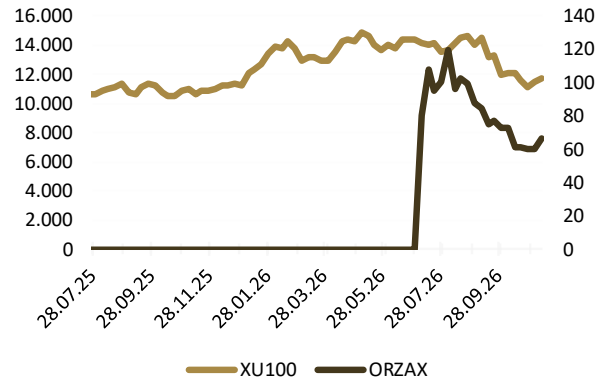
Hisse Bilgileri

Bloomberg / Bist Kodu	ORZAX:TI ORZAX
Rapor Adı:	Analist Toplantı Notu
Şirket Adı	Orzaks İlaç
Hisse Sektör	İlaç&Sağlık
Rapor Tarihi	11.11.2026
Kapanış Fiyatı - TL	66,00
Öneri	
Hedef Fiyat - TL	
Önceki Hedef Fiyat - TL	
Getiri Potansiyeli - %	

Piyasa Bilgileri

Piyasa Değeri - Milyon TL	22.341
Firma Değeri - Milyon TL	24.527
Hacim - Milyon TL	1.089
Halka Açıklık - %	16,00

Hisse ve Endeks Karşılaştırması



Finansal Bilgiler - Yıllık	2024/09	2025/09	2026/09
Hasılat - Milyon TL	0	5.836	7.613
Brüt Kâr - Milyon TL	0	3.729	4.988
FAVÖK - Milyon TL	0	2.027	2.445
Net Kâr - Milyon TL	0	802	1.050

Finansal Bilgiler - Çeyrek	2024/09	2025/09	2026/09
Hasılat - Milyon TL	0	2.326	2.835
Brüt Kâr - Milyon TL	0	1.539	1.859
FAVÖK - Milyon TL	0	882	1.008
Net Kâr - Milyon TL	0	589	727

Çarpanlar	2024/09	2025/09	2026/09
F/K (x)	0,00	0,00	18,99
FD/FAVÖK (x)	0,00	0,00	8,90

Orzax Analist Toplantı Notu

Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. (ORZAX), 10 Kasım'da gerçekleştirdiği analist ve kurumsal yatırımcı toplantısında Türkiye reçetesiz sağlık ürünleri pazarındaki liderliğini, devam eden üretim kapasitesi yatırımlarını, uluslararası büyüme stratejisini ve önümüzdeki döneme ilişkin finansal hedeflerini paylaştı. Şirketin stratejik öncelikleri arasında yurt içindeki güçlü pazar konumunun korunması, ihracatın toplam satışlar içerisindeki ağırlığının artırılması, yeni ürün kategorilerine giriş ve işletme sermayesi verimliliği yoluyla serbest nakit akışının güçlendirilmesi yer alıyor.

Orzaks, Türkiye OTC pazarında kutu bazında lider konumunu sürdürürken 2021-2025 döneminde sektörün belirgin şekilde üzerinde büyüme gösterdi. Şirketin aynı dönemde kutu satış hacmi yıllık bileşik yaklaşık %27 artarken pazarın büyümesi yaklaşık %8 seviyesinde gerçekleşti. Pazar payının 2021'deki %10,5 seviyesinden Eylül 2026 itibarıyla %21,95'e yükselmesi, şirketin büyümesinin yalnızca sektörün genişlemesinden değil, rekabet avantajlarıyla elde edilen pazar payı kazanımlarından da kaynaklandığını gösteriyor. Güçlü Ar-Ge altyapısı, yaygın saha organizasyonu, hekim ve eczacılarla kurulan ilişkiler ve yüksek marka bilinirliği, söz konusu büyümenin temel unsurları arasında bulunuyor.

Finansal tarafta şirketin 2026 yılının ilk dokuz ayında enflasyon muhasebesi uygulanmış net satışları yıllık reel %30,4 artışla 7,61 milyar TL'ye, FAVÖK'ü %20,6 artışla 2,45 milyar TL'ye, net kârı ise %30,9 artışla 1,05 milyar TL'ye ulaştı. Brüt kâr marjı yıllık 1,6 puan artarak %65,5'e yükselirken artan pazarlama ve faaliyet giderlerinin etkisiyle FAVÖK marjı %34,7'den %32,1'e geriledi. İhracat gelirlerinin aynı dönemde reel %102,6 büyümesi ve toplam satışlardaki payının %9,4'e ulaşması ise uluslararası genişlemenin hızlandığını ortaya koyuyor.

Yönetim, Türkiye'deki yıllık 30 milyon kutuluk üretim kapasitesini 60 milyon kutuya çıkaracak yatırımın devreye alınmasına hazırlanırken Kazakistan'da kademeli olarak devreye alınacak yıllık 30 milyon kutuluk ilave kapasiteyle üretim faaliyetlerini uluslararası ölçekte genişletmeyi hedefliyor. Kazakistan yatırımının mevcut satış projeksiyonlarına dahil edilmemesi, orta vadede açıklanan beklentilerin üzerinde büyüme potansiyeli yaratabilecek önemli bir unsur. Bununla birlikte üretim kapasitesinin artırılması kadar yeni tesislerin hangi hızla doldurulacağı ve yatırımların sermaye getirisi de belirleyici olacak.

Halka arz sonrasında finansal borçluluk göstergelerinde belirgin iyileşme görülüyor. Haziran sonunda 1,38x seviyesinde bulunan net borç/FAVÖK oranı Eylül sonunda 0,65x'e gerilerken yönetim, yakın vadede ilave borçlanmadan ziyade tahsilat sürelerinin kısaltılması, stokların optimize edilmesi ve işletme sermayesi ihtiyacının azaltılmasına odaklanıyor. Şirketin yatırımcı sunumunda yer alan hesaplamalara göre 2027 satış ölçeğinde tahsilat süresinin 10 gün iyileştirilmesi yaklaşık 390 milyon TL nakit serbestleşmesi sağlayabilir.

Genel olarak Orzaks'ın güçlü marka yapısı, yaygın dağıtım ağı ve sektörün üzerinde büyüme performansıyla olumlu bir operasyonel görünüme sahip olduğunu düşünüyoruz. Bununla birlikte yeni pazarlara girişte üstlenilecek pazarlama maliyetleri, ihracatın artan ağırlığının kârlılığa etkisi, yeni fabrikaların kapasite kullanımı ve yüksek işletme sermayesi ihtiyacı takip edilmesi gereken başlıca unsurlar. Önümüzdeki dönemde şirketin yatırım hikâyesinde satış büyümesinden ziyade bu büyümenin sürdürülebilir operasyonel kârlılığa ve serbest nakit akışına dönüşme kapasitesinin daha fazla önem kazanacağını düşünüyoruz.

