PhillipCapital
Your Partner In Finance

PHILLIPCAPITAL ARAŞTIRMA
TÜRKİYE | TOPLANTI NOTU
12.11.2026

Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi (ORZAX)
Toplantı Notu

Hisse Detayları

Bloomberg Kodu	**ORZAX TI**
Hisse Fiyatı, TL	67,75
Fiili Dolaşım Oranı	13,66%
Piyasa Değeri, milyon TL	22.933
Piyasa Değeri, milyon USD	458
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,00%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,07%

Kaynak: Matriks, Finnet

Finansallar, mn TL, TMS 29 Uygulanmış	**3Ç25**	**3Ç26**	**9A25**	**9A26**
Gelirler	2.326	2.835	5.836	7.613
Brüt Kâr	1.539	1.859	3.729	4.988
Brüt Kâr Marjı	66,1%	65,6%	63,9%	65,5%
FAVÖK	872	1.000	2.027	2.445
FAVÖK Marjı	37,5%	35,3%	34,7%	32,1%
Net Kâr	589	727	802	1.050
Net Kâr Marjı	25,3%	25,6%	13,7%	13,8%

Piyasa Çarpanları	**2024**	**2025**	**Son**
F/K	-	-	14,7
PD/DD	-	-	3,5
FD/FAVÖK	-	-	6,9

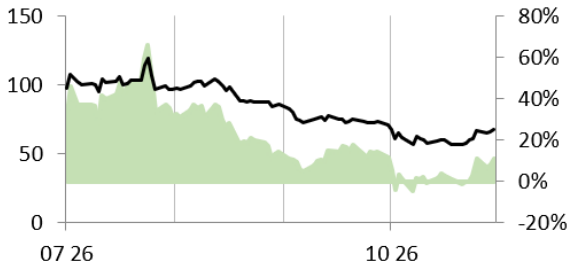
Kaynak: Finnet

Ticaret Ünvanı	**%**
ALYORS SAĞLIK VE GIDA TEKNOLOJİLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.	43,72
YUNUS EMRE ALİMOĞLU	40,77
DİĞER	14,77
HİSSE GERİ ALIM	0,74

Hisse Fiyatı/Göreceli Performans

	1a	**3a**	**6a**	**1y**
Nominal	-10,9%	-32,3%	0,0%	-
Rölatif	-6,7%	-20,3%	0,0%	-
Ort.İşlem Hacmi milyon $	2,9	6,7	22,8	22,

