

ORZAX

SAĞLIĞA HEDİYE

Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret Anonim Şirketi

Fiyat Tespit Raporu

24 Haziran 2026



İçindekiler	Sayfa
• Kısaltmalar	3
• Raporun Amacı & Etik İlkeler	4
• Yönetici Özeti	6
• Temel Yatırım Unsurları	9
• Riskler	11
• Şirket Profili	12
• Satışlar	17
• Finansal Analiz	21
• Değerleme Yöntemleri	34
• İndirgenmiş Nakit Akışı	35
• Piyasa Çarpanları	51
• Nihai Değer	55
• Sektör	56

KISALTMALAR

Kısaltma

A.Ş.	Anonim Şirket
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
AOSM	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
AR-GE	Araştırma ve geliştirme
ÖBDR	Özel Bağımsız Denetim Raporu
BİST	Borsa İstanbul
DHSEA	Gıda Takviyesi Sağlık ve Eğitim Yasası
EAEU	Avrasya Ekonomik Birliği
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EV	Firma Değeri
FVFM	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IADSA	Uluslararası Diyet ve Beslenme Takviyeleri Dernekleri Birliği
IQVIA	Sağlık sektörü için veri analitiği ve klinik araştırma şirketi
İNA	İndirgenmiş nakit akımları
Info Yatırım	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
KOSGEB	T.C. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
M.D.	Mevcut Değil
NHANES	Ulusal Sağlık ve Beslenme İnceleme Anketi
OEM	Orijinal ekipman üreticisi
Passport	Euromonitor'un küresel pazar veritabanı.
ROA	Aktif Karlılık
ROE	Özkaynak Getirisi
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TAGEM	Türkiye Cumhuriyeti Tarım ve Orman Bakanlığı Tarımsal Araştırmalar ve Politikalar Genel Müdürlüğü
TL	Türk Lirası
TÜBİTAK	Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret Anonim Şirketi (Şirket) arasında 11 Mart 2025'te imzalanan ve 14.03.2026'da ek protokol ile 1 yıl uzatılan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü, tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu ve aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatici, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına PKF Aday Bağımsız Denetim A.Ş. (2023-2024-2025-2026/03) tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporuna, aynı dönemleri içeren proforma TMS29 dahil ve hariç mali tablolara, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere, Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve diğer verilere dayanmaktadır.

Info Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmamıştır.

Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Tarihi & Rapor Tarihi

Değerleme tarihi 24 Mayıs 2026 olup rapor tarihi 24 Haziran 2026'dır.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak TL kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Fiyat Tespit Raporunun Hazırlanışı

İşbu fiyat tespit raporu Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Aynı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili kararına istinaden gayrimenkul dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06/10/2022 tarih ve 58/1477 sayılı kararında açıklandığı üzere Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar listesinde yer almaktadır. İşbu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği üyelerinin birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kuralları ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kurallarında belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır. Fiyat tespit raporunu hazırlayan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirebilmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personeli istihdam etmektedir. İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip 15 yılın üzerinde kurumsal finansman ve danışmanlık tecrübesine ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 ve türev lisansına sahibi Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. kurumsal finansman yöneticisi Hüseyin Güler tarafından yönetilmiştir. Ekip liderleri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir.

ORZAKS FİYAT TESPİT RAPORU

Sağlık Sektöründe Güçlü Marka ve Yüksek Katma Değer

1 2004 yılında kuruldu. Şirket, 2004 yılında "Orzaks Sağlık Ürünleri ve Kozmetik Sanayi Ticaret Ltd. Şti. ünvanı ve 50.000 TL sermaye ile insan ve hayvan sağlığı ile ilgili her türlü tıbbi ürünün ticaretini yapmak üzere İstanbul'da kurulmuştur. Şirket 7 Eylül 2012 tarihinde anonim şirkete dönüşmüş ve yasal ünvanı Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. olarak tescil edilmiştir. 2013 yılında Orzaks'ın bağlı ortaklığı Nuvita kurulmuş, İkitelli'de ilk üretim fabrikası açılmıştır. 2020'de Nuvita, AR-GE merkezi ünvanı almış ve artan üretim kapasitesi ihtiyacını karşılamak amacıyla Esenyurt'ta yeni bir fabrika kurulmuştur. Orzaks kurumsallaşma sürecinde yeni şubeler açmış, yurt dışındaki operasyonlarını genişletmek amacıyla 2021 yılında ABD'de Orzax INC, İngiltere'de Orzax LTD şirketlerini kurmuş; 2023 yılında Almanya'da Orzax GmbH, 2024 yılında ise Polonya'da Orzax SP. ZOO., 2025 yılında Kazakistan'da Orzax Too ve Orzax Too Central Asia, 2026 yılında Dubai'de Orzax L.L.C. FZ şirketlerini kurarak bu pazarlarda faaliyetlerini artırmıştır. 2023 yılında yapıyı sadeleştirme amacıyla bağlı ortaklıkları olan Palmiye İlaç, NBT İlaç, Damla Sağlık, Lyon Sağlık, Mossi Sağlık, Biocell İlaç ve Gummy Worlds sağlık şirketlerini, ana ortak olan Alyors'a devretmiştir.