Türkiye reçetesiz sağlık ürünleri pazarının lideri

2004 yılında kurulan Orzaks, vitamin, mineral, omega-3, probiyotik, kolajen, bağışıklık destekleri ve çeşitli takviye edici gıda ürünlerinin geliştirilmesi, üretimi ve satışında faaliyet gösteriyor. Ocean, Imunol, Day2Day, Cosakondrin ve Bigflor gibi markalar altında 150'nin üzerinde ürün ve 11 kategoriyi kapsayan geniş bir portföye sahip olan şirket, takviye edici gıdaların da dahil olduğu Türkiye reçetesiz sağlık ürünleri (OTC) pazarında lider konumda bulunuyor.

Şirketin Türkiye genelindeki dağıtım ağı 32 bin eczaneye ulaşırken satışların yaklaşık %99'u beş ecza deposu üzerinden gerçekleştiriliyor. Orzaks, kendi bünyesindeki Nuvita üretim tesisleri, Ar-Ge merkezi, markaları ve saha satış organizasyonuyla üretimden tüketiciye uzanan değer zincirinin önemli bölümlerini kontrol ediyor. 2021 yılında 440 olan çalışan sayısının Eylül 2026 itibarıyla 1.024'e ulaşması, şirketin büyümesinin organizasyonel ölçekte de karşılık bulduğunu gösteriyor.

Türkiye OTC pazarı, tüketicilerin sağlık ve koruyucu bakım ürünlerine yönelik ilgisinin artmasıyla büyümeye devam ediyor. Şirket sunumunda yer alan sektör tahminlerine göre Türkiye takviye edici gıda pazarının 2025-2030 döneminde yıllık bileşik yaklaşık %10,1 büyümesi öngörülüyor. Küresel pazar için 2026-2033 dönemindeki büyüme tahmini ise %9,5 seviyesinde bulunuyor.

Türkiye'deki tüketim penetrasyonunun gelişmiş ülkelere kıyasla düşük olması, sektörün orta ve uzun vadeli büyüme potansiyelini destekliyor. Şirket sunumuna göre 2025 yılında Türkiye'de kişi başına yıllık takviye edici gıda harcaması yaklaşık 18 dolar düzeyindeyken Almanya'da 103 dolar, İtalya'da 153 dolar ve ABD'de 201 dolar seviyesinde bulunuyor. Söz konusu karşılaştırmalar satın alma gücü ve tüketici alışkanlıklarındaki farklılıklar nedeniyle doğrudan ulaşılabilir pazar büyüklüğü olarak değerlendirilmemeli. Bununla birlikte ürün kullanım sıklığının artması, yeni tüketici gruplarına erişim ve ürün çeşitliliğinin genişlemesi, sektörün hacim bazlı büyümesi açısından önemli fırsatlar sunuyor.

Öte yandan takviye edici gıdaların ağırlıklı olarak tüketicilerin kendi harcamalarıyla finanse edilmesi, ürünlere yönelik talebin hanehalkı satın alma gücüne duyarlılığını artırıyor. Dolayısıyla şirketin fiyatlama gücü ve marka konumlandırması önemli avantajlar sunmasına rağmen tüketimin ekonomik koşullardan tamamen bağımsız olduğu söylenemez.

Orzaks pazardan yaklaşık üç kat hızlı büyüyor

IQVIA verilerine göre Türkiye OTC pazarında 2026 yılının ilk dokuz ayında toplam 76,8 milyon kutu satış gerçekleştirilirken Orzaks 16,9 milyon kutu satış ve %21,95 pazar payıyla ilk sırada yer aldı. En yakın rakibin %8,49 pazar payına sahip olması, şirketin pazardaki güçlü konumunu ortaya koyuyor.

Orzaks'ın kutu bazında pazar payı 2021 yılında %10,5 seviyesindeyken 2025 sonunda %19,6'ya, Eylül 2026 itibarıyla %21,95'e yükseldi. Aynı dönemde şirketin satış hacmindeki yıllık bileşik büyüme yaklaşık %27 olurken sektörün büyümesi yaklaşık %8 düzeyinde gerçekleşti. Bu performans, Orzaks'ın yalnızca büyüyen pazardan faydalanmadığını, rakiplerinden de pay kazandığını gösteriyor.

Şirketin kategori bazındaki konumu genel pazar payının da üzerinde. Eylül 2026 itibarıyla D vitamini kategorisinde %66,4, omega-3'te %38,5, magnezyumda %25,0, B12 vitamininde %42,4, demirde %30,3 ve kolajende %42,7 kutu bazlı pazar payı bulunuyor. Özellikle D vitamini ve omega-3 gibi yüksek bilinirliğe sahip kategorilerdeki güçlü konum, marka sadakatini ve yeni ürünlerin pazara sunulma kapasitesini destekliyor.

Orzaks'ın rekabet avantajının önemli bölümünün yaklaşık 250 kişilik saha organizasyonu ve sağlık profesyonelleriyle kurulan ilişkilerden kaynaklandığını düşünüyoruz. Hekim ve eczacı tavsiyeleriyle desteklenen satış modeli, ürünlerin son tüketiciye ulaşmasında ve tekrar eden talebin oluşmasında belirleyici rol oynuyor. Bu yapı, güçlü marka algısıyla birlikte yeni ürünlerin pazara girişini de kolaylaştırıyor.

Yönetim, pazara yeni giriş yapmak isteyen şirketlerin karşı karşıya olduğu maliyetlerin geçmiş yıllara göre önemli ölçüde arttığını belirtiyor. Özellikle marka yatırımları, saha organizasyonu, dağıtım ilişkileri, ürün geliştirme ve kalite altyapısı, yeni oyuncuların ölçek oluşturmasını zorlaştırıyor. Orzaks'ın yıllar içerisinde geliştirdiği bu yetkinliklerin önemli bir giriş bariyeri oluşturduğunu ve pazar liderliğinin sürdürülebilirliğini desteklediğini düşünüyoruz.

Ar-Ge ve üretim altyapısı büyümenin temel bileşenleri

Orzaks'ın pazardaki konumunu destekleyen unsurlardan biri Ar-Ge faaliyetleri ve ürün geliştirme kabiliyeti. Şirketin Ar-Ge harcamaları 2023 yılında 21 milyon TL'den 2024'te 55 milyon TL'ye ve 2025'te 85 milyon TL'ye yükselirken 2026 yılında yaklaşık 120 milyon TL harcama planlanıyor. Şirket bünyesinde 280'in üzerinde marka tescili, bir tescilli patent ve devam eden 13 patent başvurusu bulunuyor.

Yönetim, geçmiş yıllarda gerçekleştirilen Ar-Ge faaliyetlerinin ticari katkılarının ilerleyen dönemlerde de devam etmesini bekliyor. Bu açıdan şirketin mevcut finansallarında yalnızca güncel Ar-Ge harcamalarının değil, geçmiş dönemlerde geliştirilen formülasyonların ve ürünlerin de katkısı bulunuyor. Yeni ürünlerin pazara sunulma süresinin kısaltılması ve farklı müşteri ihtiyaçlarına yönelik ürün çeşitliliğinin artırılması, pazar payı kazanımlarının sürdürülmesinde önemli rol oynayabilir.

Nuvita bünyesinde yürütülen biyoteknoloji ve hammadde geliştirme çalışmaları da şirketin stratejik öncelikleri arasında yer alıyor. Özellikle yerli probiyotik ve postbiyotik suşların geliştirilmesi ve ilgili kullanım onaylarının alınması, ithal hammadde bağımlılığının azaltılması açısından önemli. Geliştirilen hammaddelerin endüstriyel ölçekte üretilebilmesi halinde hem maliyet avantajı hem de üçüncü taraflara satış yoluyla ilave gelir potansiyeli oluşabilir.

