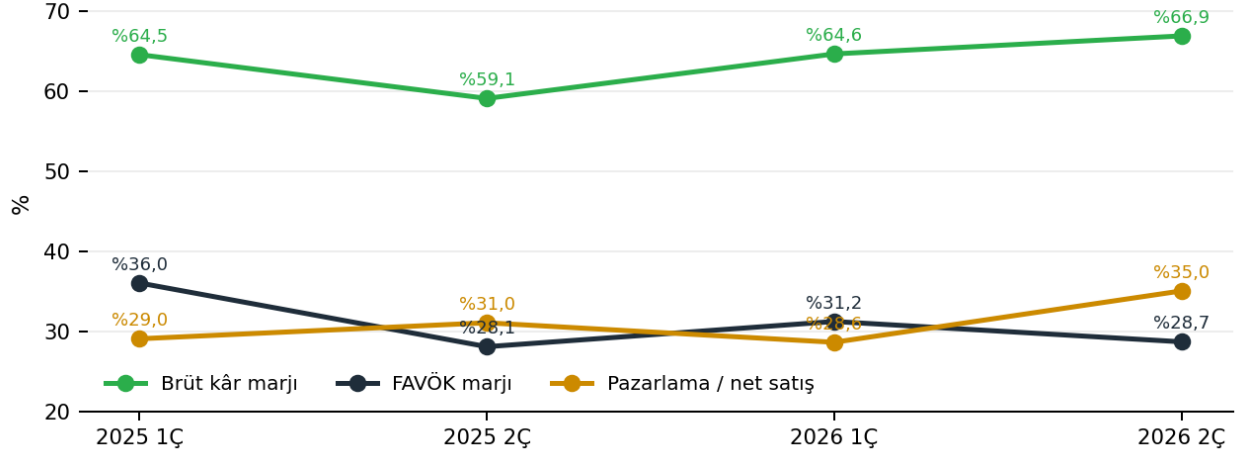
2. Brüt marj yükseldi; FAVÖK marjı faaliyet giderleri nedeniyle sınırlı arttı

İkinci çeyrek brüt kâr marjı %59,1'den %66,9'a yükseldi. Yönetim bu iyileşmeyi hammadde alımlarındaki ölçek avantajı, Nuvita tesisinde %90'ın üzerindeki kapasite kullanımı ve fiyatlama esnekliğiyle açıklamaktadır. Bununla birlikte maliyet kırılımı, karşılaştırma bazının da önemli olduğunu gösteriyor: satılan ticari mal maliyeti 2025 ikinci çeyrekte 78,9 milyon TL iken 2026 ikinci çeyrekte 4,8 milyon TL'dir; diğer çeyreklerde de yaklaşık 4-5 milyon TL bandındadır. Bu fark brüt marj artışına mekanik olarak yaklaşık 5,8 puan katkı sağlamıştır. Dipnotlarda 2025 ikinci çeyrekteki yüksek tutarın nedeni açıklanmadığından, brüt marj artışının tamamı kalıcı verimlilik olarak değerlendirilmemelidir.

FAVÖK 364 milyon TL'den 490 milyon TL'ye yükseldi; FAVÖK marjı %28,0'dan %28,7'ye çıktı. Brüt marjdaki 7,8 puanlık artışın FAVÖK marjına yalnız 0,6 puan yansımaları, faaliyet giderlerinin büyümeyi absorbe ettiğini gösteriyor. Pazarlama giderlerinin satışlara oranı %31,0'dan %35,0'a, genel yönetim giderlerinin oranı %7,2'den %7,5'e yükseldi.

Yönetim, genel yönetim giderlerindeki artışı halka arz süreci, SAP kurumsal kaynak planlama sistemine geçiş ve yurt dışı bağlı ortaklık yapılanmalarıyla; pazarlama giderlerindeki artışı ise SHINIQ lansmanı ve yeni ürün tanıtımlarıyla ilişkilendirmektedir. Bu harcamaların ne kadarının tek seferlik olduğu tutar bazında ayrıştırılmadığı için FAVÖK'e normalleştirme yapılması uygun değildir.

