Analist Toplantı Notu

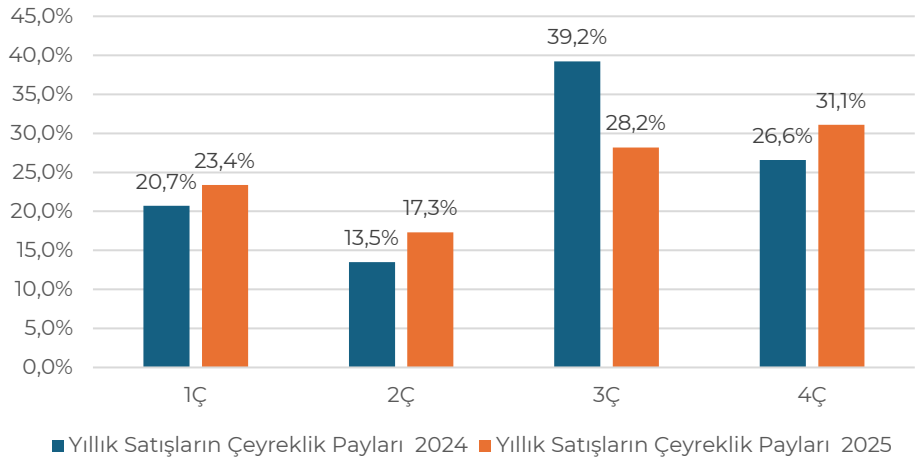
Orzaks İlaç <ORZAX>

Sağlık

9A26'da 1,1 milyar TL kar açıklandı. Orzaks İlaç (ORZAX), 2026 yılının üçüncü çeyreğinde 2,8 milyar TL ciro, 1,0 milyar TL FAVÖK ve 727 milyon TL net kar açıkladı. Açıklanan finansallar geçen yılın aynı çeyreği ile karşılaştırıldığında ciro %21, FAVÖK %15, net kar %23 arttı. Dokuz aylık dönemler kıyaslandığında, 9A26'da 9A25'e göre ciro %30, FAVÖK %21, net kar %31 artış kaydetti.

Satışların %59 – 66'sı yılın ikinci yarısında. Şirketin satışlarında görülen mevsimsellik, ağırlıklı olarak faaliyet gösterdiği gıda takviyeleri ve vitamin pazarının dönemsel talep dinamiklerinden kaynaklanıyor. Şirketin satışlarının %59 -66 gibi önemli bir bölümünün yılın ikinci yarısında gerçekleşmesi, özellikle sonbahar ve kış aylarında bağışıklık sistemini destekleyici vitamin, mineral ve takviye edici gıdalara yönelik talebin artmasıyla ilişkilendirilebilir. Okulların açılması, mevsim geçişleri ve soğuk algınlığı gibi mevsimsel rahatsızlıkların yaygınlaşması da bu dönemde tüketimi destekleyen unsurlar arasında yer alıyor. Buna karşılık, ikinci çeyrekler kış döneminin ardından bağışıklık destekleyici ürünlere yönelik talebin normalleştiği, bahar ve yaz aylarında tüketici ihtiyaçlarının görece azaldığı bir döneme denk geliyor. Bu nedenle Orzax'ın satış performansı yılın ilk yarısında görece zayıf seyrederken, özellikle üçüncü ve dördüncü çeyreklerde belirgin şekilde ivme kazandırıyor. Kutu başı ciro 2026'da 324 TL, 2027'de 376 TL bekleniyor.

Yıllık Satışların Çeyreklik Payları



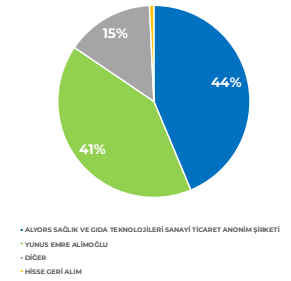
Pazar payında güçlü seyir sürüyor. 55'ten fazla ülkede iş ortağı olan ve 9 ülkede kendi iştiraki bulunan ORZAX, pazar payını %22'ye yükseltti. Eczanalerde satılan her beş takviye kutusundan birinin Orzax olması da talebi hekim ve eczacı önerisi ile öne çıkıyor. 76,8 milyon kutuluk pazarın 16,9 milyon kutusuna sahip olan Orzax, 9A26'da kategorisel bazda D vitaminin %66,4'ünü, Omega 3'ün %35,5'ini, magnezyumun %25'ini, multivitaminin %27,4'ünü, B12'nin %42,4'ünü, kolajenin %42,7'sini, C vitamininin %30,5'ini oluşturmakta. Bu güçlü performans sonucunda şirketin OTC pazarındaki kutu bazlı pazar payı 2021 yılında %10,5 seviyesindeyken 2026 Ocak-Eylül döneminde %22'ye yükselmiştir.