Şirketin ürünlerinde omega-3 gibi balık yağı kaynaklı hammaddelerin önemli yer tutması, küresel hammadde fiyatları ve döviz kuru hareketlerine duyarlılığı beraberinde getiriyor. Bununla birlikte şirketin yüksek brüt kâr marjı ve geçmiş yıllardaki fiyatlama performansı, söz konusu maliyetlerin ürün fiyatlarına yansıtılmasında belirli bir esneklik bulunduğuna işaret ediyor.

Ar-Ge yatırımlarının uzun vadeli değerini yalnızca yeni ürün sayısındaki artışla sınırlı görmüyoruz. Özgün formülasyonlar, yerli hammadde geliştirme kabiliyeti, üretim verimliliği ve patent portföyü, şirketin hem fiyatlama gücünü hem de rekabet avantajını destekleyebilecek unsurlar arasında bulunuyor.

Güçlü fiyatlama kabiliyeti, yüksek brüt kâr marjı

Orzaks'ın faaliyet modelindeki dikkat çekici unsurlardan biri yüksek brüt kârlılık yapısı. Şirketin 9A26 döneminde brüt kâr marjı yıllık 1,6 puan artarak %65,5'e ulaştı. Yönetim sunumunda, 2024 yılından bu yana TÜFE yaklaşık %77, dolar kuru ise yaklaşık %40 yükselirken brüt marjın %65 civarında korunduğu gösteriliyor.

Bu durum şirketin marka konumlandırması ve ürün karması sayesinde maliyet artışlarını fiyatlarına yansıtma kapasitesine işaret ediyor. Bununla birlikte fiyat artışlarının tamamını yalnızca güçlü fiyatlama kabiliyetine bağlamak doğru olmayacaktır. Genel enflasyon, ürün karmasındaki değişim, satış kanallarının yapısı ve yeni ürünlerin birim fiyatları da ortalama satış fiyatının gelişiminde etkili.

Şirketin 2026 yılı için 32,3 milyon kutu, 2027 yılı için ise 38 milyon kutu satış hedefi bulunuyor. Bu rakamlar 2027'de yaklaşık %17,6 hacim büyümesine işaret ederken ciro beklentisindeki artış yaklaşık %36 seviyesinde. Dolayısıyla hacim etkisi dışında kalan yaklaşık %15,9'luk artışın fiyat ve ürün karması etkisinden kaynaklanması bekleniyor.

Hacim artışlarının fiyat yükselişlerini desteklemesi, büyümenin kalitesi açısından olumlu. Bununla birlikte ihracatın toplam satışlar içerisindeki ağırlığının artması, yeni ürün kategorilerine giriş ve pazarlama harcamaları nedeniyle yüksek brüt marjın aynı oranda FAVÖK marjına dönüşmeyebileceğini düşünüyoruz.

Yılın ikinci yarısında satışlar güçleniyor

Şirketin satışları belirgin bir mevsimsellik gösteriyor. Okulların açılması ve sonbahar-kış döneminde vitamin, mineral ve diğer takviye edici gıda ürünlerine yönelik tüketici ilgisinin artmasıyla birlikte satışlar yılın ikinci yarısında yoğunlaşıyor.
Yönetim sunumuna göre 2024 yılında yıllık satışların %65,8'i, 2025 yılında ise %59,3'ü ikinci yarıda gerçekleşti. Her iki yılda da ikinci çeyrek, sırasıyla %13,5 ve %17,3 payla en zayıf satış dönemi oldu. Dördüncü çeyreğin yıllık satışlardaki payı ise 2024'te %26,6, 2025'te %31,1 seviyesinde gerçekleşti.

Mevsimsellik yalnızca satış gelirlerinin dağılımını değil, işletme sermayesi ihtiyacını da etkiliyor. Satışların yoğunlaştığı dönemler öncesinde stokların artırılması ve satış hacmiyle birlikte ticari alacakların yükselmesi, nakit akışında dönemsel dalgalanmalara yol açabiliyor. Bu nedenle dokuz aylık finansalların doğrudan yıllıklandırılması, hem operasyonel performans hem de nakit dönüşümü açısından yanıltıcı olabilir.

Üretim kapasitesi iki katına çıkıyor, yeni yatırımlarda sermaye disiplini öne çıkıyor

Orzaks'ın mevcut Türkiye üretim kapasitesi yıllık 30 milyon kutu seviyesinde bulunurken Esenyurt'ta devam eden yeni fabrika yatırımıyla kapasitenin 60 milyon kutuya çıkarılması hedefleniyor. Yaklaşık 1,7 milyar TL büyüklüğündeki yatırımın 2026 yılının son çeyreğinden itibaren kademeli olarak devreye alınması planlanıyor.

Mevcut tesisin yaklaşık %96 kapasite kullanım oranına ulaşması, yeni yatırımın büyümenin devamlılığı açısından önemini artırıyor. Yönetim, 2027 yılında hedeflenen 38 milyon kutuluk satış hacminin 28,8 milyon kutusunun mevcut tesis, 9,2 milyon kutusunun ise yeni fabrika tarafından karşılanacağını öngörüyor. Buna göre yeni fabrikanın ilk tam faaliyet yılında kapasite kullanımının yaklaşık %31 seviyesinde olması bekleniyor.

2028 yılında toplam kutu satışlarının 43,6 milyona ulaşması halinde Türkiye'deki 60 milyon kutuluk kapasitenin yaklaşık %73'ünün kullanılması öngörülüyor. Yeni tesislerin otomasyon altyapısı, üretim verimliliği ve hammadde üretim kabiliyetleri sayesinde orta vadede birim maliyetlerin düşürülmesi mümkün. Bununla birlikte kapasite artışını doğrudan marj iyileşmesi olarak değerlendirmiyoruz. Yeni fabrikanın planlanan hızda doldurulamaması halinde amortisman, personel ve diğer sabit üretim maliyetleri birim maliyetleri artırabilir. Özellikle satış hacmindeki büyümenin kapasite artışının gerisinde kalması, faaliyet kaldıracının beklenenden geç devreye girmesine neden olabilir.

Yönetim, uzun vadede yeni tesis yatırımlarını seçici biçimde değerlendireceğini ve gereksiz kapasite artışlarından kaçınacağını belirtiyor. Bu yaklaşımın hem sektördeki fiyat rekabetinin kontrol altında tutulması hem de yüksek yatırım harcamalarının nakit akışı üzerindeki baskısının sınırlandırılması açısından olumlu olduğunu düşünüyoruz.

İhracat büyümesi hızlanıyor, yeni coğrafyalar ön plana çıkıyor

Orzaks'ın uluslararası büyümesi 2026 yılında belirgin şekilde hızlandı. Şirketin ilk dokuz aylık dönemde yurt dışı satışları yıllık reel %102,6 artışla 717 milyon TL'ye ulaşırken ihracatın toplam hasılattaki payı %6,1'den %9,4'e yükseldi. Şirketin 55'in üzerinde ülkede iş ortaklığı bulunurken Türkiye dahil dokuz ülkede kendi kurumsal yapılanması mevcut. Yönetim, ihracatın toplam kutu satışları içerisindeki payını 2025 yılındaki yaklaşık %13 seviyesinden 2028'de %20'ye, daha uzun vadede ise %30-35 aralığına yükseltmeyi hedefliyor.