Brüt marj yükseldi; faaliyet giderleri FAVÖK marjını sınırladı

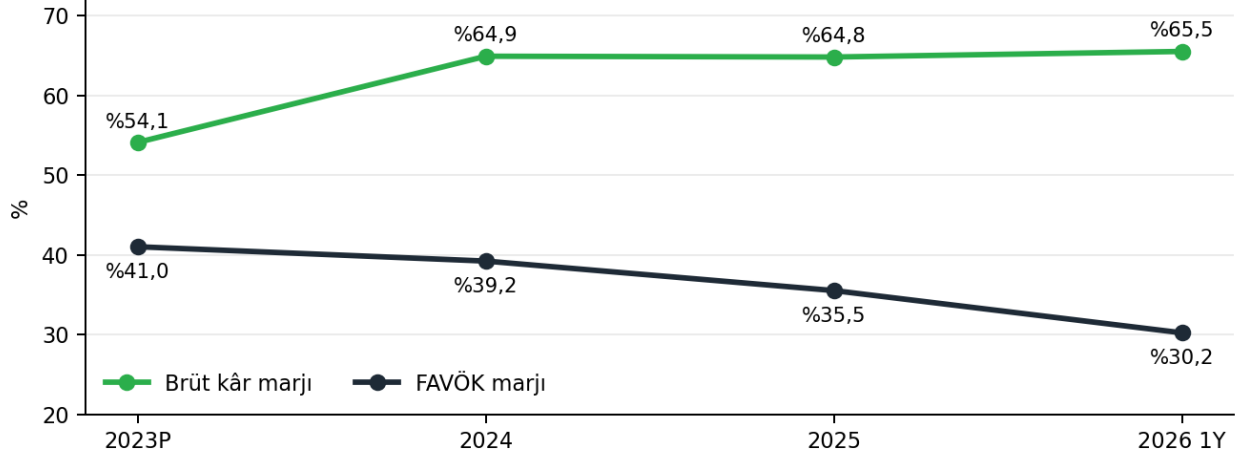


Şekil 2. Çeyreklik brüt kâr, FAVÖK ve pazarlama yoğunluğu. İlk çeyrek FAVÖK tutarları, yönetimin yarıyıl ve ikinci çeyrek açıklamalarından türetilmiştir. Esas faaliyet kârı %17,8 artarak 372,1 milyon TL'ye yükselmesine rağmen esas faaliyet marjı %24,3'ten %21,8'e geriledi. Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin net etkisi +44,9 milyon TL'den -44,2 milyon TL'ye döndü; 66,8 milyon TL şüpheli ticari alacak karşılığı bu bozulmanın ana unsurudur. Temel ticari kârlılık güçlenmiş, alacak kalitesi raporlanan esas faaliyet marjını zayıflatmıştır.

Kaynak: Konsolide finansal tablolar Dipnot 20-22; yatırımcı sunumu ve yönetimin analist toplantısı açıklamaları.

FAVÖK marjında tarihsel yön ve yeni faaliyetlerin ölçülebilirliği

Brüt marj korunurken FAVÖK marjı yatırım dönemi seviyesine geriliyor



Şekil 3. Brüt kâr ve FAVÖK marjının tarihsel seyri. 2023 proforma, 2024-2025 gerçekleşen ve 2026 ilk yarı verileri kullanılmıştır.

İkinci çeyrekteki sınırlı FAVÖK marjı artışı, daha uzun vadeli yönü değiştirmiyor. FAVÖK marjı 2023 proforma dönemde %41,0 iken 2024'te %39,2'ye, 2025'te %35,5'e ve 2026 ilk yarıda %30,2'ye geriledi. Yönetimin güncel baz planı 2026'da %34,1, 2027'de yaklaşık %31,3 ve 2028-2029'da yaklaşık %30,5 marj öngörüyor. Dolayısıyla geçmişteki %40 civarı marjlara dönüş yönetimin baz senaryosunda da bulunmuyor; şirketin yeni ölçeği daha yüksek satış fakat yaklaşık %30-%34 FAVÖK marjı üzerine kuruluyor.