Kutu satışlarının artması bekleniyor. Şirket, faaliyet gösterdiği **OTC pazarının üzerinde** bir büyüme performansı sergileyerek pazar payını önemli ölçüde artırdı. 2022 – 2025 döneminde şirketin kutu bazında satış büyümesi sırasıyla %41,4, %26,8, %17,1 ve %22,3 olarak gerçekleşirken, aynı dönemde OTC pazarında büyüme oldukça sınırlı kalmış, 2023 ve 2024 yıllarında pazar sırasıyla %1 ve %3,7 daraldı. 2025 yılında OTC pazarı %13,2 büyürken Orzax'ın %22,3'lük büyüme kaydetmesi, şirketin pazarın üzerinde performans göstermeye devam ettiğine işaret etti. 2026 yılının ilk dokuz ayında ise ORZAX kutu satışlarını %22 artırırken OTC pazarı %8,7 büyüdü. Ayrıca 2021 – 2025 döneminde ORZAX'ın kutu satışları 2,6 katına çıkarken pazarın yalnızca 1,4 kat büyümesi, şirketin büyümesinin genel pazar genişlemesinden ziyade pazar payı kazanımı ve rekabetçi konumunu güçlendirmesiyle desteklendiğini göstermekte.

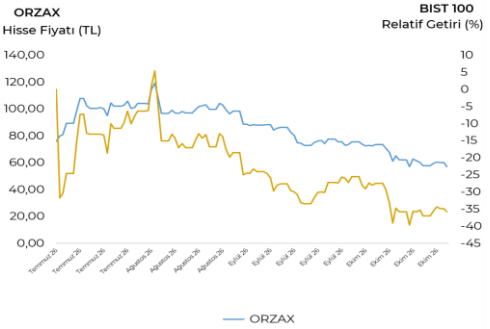
Kutu Satışları Gerçekleşme ve Tahminler (milyon)

2021	2022	2023	2024	2025	2026 (T)	2027 (T)	2028 (T)
9,8	13,2	16,5	19,5	25,5	32,3	38	43,6

Hisse Kodu	**ORZAX**
Şirket Pazarı	Ana Pazar
Hisse Fiyatı (TL)	66,00
S1Y En Yüksek	122,30
S1Y En Düşük	52,65
Hisse Adedi (mn)	339
HAO	16%
Piyasa Değeri (TL mn)	22.341
Piyasa Değeri (USD mn)	446
Finansal Borç (TL mn)	4.233
Finansal Borç (USD mn)	87
3AOİH (USD mn)	6,46
3AOİH/HA Piyasa Değ.	9,06%
F / K	
Güncel	17,17
6 Aylık Ortalama	23,84
1 Yıllık Ortalama	23,84
PD/DD	
Güncel	3,41
6 Aylık Ortalama	0,00
1 Yıllık Ortalama	0,00



ORZAX (mn TL)	2025	9A25	9A26
Net Satışlar	7.331	5.836	9.108
FAVÖK	3.238	2.027	2.445
Net Kar	1.309	802	1.050



Analist Toplantı Notu

Orzaks İlaç <ORZAX>

Sağlık

Kutu bazında ihracat payı artıyor. ORZAX, yurt dışı pazarlardaki büyümesini hızlandırarak ihracatın toplam satışlar içerisindeki payını artırmayı hedefliyor. Şirketin ihracat satışları 2026 yılının ilk dokuz ayında geçen yılın aynı dönemine göre yaklaşık iki katına çıkarken, ihracatın toplam kutu satışları içerisindeki payı 2025 yılında %13 seviyesinde gerçekleşti. Bu oranın 2028 yılında %20'ye, uzun vadede ise %30 – 35 bandına yükseltilmesi hedefleniyor. Bu büyüme stratejisinin önemli ayaklarından birini Kazakistan yatırımı oluşturmakta. Kazakistan'ın Orta Asya pazarına yönelik stratejik konumu sayesinde bölgeye gerçekleştirilen sevkiyatlarda gümrük yükünün yaklaşık %40 oranında azalması bekleniyor.