Uluslararası büyümede Rusya, Kazakistan ve diğer Orta Asya ülkeleri öne çıkıyor. Yönetim, özellikle Rusya'da bazı uluslararası markaların faaliyetlerini azaltmasıyla ortaya çıkan boşluğun Orzaks için pazar payı kazanma fırsatı yaratabileceğini değerlendiriyor. Kazakistan'da güçlü bir uluslararası marka liderliğinin bulunmaması da şirketin bölgesel genişlemesini destekleyebilecek unsurlar arasında.

Suudi Arabistan, diğer Körfez ülkeleri ve Afrika, şirketin öncelik verdiği yeni pazarlar arasında bulunuyor. Bunlara ek olarak Avrupa, ABD, Hindistan ve diğer gelişmekte olan pazarlarda dijital satış kanallarının genişletilmesi hedefleniyor. Yönetim, uzun vadede küresel takviye edici gıda pazarında ilk 10 ve ardından ilk 5 oyuncu arasına girmeyi amaçlıyor. Bu hedefleri şirketin stratejik vizyonunu ortaya koyan uzun vadeli hedefler olarak değerlendiriyoruz; mevcut finansal projeksiyonlarla doğrudan ilişkilendirmiyoruz.

Uluslararası pazarlarda Çinli üreticilerden kaynaklanan fiyat rekabetinin bazı diğer tüketici ürünleri sektörlerine kıyasla henüz daha sınırlı olduğu yönündeki yönetim değerlendirmesi de dikkat çekici. Ancak Çinli üreticilerin ilerleyen dönemlerde sektöre daha güçlü şekilde girmesi durumunda fiyat rekabetinin artması olasılığı göz ardı edilmemeli.

İhracatın büyümesi şirket açısından önemli bir fırsat olmakla birlikte yeni pazarlarda distribütör marjları, lojistik giderleri, yerel pazarlama harcamaları ve fiyatlandırma stratejileri yurt içinden farklı bir kârlılık yapısı oluşturabilir. Dolayısıyla ihracatın toplam satışlar içerisindeki payının artması kısa vadede konsolide FAVÖK marjını aşağı çekebilir. Buna karşılık yerel üretim, artan kapasite kullanımı ve marka bilinirliğinin güçlenmesiyle söz konusu baskının orta vadede hafiflemesi mümkün.

Kazakistan yatırımı mevcut tahminlerin üzerinde büyüme potansiyeli sunuyor

Orzaks'ın uluslararası üretim stratejisindeki en önemli yatırımlardan biri Kazakistan'da planlanan yeni tesis. Yaklaşık 35 milyon avro yatırım bütçesiyle yıllık 30 milyon kutu ilave üretim kapasitesi oluşturulması hedefleniyor. Tesisin kademeli olarak devreye alınması ve 2028 döneminde üretim faaliyetlerinin ölçeklendirilmesi planlanıyor.

Yönetim, Türkiye'den Orta Asya ülkelerine yapılan sevkiyatlarda ortaya çıkan yaklaşık %40 düzeyindeki gümrük yükünün yerel üretimle önemli ölçüde azaltılabileceğini belirtiyor. Böylece şirketin fiyat rekabetçiliğinin artırılması, teslimat sürelerinin kısaltılması ve bölgesel talebe daha hızlı yanıt verilmesi amaçlanıyor.

Kazakistan yatırımının önemli tarafı, halka arz fiyat tespit raporunda ve şirketin paylaştığı temel satış projeksiyonlarında bu tesisten kaynaklanabilecek ilave üretim katkısının yer almaması. Dolayısıyla yatırımın öngörülen şekilde tamamlanması ve ticari faaliyetlerin başarılı olması durumunda mevcut beklentilerin üzerinde satış ve kârlılık katkısı oluşabilir. Bununla birlikte ilave kapasitenin tamamının kısa sürede kullanılacağı varsayımıyla değerleme yapılmasını doğru bulmuyoruz. Yatırımın finansman yapısı, devreye alma takvimi, bölgesel talep, üretim maliyetleri ve başlangıç dönemi kapasite kullanım oranları belirleyici olacak. Bu nedenle Kazakistan yatırımını mevcut ana senaryonun üzerinde bir büyüme opsiyonu olarak değerlendiriyoruz.

Yeni kategorilerle çok markalı sağlık ürünleri grubuna dönüşüm hedefi

Orzaks'ın uzun vadeli stratejisi, yalnızca takviye edici gıda alanındaki liderliğini korumaktan ziyade farklı sağlık ve iyi yaşam kategorilerinde faaliyet gösteren çok markalı bir yapıya dönüşmeyi içeriyor. Şirket, 2026 yılında Shiniq markasıyla dermokozmetik pazarına giriş yaptı. Yönetim, mevcut marka oluşturma, saha organizasyonu ve ürün geliştirme yetkinliklerinin bu kategoride de kullanılabileceğini düşünüyor. Bununla birlikte dermokozmetik pazarındaki rekabet koşullarının, satış kanallarının ve pazarlama maliyetlerinin takviye edici gıdalardan farklılaşabileceğini değerlendiriyoruz.

Sporcu beslenmesi ve protein takviyeleri de yeni büyüme alanları arasında bulunuyor. Şirket, 2027 yılında bu kategoride yeni ürün lansmanları gerçekleştirmeyi planlıyor. Sporcu ürünlerinin mevcut ana projeksiyonlarda ayrı ve belirgin bir satış katkısı olarak modellenmemiş olması, başarılı bir lansman halinde ilave büyüme potansiyeli yaratabilir.

Beşeri ilaç alanında ise şirket, Lilyum İlaç Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin %51 payının devralınmasına yönelik görüşmeler ve detaylı durum tespiti sürecine başladığını kamuya açıkladı. Gerekli incelemeler ve izinlerin tamamlanması halinde sürecin Ocak 2027'de sonuçlandırılması hedefleniyor. Söz konusu yatırım, reçeteli ve reçetesiz beşeri ilaç pazarına giriş, mevcut hekim ve eczane ağının değerlendirilmesi ve ürün portföyünün çeşitlendirilmesi açısından önemli olabilir.

Bu yatırımları şirketin uzun vadeli büyüme stratejisini destekleyen unsurlar olarak görüyoruz. Ancak yeni kategorilere girişin başlangıç dönemi pazarlama giderlerini artırabileceği ve ilave sermaye ihtiyacı yaratabileceği unutulmamalı. Bu nedenle yeni iş alanlarının değerlemedeki katkısını yatırım tutarları, beklenen marjlar ve nakit akışı üzerindeki etkileri netleştikçe değerlendirmek gerektiğini düşünüyoruz.

9A26 finansalları: Güçlü ciro büyümesi, FAVÖK marjında daralma

Orzaks'ın 2026 yılının ilk dokuz ayında net satışları yıllık reel %30,4 artışla 7,61 milyar TL'ye yükseldi. Yurt içi satışlar reel %25,8 büyümeyle 6,90 milyar TL'ye ulaşırken yurt dışı satışlar %102,6 artışla 717 milyon TL oldu. İhracattaki yüksek büyüme, şirketin konsolide satış performansını destekleyen önemli bir unsur olarak öne çıktı.