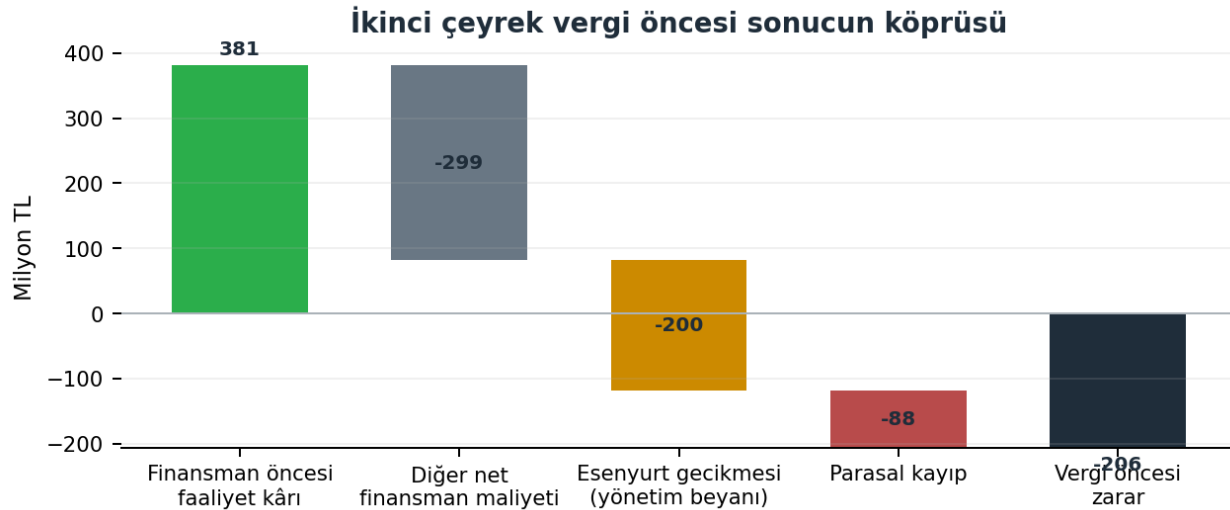
SHINIQ, yurt dışı satış şirketleri, SAP geçişi ve yeni ürün programlarının gider etkisi mevcut sonuçlarda görülmeye başladı. Buna karşılık finansal tablolar bu faaliyetler için ayrı satış, brüt kâr veya FAVÖK açıklamıyor. Yeni büyüme alanlarının maliyeti bugün ölçülebilirken getirisi henüz ayrıştırılmıyor. Bu nedenle bu harcamalar otomatik olarak geçici kabul edilmemeli; değer yaratımı, sonraki dönemlerde satış büyümesi ve faaliyet gideri oranındaki düşüşle doğrulanmalıdır.

Kaynak: 2023 proforma finansal bilgiler; 2024-2025 gerçekleşen sonuçlar; 2026 yatırımcı sunumu ve konsolide finansal tablolar.

3. Raporlanan zarar finansman yükünden doğdu; yarıyıl kârının niteliği vergi etkisiyle zayıfladı

Finansman geliri ve gideri öncesi faaliyet kârı ikinci çeyrekte %9,8 artarak 380,8 milyon TL'ye çıktı. Buna karşılık net finansman maliyeti 212,9 milyon TL'den 498,6 milyon TL'ye yükseldi ve finansman öncesi faaliyet kârının %131'ine ulaştı. 87,7 milyon TL parasal kayıpla birlikte vergi öncesi sonuç 205,6 milyon TL zarara döndü.

Yönetim, net finansman yükünün yaklaşık 200 milyon TL'lik bölümünü Esenyurt Fabrika 3'ün iskân sürecindeki yaklaşık bir yıllık gecikme nedeniyle finansal kiralama kredisinin devreye alınamamasına bağlamakta ve bu tutarı tek seferlik olarak tanımlamaktadır. Bu tutar mekanik olarak çıkarıldığında vergi öncesi zarar yaklaşık 5,6 milyon TL'ye iner. Bununla birlikte geriye kalan yaklaşık 298,6 milyon TL net finansman maliyeti dahi finansman öncesi faaliyet kârının %78'ini tüketmektedir; finansman yükünün tamamı geçici değildir.



Şekil 4. İkinci çeyrek vergi öncesi sonuç köprüsü. Esenyurt etkisi yönetimin yaklaşık tutar beyanıdır; finansal tablo dipnotlarında ayrı satır olarak gösterilmemiştir.