Artan satış hacmini karşılamak ve gelecek dönem büyüme hedeflerini desteklemek amacıyla üretim kapasitesini önemli ölçüde artırılması planlanıyor. Şirketin mevcut üretim tesisi 30 milyon kutu kapasiteye sahip olup **%96 kapasite kullanım oranıyla** çalışıyor. Bu nedenle 4Ç26 itibarıyla devreye alınması planlanan Fabrika-3 yatırımıyla üretim kapasitesine 30 milyon kutu daha eklenmesi ön görülüyor. Bu fabrika da kademeli olarak devreye girecek. Böylece Türkiye'deki toplam üretim kapasitesinin 60 milyon kutuya ulaşması hedeflenmekte. Şirketin kutu bazında satışlarının 2025 yılında 25,5 milyon seviyesinden 2027 yılında 38 milyon kutuya, 2028 yılında ise 43,6 milyon kutuya yükselmesi beklenirken, 2028 yılı satış tahmini Türkiye'deki toplam kapasitenin yaklaşık %73'üne karşılık geliyor. Bunun yanında, Kazakistan'da yaklaşık 35 milyon euro yatırımla kurulması planlanan ve 30 milyon kutu üretim kapasitesine sahip tesis, kademeli olarak devreye alınacaktır. Söz konusu Kazakistan yatırımı mevcut satış projeksiyonlarına dahil edilmemiş olup şirketin büyüme hedeflerine ilave potansiyel sunmaktadır. Dolayısıyla şirket, Türkiye'deki kapasite artışının yanı sıra yurt dışındaki üretim yatırımlarıyla da hem artan talebi karşılamayı hem de uluslararası pazarlardaki büyümesini desteklemeyi hedefliyor.

ORZAX, önümüzdeki dönemde büyümesini sürdürürken karlılık yapısını da korumayı hedefliyor. Şirketin brüt kar marjının %65 seviyelerinde muhafaza edilmesi bekleniyor. Yüksek katma değerli ürün portföyü, güçlü marka konumlandırması ve ürün karmasının sağladığı avantajların brüt kârlılığı desteklemeye devam etmesi ön görülüyor. Bununla birlikte, artan üretim hacmi ve ölçek ekonomisinin sağlayacağı maliyet avantajlarının da marjların korunmasına katkı sunması bekleniyor. Bu kapsamda Orzax'ın yalnızca satış hacmini artırmaya değil, büyümeyi yüksek brüt karlılık ve marjlar seviyesiyle destekleyerek sürdürülebilir bir karlılık yapısı oluşturmaya odaklandığı görülüyor.

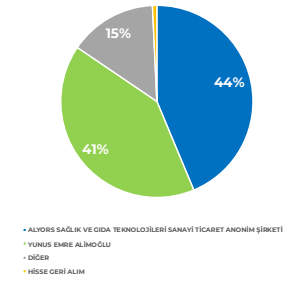
Net Borç / FAVÖK 0,65x. 2025 yıl sonunda 3,3 milyar TL olan net borç, 9A26'da 2,2 milyar TL'ye geriledi. Orzax'ın finansal borçluluğunda iyileşme devam ederken, Net Borç/FAVÖK rasyosu 0,65x seviyesine geriledi. Bu gelişmede, şirketin operasyonel karlılığındaki artışın yanı sıra halka arzdan elde edilen gelirin finansal yapıya sağladığı katkı da etkili oldu. Halka arz gelirlerinin bilançoyu güçlendirmesi ve net borçluluğun azaltılmasına katkı sağlaması, şirketin finansal kaldıraç seviyesini aşağı çekti. Mevcut 0,65x seviyesi, şirketin borç ödeme kapasitesinin güçlü ve finansal riskinin görece düşük bir seviyede olduğuna işaret ediyor.

Türkiye takviye edici gıda pazarı, hem mevcut büyüklüğü hem de gelecek dönem potansiyeli açısından küresel pazardan daha hızlı büyüme gösterdi. 2025 yılında küresel takviye edici gıda pazarının 209,5 milyar dolar seviyesinde olduğu ve 2033 yılına kadar yıllık bileşik %9,5 büyüme ile 431,7 milyar dolara ulaşması bekleniyor. Türkiye pazarı ise 2025 yılında 1,57 milyar dolar büyüklüğe ulaşırken, 2024 yılındaki 1,43 milyar dolarlık seviyesine kıyasla büyümesini sürdürdü. Türkiye pazarının 2025 – 2030 döneminde yıllık bileşik %10,1 büyüyerek 2,54 milyar dolara ulaşması ön görülüyor. Bununla birlikte, Türkiye'deki kişi başı yıllık takviye edici gıda harcaması 18 dolar seviyesindeyken ABD'de 201 dolar, İtalya'da 153 dolar ve Almanya'da 103 dolar seviyesinde. Kısaca, Türkiye pazarındaki büyüme potansiyeli olduğu görülüyor.

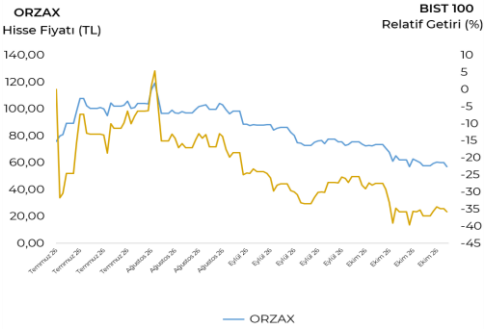
ORZAX açısından bakıldığında, şirketin faaliyet gösterdiği pazarın uzun vadeli büyüme potansiyelinin oldukça yüksek olduğu görülüyor. Türkiye'de kişi başı takviye edici gıda harcamasının gelişmiş ülkelere kıyasla düşük seviyelerde bulunması, şirket için mevcut ürün kategorilerinde tüketimin yaygınlaşması ve yeni müşteri kazanımı yoluyla büyüme fırsatı sunuyor.