Kaynak: BİST, Finnet

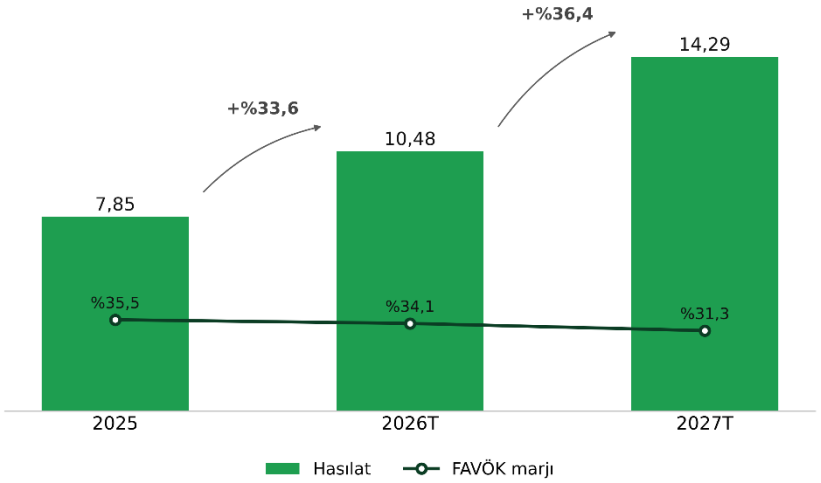


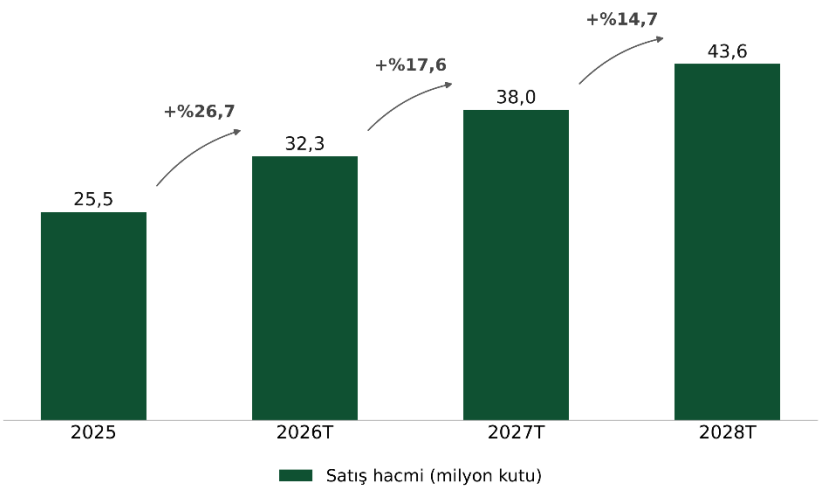
Orzax, vitamin, mineral, omega-3 ve probiyotik başta olmak üzere takviye edici gıdaların geliştirilmesi, üretimi ve pazarlanması alanında faaliyet göstermektedir.

Esenyurt'ta yıllık üretim kapasitesi 30 milyondan 60 milyon kutuya çıkarılıyor. Yeni kapasite 4Ç26'dan itibaren kademeli olarak devreye girecek. Kazakistan'da 35 milyon Euro bütçeli ve 30 milyon kutu kapasiteli tesis 2028'de tamamlanacak. Jenerik ilaca giriş için Lilyum İlaç'ın %51'inin alınması hedefleniyor, işlemin Ocak 2027'de tamamlanması planlanıyor. Biyoteknoloji tarafında 21 yerli probiyotik suş seri üretime hazır hale geldi. Bunlardan 5'i Bakanlık listesine girdi. SHINIQ ile dermokozmetik ve Ocak 2027'de lansmanı planlanan sporcu beslenmesi ürünleri portföyü genişletecek.

Yönetim Beklentileri ve Hedefler

• Orzax, 2025–2028 döneminde yıllık ortalama **%19,5 kutu bazında hacim büyümesi öngörmektedir.** Aşağıdaki projeksiyonlar ise nominal rakamlardan oluşmaktadır.





Oğuzhan Yılmaz
oguzhan.yilmaz@phillip.com.tr
Ata Yiğit Şener
ata.sener@phillip.com.tr

• 2025'te 25,5 milyon kutu olarak gerçekleşen satış hacminin 2028'de 43,6 milyon kutuya ulaşması hedeflenmektedir. Kazakistan tesisi bu projeksiyonlara dahil değildir.

• Şirket, 5 yıl içinde dünyada takviye edici gıda alanında ilk 10'a, 10 yıl içinde ise ilk 5'e girmeyi hedeflemektedir.

Pazar Konumu ve Sektör Görünümü

- Orzax, 2026'nın ilk 9 ayında Türkiye pazarında **kutu bazında yaklaşık %22'lik pazar payıyla lider konumdadır.** Yönetim, şirketin yeni ürün kategorileriyle farklı tüketici gruplarını pazara kazandırarak sektörün büyümesine öncülük eden "lokomotif" oyunculardan biri olduğunu vurgulamaktadır.

- Kategori bazında şirket, D vitamininde %66, Omega-3'te %38, kolajende %42 pazar payına sahiptir. Magnezyumda ise liderdir.

- Türkiye takviye edici gıda pazarı 2024'te 1,43 milyar dolar, 2025'te 1,57 milyar dolar büyüklüğe ulaşmıştır. Pazarın 2030'da 2,54 milyar dolara ulaşması beklenmektedir.

- Türkiye'de kişi başı yıllık takviye edici gıda harcaması 18 dolar seviyesindeyken bu tutar Almanya'da 103 dolar, ABD'de 201 dolardır. Bu fark, pazarın büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

- Şirket, pazarın daraldığı yıllarda dahi büyüme kaydetmiş olup geçmiş dönemde ortalama %27,1 reel büyüme performansı göstermiştir.

Satış Kanalları ve İhracat

- Şirket 55 ülkeye ihracat yapmaktadır. 2026'nın ilk dokuz ayında yurt dışı satışlar yıllık %103 artışla 717 milyon TL'ye ulaşmış ve toplam hasılat içindeki payı ilk yarıdaki %7 seviyesinden yaklaşık %9,4'e yükselmiştir. 2026'nın ilk yarısında **ihracatın yaklaşık %44'ünü oluşturan Rusya, şirketin en büyük dış pazarıdır**.