İkinci çeyrekte 17,7 milyon TL cari vergi giderine karşılık 156,7 milyon TL ertelenmiş vergi geliri kaydedildi; raporlanan ana ortaklık zararı 66,5 milyon TL oldu. Ertelenmiş vergi geliri olmasaydı, vergi öncesi zarar ve cari vergi gideri birlikte yaklaşık 223,2 milyon TL zarara işaret edecekti.

Yarıyıl ana ortaklık kârı %51,9 artarak 306,4 milyon TL'ye ulaşırken vergi öncesi kâr yalnız %15,4 arttı. 117,6 milyon TL ertelenmiş vergi gelirinin 108,9 milyon TL'lik bölümü ilk kez kaydedilen yatırım teşviki kaynaklı vergi avantajıdır. Yalnız bu kalemin mekanik etkisi çıkarıldığında yarıyıl kârı yaklaşık 197,5 milyon TL'ye iner ve önceki yılın 201,7 milyon TL seviyesinin hafif altında kalır. Bu hesap düzeltilmiş kâr değildir; raporlanan büyümenin tekrarlanabilir faaliyet performansından daha güçlü görüldüğünü gösterir. Net parasal kaybın 310,4 milyon TL'den 172,4 milyon TL'ye gerilemesi de kârı desteklemiştir. Yönetimin 2026 için %5,7, 2027-2029 için %24,6 efektif vergi oranı öngörmesi, 2026'daki vergi desteğinin kalıcı bir kâr oranı olmadığını teyit ediyor.

Kaynak: Konsolide finansal tablolar Dipnot 24-25; yatırımcı sunumu; yönetimin analist toplantısı açıklamaları.

4. İşletme nakdi pozitif; büyüme stok ve avanslarda yüksek nakit bağlıyor

Nakit akış tablosu yalnız yarıyıl için açıklanmıştır. İşletme faaliyetlerinden 601,1 milyon TL nakit girişi sağlandı; bunun 473,4 milyon TL'si faaliyetle ilgili diğer alacaklardaki azalıştan geldi. Bu kalem çıkarıldığında işletme nakit akışı 127,7 milyon TL'ye iner. Bilanço tarihinden sonra gerçekleşen 1,41 milyar TL tahsilatla ilişkili taraf alacaklarının büyük bölümü de nakde dönüşmüştür. Böylece likidite ve varlık kalitesi güçlenmiş, ancak kalıcı nakit üretiminin işletme sermayesi çözülmesi dışındaki kısmı sınırlı kalmıştır.

Stok değişimi 838,6 milyon TL, peşin ödemeler 472,1 milyon TL nakit kullanımı yarattı. Stoklar 2,062 milyar TL'ye, kısa vadeli peşin ödemeler 1,249 milyar TL'ye ulaştı. Yönetim stok artışını, ecza depolarının ağustos ayından itibaren yeniden stok oluşturmaya başlaması öncesindeki talep hazırlığı olarak açıklamaktadır. Bu görüşün finansal karşılığı, üçüncü ve dördüncü çeyrekte stokların satışa dönüşmesi, stok günlerinin gerilemesi ve satış indirimlerinin yeniden yükselmemesidir.

Mamul ve ticari malların toplam artışı yaklaşık 501 milyon TL'dir. Özellikle 805,3 milyon TL ticari mal stokuna karşı ilk yarı satılan ticari mal maliyetinin yalnız 9,7 milyon TL olması; yeni kategori hazırlığı, sınıflama farkı veya düşük devir

ihtimallerini açıklayacak ilave bilgi gerektiriyor. Şüpheli ticari alacak karşılığının 8,3 milyon TL'den 68,4 milyon TL'ye yükselmesi de büyümenin tahsilat kalitesiyle birlikte değerlendirilmesini zorunlu kılıyor.