2026 yılı hedefleri kapsamında FTR'de yer alan projeksiyonun korunduğu açıklandı. Lakin; şirket tarafından bunun ihtiyatlı olduğu da ifade edildi. 2026'da 10,5 milyar TL ciro, 3,6 milyar TL FAVÖK bekleniyor.

Hisse Kodu	**ORZAX**
Şirket Pazarı	Ana Pazar
Hisse Fiyatı (TL)	66,00
S1Y En Yüksek	122,30
S1Y En Düşük	52,65
Hisse Adedi (mn)	339
HAO	16%
Piyasa Değeri (TL mn)	22.341
Piyasa Değeri (USD mn)	446
Finansal Borç (TL mn)	4.233
Finansal Borç (USD mn)	87
3A OİH (USD mn)	6,46
3A OİH/HA Piyasa Değ.	9,06%
F / K	
Güncel	17,17
6 Aylık Ortalama	23,84
1 Yıllık Ortalama	23,84
PD/DD	
Güncel	3,41
6 Aylık Ortalama	0,00
1 Yıllık Ortalama	0,00



ORZAX (mn TL)	2025	9A25	9A26
Net Satışlar	7.331	5.836	9.108
FAVÖK	3.238	2.027	2.445
Net Kar	1.309	802	1.050



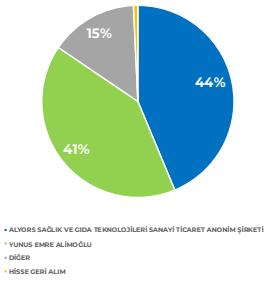
Analist Toplantı Notu

Orzaks İlaç <ORZAX>

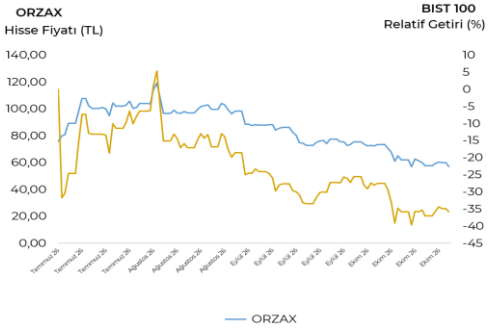
Sağlık

ORZAX, ürün portföyünü genişletme ve farklı tüketici segmentlerine ulaşma stratejisi kapsamında sporcu takviyesine yönelik yeni ürünlerini Kasım ayında piyasaya sunmaya hazırlanıyor. Bu adımla birlikte şirketin, özellikle spor yapan ve aktif yaşam tarzını benimseyen tüketicilerin ihtiyaçlarına yönelik ürün çeşitliliğini artırması hedefleniyor. Sporcu beslenmesi pazarına girişin, ORZAX'ın mevcut dağıtım ağı ve marka bilinirliğinden yararlanarak yeni gelir alanları yaratmasına ve uzun vadeli büyüme potansiyelini desteklemesine katkı sağlaması bekleniyor.

Hisse Kodu	**ORZAX**
Şirket Pazarı	Ana Pazar
Hisse Fiyatı (TL)	66,00
S1Y En Yüksek	122,30
S1Y En Düşük	52,65
Hisse Adedi (mn)	339
HAO	16%
Piyasa Değeri (TL mn)	22.341
Piyasa Değeri (USD mn)	446
Finansal Borç (TL mn)	4.233
Finansal Borç (USD mn)	87
3A OİH (USD mn)	6,46
3A OİH/HA Piyasa Değ.	9,06%
F / K	
Güncel	17,17
6 Aylık Ortalama	23,84
1 Yıllık Ortalama	23,84
PD/DD	
Güncel	3,41
6 Aylık Ortalama	0,00
1 Yıllık Ortalama	0,00



ORZAX (mn TL)	2025	9A25	9A26
Net Satışlar	7.331	5.836	9.108
FAVÖK	3.238	2.027	2.445
Net Kar	1.309	802	1.050



Çekince Metni

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah., Ihlamur Blv., N3, Ağaoğlu My Newwork, Ataşehir/İstanbul
Mersis No:0478003678700011, Tel: 444 46 36, Web:
www.infoyatirim.com
arastirma@infoyatirim.com.tr

Çekince: Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve İnfo 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 verilmemekte 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 İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.