- **Satış kanalı tercihi ülkelere göre farklılaşmaktadır.** Türkiye, Kazakistan ve Türkmenistan gibi ülkelerde eczane kanalı öne çıkarken, AB ülkeleri ve Dubai gibi pazarlarda online kanal tercih edilmektedir. Yurt dışındaki bağlı ortaklıklar da online satış kanalları üzerinden faaliyet göstermektedir.

- Şirket büyüme hedeflerini Orta Asya, Arap ülkeleri ve Afrika gibi gelişmekte olan pazarlar üzerine kurmaktadır. Bu pazarlarda doğrudan satış organizasyonlarıyla, gelişmiş pazarlarda ise öncelikli olarak dijital kanallar üzerinden büyümesi hedeflenmektedir.

- **Yönetim, ihracatın toplam kutu satışları içindeki payını 2025'teki %13 seviyesinden 2028'de %20'ye yükselmesini öngörmekte, uzun vadede %30-35'lik bir pay hedeflemektedir.**

Yatırımlar ve Yeni Büyüme Alanları

- Esenyurt'taki kapasite artışıyla yıllık üretim kapasitesinin 30 milyondan 60 milyon kutuya yükseltilmesi hedeflenmektedir. Yeni kapasitenin 2026'nın son çeyreğinden itibaren kademeli olarak devreye girmesi beklenmektedir. Şirket, artan kapasitenin kullanımını fason üretimle desteklemeyi amaçlamaktadır.

- Kazakistan'da 35 milyon Euro bütçeli tesisin 2028'de tamamlanması planlanmakta olup yatırımın 25 milyon Euro'luk kısmının EBRD tarafından finanse edilmesi öngörülmektedir. Kalan 10 Milyon Euro'nun yarısı ödenmiş olup, 5 Milyon EUR'luk kısmı ise 2 senede ödeneceği belirtilmiştir.

- Bu tesisin ilk aşamada yıllık 30 milyon kutu kapasiteyle faaliyet göstermesi öngörülmekte, üretimin %85–90'ının ihracata yönlendirilmesi hedeflenmektedir. Yönetim, tesisin ana hedef pazarının yine Rusya olacağını belirtmiştir. **Yatırıma 15 yıllık kurumlar vergisi muafiyeti ve enerji giderlerinde %30 indirim gibi teşvikler sağlanmıştır. Bunlara ek olarak tesisin Orta Asya'da gümrük yükünü yaklaşık %40 hafifletmesi beklenmektedir**. Böylece hedef pazarlarda maliyet avantajı sağlanması amaçlanmaktadır.

- **Jenerik ilaç alanına giriş planları kapsamında Lilyum İlaç'ın %51'inin devralınmasına yönelik görüşmeler ve durum tespiti çalışmaları sürmektedir**. Gerekli izinlerin ardından Ocak 2027'de tamamlanması hedeflenen işlemle jenerik ilaç üretimine başlanması planlanmaktadır. Lilyum'un ruhsatlı ürün portföyü ve saha yapılanmasından yararlanılarak ilaç pazarına giriş amaçlanmaktadır.

- Biyoteknoloji alanında şirket, yerli probiyotik suşları geliştirerek hem hammadde hem nihai ürün olarak ticarileştirmeyi hedeflemektedir. Bu kapsamda yerel biyolojik kaynaklardan 1000'in üzerinde probiyotik suş izole edilmiş, 21 suşun seri ölçekte üretimine yönelik teknolojik yetkinliğe ulaşılmış ve bu suşlar Almanya'daki DSMZ uluslararası kültür koleksiyonunda kayıt altına alınmıştır. Bunlardan 5'i, Tarım ve Orman Bakanlığı'nın 21.10.2026'da güncellenen Takviye Edici Gıdalar Kısıtlı Maddeler Listesi'ne dahil edilerek takviye edici gıdalarda kullanıma uygun bulunmuş, diğer 16 suş için onay çalışmaları sürmektedir. Listeye dahil olmak bitmiş ürün onayı anlamına gelmemekte, ürünler için ayrıca ürün bazında onay gerekmektedir. Projeyle hammadde ithalatına bağımlılığın azaltılması ve yeni gelir kaynakları oluşturulması amaçlanmaktadır. Şirket, biyoteknolojik hammadde projeleri için yaklaşık 1,5 milyar TL tutarındaki yatırımları için Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'ndan yatırım teşvik belgesi almış olup vitamin ve Probiyotik odaklı Ar-Ge faaliyetlerini sürdürmektedir. Yönetim, mevcut çalışmaların ötesinde biyoteknolojik ilaç alanını da kararlılıkla ortaya koyduğu net bir hedef olarak konumlandırmaktadır.