Finansal Göstergeler	9A25	9A26	Reel Değişim
Net Satışlar (mn TL)	5.836	7.613	%30,4
Brüt Kâr (mn TL)	3.729	4.988	%33,7
FAVÖK (mn TL)	2.027	2.445	%20,6
Net Kâr (mn TL)	802	1.050	%30,9
Brüt Kâr Marjı	%63,9	%65,5	+1,6 puan
FAVÖK Marjı	%34,7	%32,1	-2,6 puan
Net Kâr Marjı	%13,7	%13,8	+0,1 puan

Brüt kârın hasılattan daha hızlı büyümesine karşılık pazarlama giderlerindeki artış, operasyonel kârlılığın satış büyümesinin gerisinde kalmasına neden oldu. Pazarlama giderleri dokuz aylık dönemde yıllık reel yaklaşık %43,6 artışla 2,33 milyar TL'ye yükselirken satışlara oranı %27,8'den %30,6'ya çıktı. Genel yönetim giderleri de aynı dönemde reel %45,9 artarak yaklaşık 430 milyon TL oldu.

Pazarlama giderlerindeki artışın bir bölümünün yeni ürün lansmanları, saha organizasyonu ve uluslararası büyüme faaliyetlerinden kaynaklanması olası. Bununla birlikte söz konusu harcamaların kalıcı bir maliyet artışına mı yoksa gelecek dönem satışlarını destekleyecek yatırımlara mı dönüştüğü, marjların seyri açısından belirleyici olacak.

Üçüncü çeyrekte net satışlar yıllık reel %21,9 artışla 2,83 milyar TL'ye yükselirken brüt kâr 1,86 milyar TL, net kâr ise 726 milyon TL oldu. Çeyreklik brüt kâr marjının yaklaşık %65,6 seviyesinde korunması olumlu olmakla birlikte esas faaliyet kârındaki yıllık büyümenin %3,5 ile sınırlı kalması, faaliyet giderlerindeki baskının sürdüğüne işaret ediyor.

Şirketin dokuz aylık dönemde 1,38 milyar TL finansman gideri ve yaklaşık 410 milyon TL net parasal kayıp açıklaması, operasyonel kârlılığın net sonuca dönüşümünü sınırlandıran unsurlar arasında yer aldı. Bununla birlikte üçüncü çeyrekte halka arz sonrasında finansal yatırım getirilerinin artması ve finansman yükünün hafiflemesi, üçüncü çeyrek net kârlılığını destekledi.

Genel olarak satış büyümesini ve brüt kâr marjının korunmasını olumlu karşılıyoruz. Ancak FAVÖK marjındaki daralma nedeniyle operasyonel büyümenin kalitesini değerlendirirken yeni ürün ve ihracat yatırımlarının ilerleyen dönemlerde yaratacağı faaliyet kaldıracını takip etmek gerektiğini düşünüyoruz.

Halka arz sonrasında finansal yapı güçlendi

Şirketin Temmuz 2026'da gerçekleştirilen halka arzının ardından bilanço yapısında iyileşme görülüyor. Haziran sonunda yaklaşık 4,21 milyar TL olan net finansal borç, Eylül 2026 sonunda 2,19 milyar TL'ye geriledi. Son 12 aylık FAVÖK üzerinden hesaplanan net borç/FAVÖK oranı ise 1,38x seviyesinden 0,65x'e düştü.

Eylül sonu itibarıyla toplam finansal borçlar 4,23 milyar TL, nakit ve nakit benzerleri 640 milyon TL, finansal yatırımlar ise yaklaşık 1,41 milyar TL seviyesinde bulunuyor. Bu yapı, halka arz sonrasında şirketin likidite pozisyonunun güçlendiğini gösteriyor. Yönetim sunumuna göre üçüncü çeyrekte finansman giderleri, finansal yatırım getirileri ve faiz gelirleri birlikte değerlendirildiğinde yaklaşık 91 milyon TL net finansman yükü oluştu. Bu tutar, yılın ilk yarısındaki çeyreklik yaklaşık 360 milyon TL seviyesindeki finansman yüküne kıyasla belirgin iyileşmeye işaret ediyor.

Bununla birlikte finansman giderlerindeki düşüşün sürdürülebilirliği, şirketin mevcut kredi yapısı, faiz oranları ve ilerleyen dönemlerdeki yatırım finansmanı ihtiyacıyla ilişkili. Yönetim yakın vadede ilave borçlanmaya öncelik vermediğini belirtirken mevcut likiditeyi korumayı ve işletme sermayesi ihtiyacını azaltmayı hedefliyor.

İlişkili taraf alacakları tarafında da önemli bir normalleşme gerçekleşti. Şirketin ana ortak Alyors'tan olan ticari olmayan alacağı 2025 sonundaki 2,64 milyar TL'den Eylül 2026 itibarıyla 251 milyon TL'ye geriledi. Bu gelişme, halka arz sonrasında bilanço yapısının ve kurumsal nakit yönetiminin güçlendirilmesi açısından olumlu.

İşletme sermayesi yönetimi serbest nakit akışının temel belirleyicisi

Orzaks'ın yüksek büyüme performansına karşın işletme sermayesi ihtiyacı önemli seviyelerde bulunuyor. Eylül 2026 itibarıyla ticari alacaklar 3,70 milyar TL, stoklar 1,71 milyar TL ve ticari borçlar 714 milyon TL düzeyinde. Bu kalemler üzerinden hesaplanan ticari net işletme sermayesi yaklaşık 4,69 milyar TL'ye ulaşıyor.

Ticari net işletme sermayesinin son 12 aylık satışlara oranı Eylül sonunda yaklaşık %47 seviyesinde bulunurken yıl sonu için şirketin modellediği oran 2026'da %37, 2027'de %35 ve 2031'de %32 düzeyinde. Bu durum, yönetimin önümüzdeki dönemde işletme sermayesi verimliliğinde kademeli iyileşme beklediğini gösteriyor.

Şirketin satışlarının yaklaşık %99'unun beş ecza deposu üzerinden gerçekleştirilmesi, ticari alacakların sınırlı sayıda dağıtıcı üzerinde yoğunlaşmasına neden oluyor. Yönetimin belirttiği standart ticari vade yaklaşık 90 gün olmasına rağmen ortalama tahsilat süresi Eylül 2026 itibarıyla 131 gün seviyesinde bulunuyor.

Ticari vadeyle hesaplanan tahsilat süresi arasındaki farkın mevsimsellik, satış kompozisyonu ve ödeme davranışlarından etkilenebileceğini düşünüyoruz. Alacakların Coface kredi sigortası kapsamında olması tahsilat riskini sınırlayan bir unsur olmakla birlikte karşı taraf yoğunlaşması ve sigorta kapsamı dışında kalabilecek riskler takip edilmeli. Şirketin 9A26 döneminde 76,1 milyon TL ilave şüpheli alacak karşılığı ayırmış olması da tahsilat kalitesinin izlenmesini gerektiriyor.