30 Haziran 2026 bilanço göstergesi	Tutar / oran
Finansal borç ve kiralama yükümlülükleri	5.109 milyon TL
Nakit sonrası net borç - yönetim tanımı	4.213 milyon TL
On iki ay içinde vadeli finansal borç payı	%80,8
Ticari alacaklar	2.216 milyon TL
Şüpheli ticari alacak karşılığı	68,4 milyon TL
Stoklar + kısa vadeli peşin ödemeler	3.311 milyon TL

İlk yarıda 2,116 milyar TL net yeni borçlanma yapıldı. Buna karşılık 983,1 milyon TL faiz, 227,0 milyon TL kiralama borcu ve 259,3 milyon TL net yatırım nakit çıkışı oluştu. Faaliyet nakit akışının işletme sermayesi çözülmesi dışında sınırlı kalması nedeniyle 30 Haziran'daki 896,3 milyon TL nakit, operasyonel fazladan çok borçlanmayla desteklenen likiditeyi yansıtıyordu.

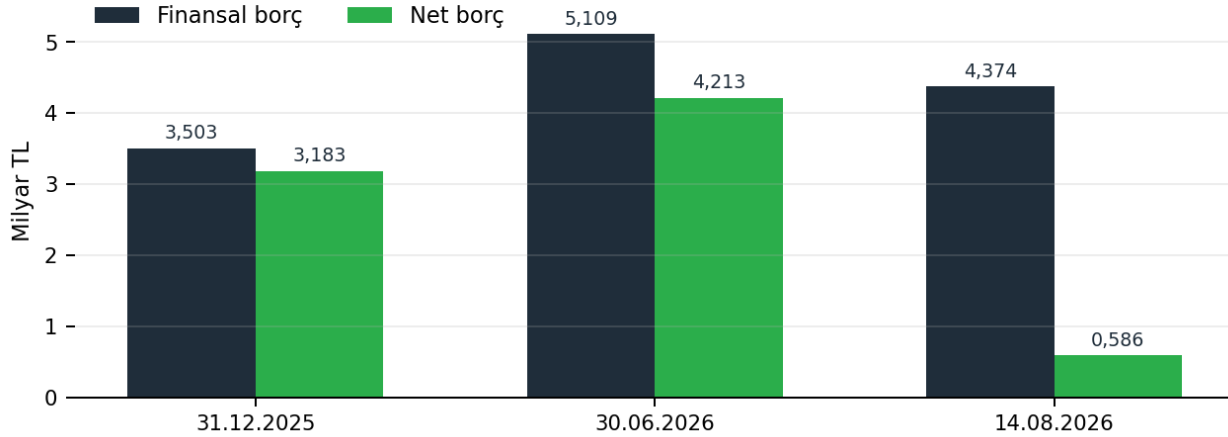
Kaynak: Konsolide finansal durum ve nakit akış tabloları; Dipnot 5-11 ve 28; yönetimin analist toplantısı açıklamaları.

5. Halka arz sonrası bilanço onarımı gerçekleşti; net borç 586 milyon TL'ye indi

Yönetimin 14 Ağustos 2026 tarihli güncellemesine göre finansal borç 4,374 milyar TL, net borç 586 milyon TL, net borç/öz kaynak %17 ve net borç/FAVÖK 0,19x seviyesindedir. Aynı yönetim tanımıyla 30 Haziran'da finansal borç 5,109 milyar TL ve net borç 4,213 milyar TL'ydі. Buna göre brüt finansal borç yaklaşık 735 milyon TL, net borç ise 3,627 milyar TL azalmıştır.

Net borçtaki iyileşmenin brüt borçtaki azalıştan çok daha yüksek olması, bilanço onarımının büyük bölümünün kasaya giren nakitten kaynaklandığını gösteriyor. 14 Ağustos verisi yaklaşık 3,788 milyar TL nakit ima etmektedir. Bu nakit; yaklaşık 2,079 milyar TL net sermaye artırımı fonu ile 1,41 milyar TL tahsilatın birleşik etkisini yansıtır. İlişkili taraf alacaklarının büyük bölümü nakde dönüşmüş, likidite ve varlık kalitesi belirgin biçimde güçlenmiştir.

Halka arz sonrasında net borç fiilen 586 milyon TL'ye geriledi



Şekil 5. Finansal borç ve net borç. 14 Ağustos 2026 verileri yönetim tarafından açıklanan, bağımsız denetimden geçmemiş ara tarih göstergeleridir.