- SHINIQ markasıyla girilen dermokozmetik pazarı ve kreatin başta olmak üzere **sporcu beslenmesine yönelik ürünler**, **portföy çeşitlendirmesinin** diğer ayaklarını oluşturmaktadır. Şirket, takviye edici gıdadaki liderliğini dermokozmetiğe de taşıyarak SHINIQ ile bu pazarın lideri olmayı hedeflemektedir. **Sporcu beslenmesi ürünlerinin lansmanının Ocak 2027'de yapılması planlanmaktadır**. Yönetim, bu ürünlerle yeni tüketici gruplarına ulaşarak müşteri tabanını genişletmeyi hedeflemektedir.

Karlılık ve Maliyet Yapısı

- Yönetim, brüt kâr marjını yaklaşık %65 düzeyinde tutacak şekilde fiyatlamayı esas almakta olup 2026 beklentilerinde de brüt kâr marjını %65 olarak öngörmektedir. Operasyonel tarafta yaklaşık %35 FAVÖK marjının korunması gözetilmekte, iyimser senaryoda FAVÖK marjı hedefi %38–39 bandıdır.

- 2026'nın ilk dokuz ayında brüt kâr marjı %65,5 olarak gerçekleşmiştir. SMM'nin %47'sini hammadde, %24'ünü işçilik, %18'ini ambalaj giderleri oluşturmaktadır. Aynı dönemde pazarlama giderlerinin hasılata oranının %27,8'den %30,6'ya yükselmesiyle FAVÖK marjı yıllık 2,6 puan gerileyerek %32,1'e inmiştir.

- **Yurt dışı satışlar görece düşük kâr marjıyla gerçekleştirildiğinden** konsolide FAVÖK marjını aşağı çekmektedir. Halka arz dönemindeki projeksiyonlarda bu etki nedeniyle brüt kar marjı %65'in altında öngörülmüş, 10 Kasım sunumunda ise 2027 için %65 brüt marj varsayımı kullanılmıştır.

- Takviye edici gıdaların ilaç fiyat regülasyonuna tabi olmaması, maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılmasında şirkete esneklik sağlamaktadır. Şirket ayrıca rakiplerine kıyasla görece uygun fiyatlı konumlanması sayesinde **fiyat artışlarının satışlar üzerinde belirgin bir baskı yaratmayacağını öngörmektedir.**

- Kur ve maliyet artışlarının fiyatlara yansıtılabilmesi sayesinde şirket kur hareketlerinden sınırlı düzeyde etkilenmektedir: 2024-26 döneminde USD/TL ortalaması %40 artarken brüt kar marjı %64,9'dan %65,5'e yükselmiştir.

Mevsimsellik

- Satışlar belirgin bir mevsimsellik göstermekte olup yılın en zayıf çeyreği ikinci çeyrektir. 2024–2025 döneminde yıllık satışların %59–66'sı yılın ikinci yarısında gerçekleşmiştir.

- Ağustos ayından itibaren güçlenen **satışlar, okula dönüş dönemiyle birlikte özellikle eylülden itibaren belirgin şekilde desteklenmektedir**. Bu mevsimsel eğilimin dördüncü çeyrek satışlarını da destekleyebileceğini değerlendiriyoruz.

İşletme Sermayesi ve Nakit Yaratımı

- Ortalama alacak tahsil süresi 131 gün; ecza deposu sözleşme vadesi 90 gündür. Stok devir süresi 178 gün, borç ödeme süresi ise 86 gündür. Buna göre **nakit dönüşüm süresi yaklaşık 223 gün seviyesindedir.**

- Ecza depolarından olan alacakların sigortalı olması tahsilat riskini sınırlamaktadır.

- 2026'nın ilk dokuz ayında 1.181 milyon TL faaliyet nakit girişi sağlanmış, net borç 2025 sonundaki 3.328 milyon TL'den 2.182 milyon TL'ye gerilemiştir (net borç/FAVÖK: 0,65x)

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler 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. 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. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.