Stok yönetimi tarafında ise Eylül sonu stok süresi yaklaşık 178 gün seviyesinde bulunuyor. Yönetim sunumuna göre stokların %47'sini hammadde, %38'ini ticari mallar oluşturuyor. Yüksek stok seviyeleri hem mevsimsel satış dönemlerine hazırlık hem de üretim ve tedarik süreçlerinin sürekliliği açısından önem taşısa da finansman maliyetleri ve nakit akışı üzerinde baskı yaratabiliyor.

Şirketin yatırımcı sunumundaki hesaplamalara göre 2027 yılı için hedeflenen 14,3 milyar TL ciro üzerinden tahsilat süresindeki her 10 günlük iyileşme yaklaşık 390 milyon TL nakit serbestleşmesi sağlayabilir. Stok süresindeki 10 günlük azalış veya tedarikçi ödeme süresindeki 10 günlük artış ise varsayılan maliyet yapısı altında yaklaşık 137 milyon TL'lik nakit etkisine karşılık geliyor.

FAVÖK'ten nakde dönüşümde iyileşme potansiyeli

Orzaks'ın 9A26 döneminde faaliyetlerden elde ettiği net nakit 1,18 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Bununla birlikte nakit akış tablosunda ilişkili taraf alacaklarına yönelik önemli düzeltmeler ve yatırım avansları bulunduğundan açıklanan faaliyet nakit akışının doğrudan sürdürülebilir serbest nakit akışı olarak değerlendirilmemesi gerektiğini düşünüyoruz.

Şirketin yatırımcı sunumunda belirli yatırım ve ilişkili taraf etkilerinden arındırılarak hesaplanan FAVÖK'ten nakde dönüşüm oranı 9A26 döneminde yaklaşık %20 seviyesinde bulunuyor. Yönetimin 2027-2031 dönemine yönelik senaryo analizlerinde ise işletme sermayesi ve vergi varsayımlarına bağlı olarak söz konusu oranın %33-70 aralığına ulaşabileceği hesaplanıyor.

Yüksek yatırım harcamalarının kademeli olarak tamamlanması, finansman yükünün azalması ve işletme sermayesindeki iyileşmeler, nakit dönüşümünü destekleyebilecek başlıca unsurlar. Bununla birlikte satış hacmindeki büyümenin devam etmesi, yeni pazarlara girişteki pazarlama harcamaları ve olası satın almalar nakit ihtiyacını artırabilir. Önümüzdeki dönemde şirketin yalnızca FAVÖK marjına değil, faaliyet nakit akışına, yatırım harcamalarına, ilişkili taraf işlemlerinden arındırılmış nakit üretimine ve serbest nakit akışının satışlara oranına da odaklanılması gerektiğini düşünüyoruz.

2026 beklentileri korundu, 2027'de hacim ve fiyat büyümesi birlikte çalışacak

Yönetim, analist toplantısında 2026 yılına yönelik yaklaşık 10,5 milyar TL net satış ve 3,6 milyar TL FAVÖK beklentisini korudu. Söz konusu tahminler enflasyon muhasebesi uygulanmamış nominal tutarlar üzerinden hazırlandığından 9A26 finansallarıyla doğrudan karşılaştırılmamalı.

Yönetim Beklentileri	2026T	2027T
Net Satışlar (mlr TL)	10,5	14,3
FAVÖK (mlr TL)	3,6	~4,5
FAVÖK Marjı	~%34	~%31,3
Kutu Satış Hacmi (mn)	32,3	38,0

Şirketin 2027 yılı için paylaştığı yaklaşık 14,3 milyar TL ciro hedefi, 2026 beklentisine göre %36 civarında büyümeye işaret ediyor; bu büyümenin hacim ve fiyat ayrıştırması yukarıda aktarıldı.

2027 yılı FAVÖK hedefi yaklaşık 4,5 milyar TL seviyesinde olmakla birlikte öngörülen FAVÖK marjının 2026'daki yaklaşık %34 seviyesinden %31,3'e gerilemesi dikkat çekiyor. Bu durumun ihracatın artan ağırlığı, yeni kategorilere giriş ve satış-pazarlama faaliyetlerinin maliyetlerinden etkilenebileceğini düşünüyoruz. Buna karşılık kapasite kullanımının yükselmesi ve üretim verimliliğinin artması, ilerleyen yıllarda daha yüksek faaliyet kaldıracı yaratabilir.

Regülasyon riski şirket açısından iki yönlü sonuç doğurabilir

Takviye edici gıda sektörü, reçeteli ilaçlardan farklı olarak daha geniş tüketici pazarlaması olanaklarına sahip olsa da ürün onayları, sağlık beyanları ve reklam faaliyetleri bakımından düzenlemelere tabi bulunuyor. İlerleyen dönemde söz konusu düzenlemelerin sıkılaştırılması, şirketin faaliyet modeli ve sektörün büyüme dinamikleri açısından önemli bir risk oluşturabilir.

Özellikle reklam ve tanıtım faaliyetlerine getirilebilecek kısıtlamalar, hekim ve eczacı tavsiyelerine dayalı satış kanalları ile dijital pazarlama yöntemlerini etkileyebilir. Bu tür düzenlemelerin talep yaratma kapasitesi ve pazarlama harcamalarının verimliliği üzerinde olumsuz etkileri olabilir. Bununla birlikte düzenlemelerin tüm sektör oyuncularını aynı ölçüde etkilemesini beklemiyoruz. Güçlü üretim altyapısına, Ar-Ge kabiliyetine, kalite standartlarına ve finansal kaynaklara sahip büyük oyuncuların olası yeni düzenlemelere daha hızlı uyum sağlayabilmesi mümkün. Bu nedenle artan uyum maliyetleri, küçük ve ölçeği sınırlı üreticilerin rekabet gücünü zayıflatırken pazar payının büyük oyuncular lehine yoğunlaşmasına yol açabilir.

Bu çerçevede regülasyon riskinin Orzaks açısından yalnızca olumsuz değil, düzenlemelerin niteliğine bağlı olarak rekabet avantajını güçlendirebilecek bir unsur da olabileceğini düşünüyoruz. Ancak daha geniş kapsamlı reklam veya satış kısıtlamalarının sektörün tamamının büyümesini yavaşlatabileceği göz ardı edilmemeli.

Değerlendirme

Orzaks'ın Türkiye reçetesiz sağlık ürünleri pazarında sahip olduğu güçlü konum, geniş ürün portföyü, hekim ve eczacılarla kurduğu ilişkiler ve Ar-Ge altyapısı sayesinde sektörün üzerinde büyüme potansiyelini koruduğunu düşünüyoruz. Son yıllardaki pazar payı kazanımları, şirketin marka gücünü operasyonel performansa dönüştürebildiğini gösteriyor.

Türkiye'deki üretim kapasitesinin 30 milyon kutudan 60 milyon kutuya çıkarılması ve Kazakistan'daki 30 milyon kutuluk ilave yatırımın mevcut satış projeksiyonlarına dahil edilmemesi, orta vadeli büyüme görünümünü destekliyor. İhracatta yakalanan yüksek büyüme, şirketin yurt içindeki başarısını farklı coğrafyalara taşıma potansiyelini ortaya koyuyor. Buna karşılık ihracatın artan ağırlığının konsolide marjlar üzerindeki etkisi ve yeni tesislerin kapasite kullanım oranları yakından izlenmeli.