14 Ağustos'taki 586 milyon TL net borç kalıcı yıl sonu seviyesi olarak alınmamalıdır. Yönetim 2026 toplam yatırım hedefini 1,229 milyar TL, ilk yarı gerçekleşmesini 333 milyon TL olarak açıklamıştır; böylece yılın ikinci yarısına yaklaşık 896 milyon TL yatırım kalmaktadır. Yatırım ve işletme sermayesi harcamaları ilerledikçe kasadaki fonun bir bölümü başka varlıklara dönüşecek ve net borç yükselecektir. Bu durum tek başına bilanço bozulması değildir; belirleyici olan harcamaların kapasite, satış ve nakit üretimine dönüşmesidir.

Konsolidasyon dışındaki grup şirketleri lehine verilen 4,482 milyar TL teminat, rehin, ipotek ve kefalet ise nakit girişleriyle ortadan kalkmayan ayrı bir koşullu risktir. Borçlulukta görülen iyileşme, bu yükümlülüğün gerçekleşme olasılığı hakkında yeni bilgi sağlamamaktadır.

Kaynak: ORZAX yatırımcı sunumu; halka arz fon kullanım beyanı; 7 Temmuz 2026 tahsilat açıklaması; konsolide finansal tablolar Dipnot 6 ve 16.

6. 2026 hedefinde satıştan çok marj ve Esenyurt takvimi belirleyici

Yönetim 2026 net satış hedefini 10,482 milyar TL'ye, FAVÖK hedefini 3,575 milyar TL'ye yükseltmiştir. İlk yarıda yıllık satış hedefinin %43,2'si, FAVÖK hedefinin %38,3'ü gerçekleşti. Hedefe ulaşmak için ikinci yarıda 5,956 milyar TL satış ve 2,206 milyar TL FAVÖK gerekir. Bu tutarlar ikinci yarı için yaklaşık %37,0 FAVÖK marjına işaret ediyor; ilk yarı marjı %30,2'dir.

Milyon TL / marj	İlk yarı gerçekleşen	İkinci yarı gerekli	2026 hedefi
Net satış	4.526	5.956	10.482
FAVÖK	1.369	2.206	3.575
FAVÖK marjı	%30,2	%37,0	%34,1

Satış hedefi, yönetimin geçmiş yıllarda ikinci yarının toplam satışların %55-%65'ini oluşturduğu açıklamasıyla uyumludur; 2026 hedefi ikinci yarıda %56,8 pay gerektiriyor. Ağustos ayından itibaren ecza depolarının stok yenilemesi, yıl içinde planlanan 19 yeni ürün ve kasım-aralık dönemindeki sporcu ürünleri lansmanı satışları destekleyebilir. Buna karşılık aynı lansmanlar pazarlama giderlerini yüksek tutabilir. Hedefin güçlük derecesi satıştan çok FAVÖK marjındadır.

Esenyurt Fabrika 3 bu hedefin merkezindedir. Yönetim mevcut kutu kapasitesini yaklaşık 30 milyon, yeni tesis sonrasındaki toplam kapasiteyi yaklaşık 60 milyon kutu olarak; mevcut tesis kullanımını %90'ın üzerinde açıklamaktadır. Tesisin 2026 son çeyreğinde kademeli devreye alınması planlanıyor. Yaklaşık bir yıllık iskân gecikmesi hem kapasite takvimini ötelemiş hem de yönetimin beyanına göre ikinci çeyrekte yaklaşık 200 milyon TL ek finansman maliyeti yaratmıştır. Yeni bir gecikme, hacim artışını, birim maliyet avantajını ve marj toparlanmasını birlikte zayıflatır.

Genel yönetim giderlerinde halka arz etkisinin azalması ve artan satışların sabit giderleri daha geniş tabana yayması marjı destekleyebilir. Buna karşılık SAP, yurt dışı yapılanmalar, SHINIQ ve yeni ürün pazarlaması devam eden maliyetlerdir. Bu nedenle %37 ikinci yarı FAVÖK marjı ulaşılabilir bir yönetim hedefidir, fakat otomatik bir normalleşme değildir; Esenyurt'un zamanında devreye girmesi ve pazarlama yoğunluğunun satış büyümesinin altında kalması gerekir.