Finansal tarafta yüksek brüt kâr marjının korunmasını ve halka arz sonrasında borçluluk göstergelerinde yaşanan iyileşmeyi olumlu karşılıyoruz. Ancak satış büyümesinin FAVÖK büyümesinin üzerinde kalması ve pazarlama giderlerinin artması, operasyonel kârlılığın sürdürülebilirliği açısından dikkat edilmesi gereken noktalar arasında bulunuyor.

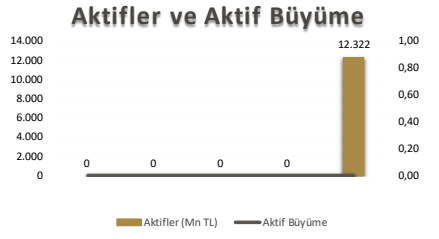
Yeni dönemde şirketin değer yaratımının ana belirleyicisinin işletme sermayesi yönetimi olabileceğini düşünüyoruz. Tahsilat sürelerinde sağlanabilecek iyileşme, stok optimizasyonu ve yatırım harcamalarının normalleşmesi, operasyonel büyümeden bağımsız olarak serbest nakit akışını güçlendirebilir.

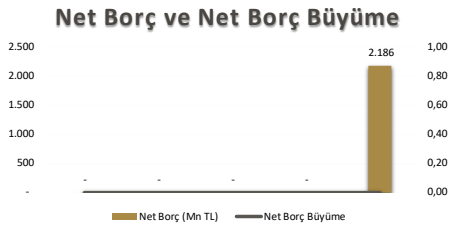
Genel olarak Orzaks'ın yatırım hikâyesinin, yurt içindeki güçlü pazar liderliğine dayalı büyüme modelinden uluslararası genişleme, ürün çeşitlendirmesi ve daha yüksek nakit yaratımına dayanan yeni bir aşamaya geçtiğini değerlendiriyoruz. Önümüzdeki dönemde pazar payının seyri, kutu bazlı büyüme, ihracatın kârlılığa katkısı, kapasite kullanım oranları ve işletme sermayesi verimliliği şirketin finansal performansı ve değerlemesi açısından belirleyici olacak.

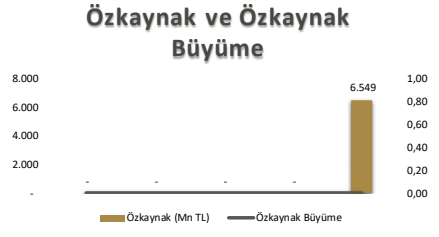
Aktifler (Mn TL)	2026/03	2026/06	2025/09	2026/09	Değ.	Dikey
Dönen Varlıklar	**8.503**	**8.513**	**0**	**8.516**	**0%**	**69%**
Nakit Ve Nakit Benzerleri	963	896	0	640	0%	5%
Ticari Alacaklar	2.934	2.216	0	3.701	0%	30%
Stoklar	1.574	2.062	0	1.708	0%	14%
Duran Varlıklar	**1.340**	**1.599**	**0**	**3.806**	**0%**	**31%**
Finansal Yatırımlar	3,478118	3,722053	0	3,92931	0%	0%
Maddi Duran Varlıklar	726	950	0	1.033	0%	8%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	219	236	0	337	0%	3%
Toplam Varlıklar (Aktifler)	**9.843**	**10.112**	**0**	**12.322**	**0%**	**100%**

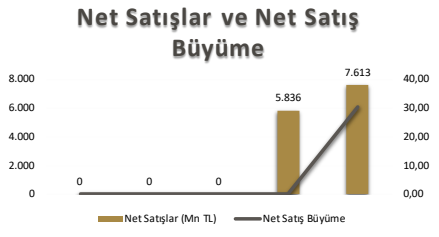
Pasifler (Mn TL)	2026/03	2026/06	2025/09	2026/09	Değ.	Dikey
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**5.287**	**5.458**	**0**	**4.704**	**0%**	**38%**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	3.144	4.020	0	3.163	0%	26%
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	295	109	0	93	0%	1%
Ticari Borçlar	924	779	0	714	0%	6%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**1.220**	**1.114**	**0**	**1.057**	**0%**	**9%**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	945	979	0	977	0%	8%
Toplam Yükümlülükler	**6.507**	**6.572**	**0**	**5.761**	**0%**	**47%**
Toplam Özkaynaklar	3.336	3.539	0	6.549	**0%**	**53%**
Ödenmiş Sermaye	307	307	0	339	0%	3%
Geçmiş Yıl Karları ve Zararları	1.523	1.702	0	1.721	0%	14%
Net Dönem Karı veya Zararı	349	306	802	1.050	31%	9%
Toplam Kaynaklar (Pasifler)	**9.843**	**10.112**	**0**	**12.322**	**0%**	**100%**

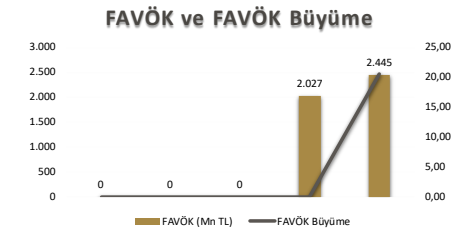
Gelir Tablosu (Mn TL)	2026/03	2026/06	2025/09	2026/09	Değ.	Dikey
Net Satışlar	**2.632**	**4.526**	**5.836**	**7.613**	**30%**	**100%**
Satışların Maliyeti	**931**	**1.562**	**2.107**	**2.625**	**25%**	**34%**
Brüt Kar (Zarar)	**1.701**	**2.963**	**3.729**	**4.988**	**34%**	**66%**
Faaliyet Giderleri	**938**	**1.731**	**1.918**	**2.761**	**44%**	**36%**
Genel Yönetim Giderleri	186	327	295	430	46%	6%
Pazarlama Giderleri	753	1.404	1.624	2.331	44%	31%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	0	0	0%	0%
Net Esas Faaliyet Karı veya Zararı	**762**	**1.232**	**1.811**	**2.227**	**23%**	**29%**
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	88	179	253	238	-6%	3%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	28	160	140	259	86%	3%
Esas Faaliyet Karı veya Zararı	**822**	**1.251**	**1.924**	**2.206**	**15%**	**29%**
FAVÖK (Faiz , Amortisman, Vergi Öncesi Kar)	**825**	**1.369**	**2.027**	**2.445**	**21%**	**32%**
Finansman Gelirleri	**135**	**260**	**409**	**301**	**-26%**	**4%**
Finansman Giderleri	345	983	727	1.382	90%	18%
Vergi Öncesi Kar Veya Zarar	535	367	1.200	957	-20%	13%
Ana Ortaklık Dönem Karı veya Zararı	**349**	**306**	**802**	**1.050**	**31%**	**14%**