Sporcu ürünleri, jenerik ilaç ve biyoteknolojik hammadde projeleri yönetimin mevcut 2029 baz projeksiyonuna dahil değildir. Bu alanlar başarılı olursa ilave büyüme yaratabilir; mevcut sonuçların veya 2026 hedefinin dayanağı olarak görülmemelidir. İhracat payının %35'e çıkarılması da baz projeksiyondaki yaklaşık %12 seviyesinin üzerinde, stratejik bir yönetim hedefidir.

Kaynak: ORZAX yatırımcı sunumu; 20 Ağustos 2026 yönetim açıklamaları; ara dönem faaliyet raporu.

7. Kazakistan projesi baz projeksiyon dışında; ölçeği şirketi dönüştürebilecek büyüklükte

Kazakistan Türkistan üretim tesisi, ORZAX'ın mevcut faaliyetlerinin küçük bir uzantısı değil, Orta Asya ve çevre pazarlara yönelik ayrı bir üretim ve ihracat platformudur. Proje yalnız niyet aşamasında değildir: TOO Orzax Central Asia'nın sermayesi 30 Haziran 2026'da 2,517 milyar tengeye yükselmiş, 28 Temmuz'da temel atma töreni yapılmıştır. Yönetim, projeyi mevcut 2029 baz finansal projeksiyonuna dahil etmediğini belirtmektedir.

Başlık	Yönetim beklentisi / açıklanan yapı
Yatırım ve tesis	35 milyon avro; Türkistan TURAN Özel Ekonomik Bölgesi'nde 100 dönüm ücretsiz arazi ve 19.000 m ² kapalı alan
Finansman	24,5 milyon avro EBRD kredisi (%70), 7,0 milyon avro halka arz geliri (%20), 3,5 milyon avro özkaynak (%10); iki yıl geri ödemesiz
Kapasite ve ihracat	İlk aşamada 36 milyon kutu, kademeli olarak 80 milyon kutu; üretimin %85-%90'ı ihracat
Ciro hedefi	İlk aşamada yıllık 100 milyon ABD doları; tam kapasitede 180 milyon ABD doları
Teşvikler	15 yıl %0 kurumlar vergisi; KDV, gümrük, emlak ve arsa vergisi muafiyetleri; enerji altyapısında %30 iskonto; lojistik desteği ve 12 ülkeye sıfır gümrüklü ihracat imkânı
Takvim	Kredi sözleşmesini izleyen yaklaşık 30 ay; hedeflenen tamamlanma yılı 2028

Projenin ölçeği mevcut grup hacmiyle karşılaştırıldığında belirginleşiyor. Yönetim toplantısında 2026 toplam satış hacmi hedefi 32,3 milyon kutu, Esenyurt sonrası Türkiye kapasitesi yaklaşık 60 milyon kutu olarak açıklanmıştır. Kazakistan'ın 36 milyon kutuluk ilk aşaması, grubun 2026 toplam hacim hedefinin üzerindedir; 80 milyon kutuluk tam kapasite ise Esenyurt sonrası Türkiye kapasitesini de aşmaktadır. Sunumdaki aynı miktarsal seri esas alındığında, ilk aşamada ihraç

edilmesi planlanan 30,6-32,4 milyon kutu, 2026 yurt dışı satış hedefinin yaklaşık altı katıdır. Bu nedenle tesisin doluluğu mevcut ihracatın başka bir tesise kaydırılmasıyla değil, yeni bölgesel talep ve dağıtım ağıyla sağlanmak zorundadır.

Teşvik paketi projenin maliyet tezini destekliyor: ücretsiz arazi, vergi ve gümrük muafiyetleri, enerji indirimi ve serbest ticaret erişimi Türkiye'den yapılan ihracata göre üretim, lojistik ve vergi avantajı yaratabilir. Buna karşılık 100 milyon ve 180 milyon ABD dolarlık ciro hedefleri için ürün karması, birim fiyat, marj, müşteri sözleşmeleri ve kapasiteye ulaşma eğrisi açıklanmamıştır. Bu nedenle yönetim hedefleri bugünkü kâr gücüne eklenmemeli; finansman, ruhsatlandırma, satış ağı ve kapasite doluluğu ile doğrulanacak ayrı bir büyüme opsiyonu olarak izlenmelidir.