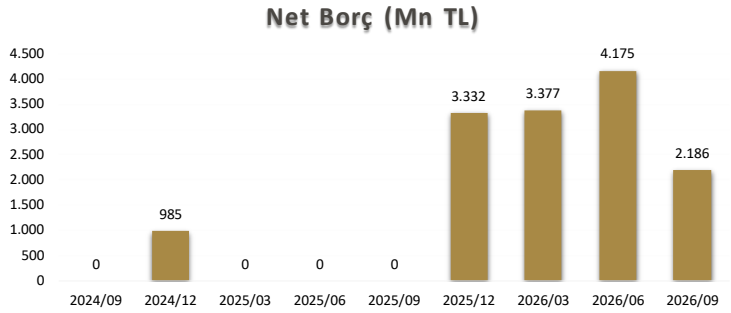


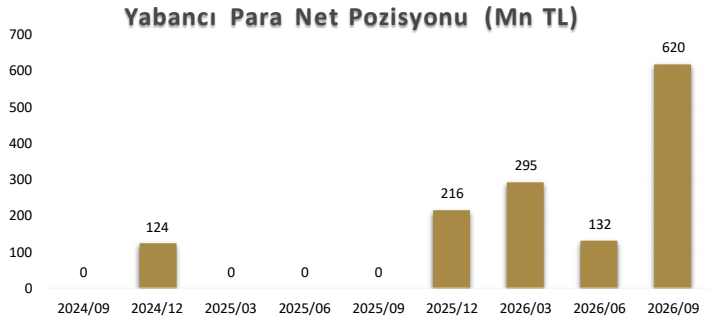






Finansal Oranlar	2026/03	2026/06	2025/09	2026/09
Likidite Oranları				
Nakit Oran	19,1	17,1	0,0	43,6
Cari Oran	1,6	1,6	0,0	1,8
Faaliyet Oranları				
Stok Devir Süresi (Gün)	198,6	216,6	0,0	201,9
Alacak Devir Süresi (Gün)	129,1	113,0	0,0	116,5
Ticari Borç Devir Süresi (Gün)	116,2	108,8	0,0	97,2
Nakit Döndürme Süresi (Gün)	211,5	220,8	0,0	221,2
Finansal Yapı Oranları				
Dönen Varlıklar / Aktifler	86,4	84,2	0,0	69,1
Duran Varlıklar / Aktifler	13,6	15,8	0,0	30,9
Toplam Borç / Aktifler	66,1	65,0	0,0	46,8
Toplam Borç /Özsermaye	195,0	185,7	0,0	88,0
Yabancı Para Net Pozisyonu (Mn TL)	294,6	132,0	0,0	620,2
Yabancı Para Net Pozisyonu / FAVÖK	10,7	4,6	0,0	20,5
Net Borç (Milyon TL)	3.377,0	4.175,0	0,0	2.185,8
Net Borç / FAVÖK (Yıllık)	1,2	1,3	0,0	1,1
İhracat Oranı (%)	3,7	5,1	4,4	7,0
Karlılık Oranları				
Aktif Karlılığı	3,5	3,1	0,0	9,9
Aktif Karlılığı (Yıllık)	12,7	11,6	0,0	12,3
Özsermaye Karlılığı	9,1	8,2	0,0	23,6
Özsermaye Karlılığı (Yıllık)	32,8	30,9	0,0	29,3
Esas Faaliyet Kar Marjı	29,0	27,2	31,0	29,3
Esas Faaliyet Kar Marjı (Yıllık)	31,0	31,2	0,0	30,4
FAVÖK Marjı	31,4	30,2	34,7	32,1
FAVÖK Marjı (Yıllık)	34,0	33,7	0,0	33,2
Net Kar Marjı	13,2	6,8	13,7	13,8
Net Kar Marjı (Yıllık)	15,6	13,6	0,0	14,3





	Değerleme Oranları						Karlılık Oranları								
	Piyasa Değeri (Mn TL)	Defter Değeri (TL)	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Net Satış	Esas Faaliyet Kar Marjı	FAVÖK Marjı	Net Kar Marjı	Özser. Karlılığı	Aktif Karlılık	FAVÖK Yıllık (Mn TL)	FAVÖK Çeyrek (Mn TL)	Net Kar Yıllık (Mn TL)	Net Kar Çeyrek (Mn TL)
orzax	22.341	6.549	3,41	17,17	8,11	2,69	30%	33%	14%	29%	12%	3.023	1.008	1.301	727
DEVA	15.562	33.826	0,46	0,00	5,45	0,95	10%	17%	-2%	-1%	-1%	3.572	1.261	-460	498
GENIL	19.845	13.807	1,44	19,55	7,01	1,18	14%	17%	5%	8%	4%	3.541	1.402	1.015	121
LKMNH	2.488	2.747	0,91	25,17	4,87	1,14	12%	23%	2%	4%	2%	1.055	268	99	36
MEDTR	2.153	3.523	0,61	148,83	5,00	0,65	5%	13%	1%	0%	0%	326	173	14	9
MPARK	83.234	44.089	1,89	14,34	5,44	1,67	19%	31%	10%	14%	6%	17.974	5.923	5.804	2.225
TNZTP	9.032	10.105	0,89	29,53	7,47	2,42	26%	32%	9%	3%	3%	1.090	281	306	49
İlaç&Sağlık Ort.			1,56	16,31	5,69	1,75	13,83	22,84	0,58	9,27	3,78				
XU100			1,54	15,01	10,67	1,18	12,17	18,19	13,81	12,21	4,72				

Ahlatcı Yatırım

Araştırma Departmanı Tarafından Hazırlanmıştır.

GENEL MÜDÜRLÜK

İstanbul Genel Müdürlük Merkez Ofis
Yamanevler Mahallesi AhmetTevfikleriCaddesi
No:22-26 İç Kapı No:49 Ümraniye / İstanbul

ŞUBELERİMİZ

İstanbul Sarıyer Şube
SarıyerMahallesiMeserburnu Caddesi No: 25 Sarıyer / İSTANBUL

Çorum Şube
GülabibeyMahallesi,Eğridere Sokak No:17 Merkez / ÇORUM

Mersis No: 0010056453000026

İRTİBAT BÜROLARIMIZ

Ankara irtibat Bürosu
Söğütözü Caddesi No:2KoçKuleleri B Blok No:16 Söğütözü Çankaya/ ANKARA

Denizli İrtibat Bürosu
GaziMustafaKemalBulvarıBina No: 53 Kat:4 Bağımsız Bölüm Pamukkale/DENİZLİ

Isparta İrtibat Bürosu
ÇelebilerMahallesi,Cadde112, No:7, İç Kapı No: 11, 32000 Merkez/ ISPARTA

İstanbul Bağdat Caddesi İrtibat Bürosu
Feneryolu MahallesiGaziMuhtarPaşaSk.No:59Feneryolu Sitesi D:204 K:2 Kadıköy/İstanbul

İstanbul Göktürk İrtibat Bürosu
Göktürk MerkezMah.İstanbulCad.Telekom Sk. No:2 iç Kapı No: 36 34077 Eyüpsultan/İSTANBUL

İstanbul Maslak İrtibat Bürosu
Maslak Mahallesi,Taşyoncası Sokak T4aBlok
Kat: -1 NO: 256 Maslak 34485 Sarıyer / İSTANBUL

İzmir İrtibat Bürosu
MansuroğluMah.1593/1Sok. Lider Centrio C Blok No:6 K2:D17 Bayraklı/İZMİR

Gaziantep İrtibat Bürosu
BatıkentMah.KürşatTüzmenBulvarı 9075 Sok. Trıo Terrace Kat : 1 B Blok NO:31 Şehitkamil/GAZİANTEP

Konya İrtibat Bürosu
MusellaBağlarıMah.KuleCad. Kule Plaza İş Merkezi K:13 N:2/18 Selçuklu/KONYA

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Muhtelif zamanlarda, Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarını, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.