Finansal açıdan belirleyici ilk eşik, EBRD kredisinin imzalanarak kullanılabilir hâle gelmesidir. KAP açıklaması kredi yapısı üzerinde mutabakat sağlandığını belirtmekte, fakat imzalı kredi sözleşmesi açıklamamaktadır. Ayrıca kredi vadesi açıklamanın anlatı bölümünde ve faaliyet raporunda toplam yedi yıl, KAP özet tablosunda beş yıl olarak yer almaktadır. Borç servis takvimi bu uyumsuzluk giderilmeden ölçülemez. Proje baz projeksiyonda yer almadığı için başarı hâlinde yukarı yönlü gelir potansiyeli yaratır; aynı nedenle 24,5 milyon avroluk dış borç ve 7 milyon avroluk halka arz kaynağı kullanımı da mevcut baz borç ve yatırım patikasıyla ayrı değerlendirilmelidir.

Kaynak: 28 Temmuz 2026 Kazakistan KAP açıklaması; ara dönem faaliyet raporu; yatırımcı sunumu; 20 Ağustos 2026 yönetim açıklamaları; konsolide finansal tablolar Dipnot 1.

Sonuç

ORZAX'ın ikinci çeyrek ana faaliyeti satış, brüt kâr ve FAVÖK bakımından büyümeye devam etmiştir. Raporlanan zarar ana ürün ekonomisindeki bozulmadan çok finansman yükü, Esenyurt gecikmesi, parasal kayıp ve alacak karşılığından doğmuştur. Halka arz ve tahsilatlar bilanço riskini fiilen azaltmış, net borcu 586 milyon TL'ye indirmiştir. Buna karşılık yarıyıl kâr artışının önemli bölümü vergi muhasebesinden gelmiş ve uzun dönem FAVÖK marjı yaklaşık %30 bandına yönelmiştir. Yakın dönemde temel sınama; ikinci yarıda %37 FAVÖK marjı, Esenyurt'un devreye alınması ve stokların nakde dönüşmesidir. Kazakistan ise baz tahminlerin dışında, başarılı icrada şirketin ölçeğini dönüştürebilecek; ancak dış finansman, yeni pazar talebi ve kapasite rampası gerektiren ayrı bir yatırım programıdır.

Kaynaklar ve veri tanımları

- Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. ve Bağlı Ortaklıkları, 1 Ocak-30 Haziran 2026 Konsolide Finansal Tablolar ve Sınırlı Denetim Raporu, 19 Ağustos 2026.
- Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş., 1 Ocak-30 Haziran 2026 Ara Hesap Dönemine Ait Konsolide Faaliyet Raporu, 19 Ağustos 2026.
- ORZAX Yatırımcı Sunumu, 1 Ocak-30 Haziran 2026 dönemi; 14 Ağustos 2026 borç göstergeleri ve 2026-2029 yönetim hedefleri.
- 20 Ağustos 2026 analist toplantısında yönetim tarafından paylaşılan açıklamalar; Ahlatçı Yatırım toplantı notu üzerinden aktarılan Esenyurt, faaliyet giderleri, stok, sezonluk, hedef ve Kazakistan bilgileri.
- Halka arz izahnamesi, fiyat tespit raporu, fon kullanım beyanı, 2023 proforma finansal bilgiler ve 7 Temmuz 2026 tahsilat açıklaması.
- 28 Temmuz 2026 tarihli Kazakistan/Türkistan Üretim Tesisi KAP açıklaması.

Veri notu: 2025 ve 2026 ilk çeyrek gelir tablosu tutarları yarıyıl toplamından ikinci çeyrek tutarlarının çıkarılmasıyla hesaplanmıştır. Finansal tablo dönemleri Türkiye Muhasebe Standardı 29 kapsamında 30 Haziran 2026 satın alma gücüyle ifade edilmiştir. İkinci çeyrek FAVÖK tutarları, 14 Ağustos borç göstergeleri ve analist toplantısındaki açıklamalar yönetim beyanıdır. Pazar payı verileri şirketin açıkladığı ölçülen eczane/OTC evrenini temsil eder. Kazakistan ciro, kapasite ve ihracat tutarları ileriye dönük yönetim hedefleridir.