2 Sektörün önemli oyuncusu. Şirket, takviye edici gıdalar sektöründe Omega 3 ürünleri, vitamin-mineral destekleri, bitkisel ekstratlar, özel takviyeler, probiyotik, kolajen ve çığnenebilir jel formda takviye edici gıdalar ile kozmetik ürünler kategorilerinde faaliyet göstermektedir. Ürünler, Şirket'in kendi markaları altında satışa sunulmaktadır. Şirket, eczanelere ürün tedarik eden ecza depoları aracılığıyla dağıtım yapmakta ve günde yaklaşık 30.000 eczaneye ürün ulaştırabilecek kapasiteye sahiptir. Şirket, ürün dağıtımını bu altyapı ile gerçekleştirirken, tahsilat süreçlerini birkaç ecza deposu üzerinden, satışların ardından alınan vadeli çeklerle yürütmektedir. Takviye edici gıdalar sektörüne ilk giren firmalar arasında yer alan Orzaks, bu sektörde birçok üründe pazarın önemli oyuncularındandır. Nisan 2025'te SAP kullanmaya başlayan Şirket Ağustos 2025'te Turquality onayı almıştır.

3 Üretim yatırımları ve kapasite Artışı. Şirket'in bağlı ortaklığı Nuvita, temel probiyotikler, vitaminler, antioksidanlar ve bitkisel proteinler gibi hammaddelerin şirket bünyesinde üretilmesi amacıyla İstanbul Esenyurt'ta yeni bir fabrika kurmak için yatırım teşvik belgesi almıştır. Tesisin faaliyete geçmesiyle dışa bağımlılığın azalması ve üretim maliyetlerinin düşmesi beklenmektedir. Ayrıca, Kazakistan'da Doğu Avrupa ve Asya pazarlarına yönelik gıda takviyesi üretim tesisi kurulması amacıyla çalışmalara başlanmıştır. 19.000 m² kapalı alana ve aylık 3 milyon kutu üretim kapasitesine sahip olacak tesisin, kredi anlaşmasını takiben 30 ay içinde üretime başlaması hedeflenmektedir. Nuvita'nın üretim modelinin uygulanacağı bu tesisle, teşviklerden yararlanarak rekabetçi bir iş modeli geliştirilmesi ve dış pazarlarda varlık oluşturulması amaçlanmaktadır.

4 Değerleme. Şirket değerlemesi için İNA ve piyasa çarpanları yaklaşımları kullanılmış ve 21.183 mn TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Belirlenen değer 2026/03 gerçekleşen EBITDA rakamına göre 8,2x EV/EBITDA çarpanına karşılık gelmektedir. Sektörün pandemi sonrası önem kazanması ile hızla büyümesi, doktorlarla uzun yıllara dayanan güçlü ilişki, sektöre ilk girenlerden olmanın sağladığı avantaj, yeni ürünlerin portföye eklenecek olması, güçlü marka algısı ve kapasitenin dolması nedeniyle yeni tesis yatırımını büyüme çarpanlarını öne çıkarmakta ve 2026 sonu beklentilerine göre EV/EBITDA'nın 6,9x ile sektör şirketlerine göre makul bir seviye olduğu düşünülmektedir.

Gelir Özeti (mTL)	2023*	2024	2025	2026T
Net Satışlar	5.532	5.715	7.331	10.182
EBITDA	2.269	2.239	2.605	3.275
EBITDA Marjı	41%	39%	36%	32%
Net Kar	944	725	1.053	m.d.

*2023 verileri proforma denetim raporundan alınmıştır

Değer	mTL
Piyasa Değeri	21.183
Net Borç-2026/03	1.314
Firma Değeri	22.497
Bilanço (mTL)	2026-03
Dönen Varlıklar	8.503
Duran Varlıklar	1.340
Aktifler	9.843
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.287
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.220
Özkaynak	3.336
Finansal Borç	4.190

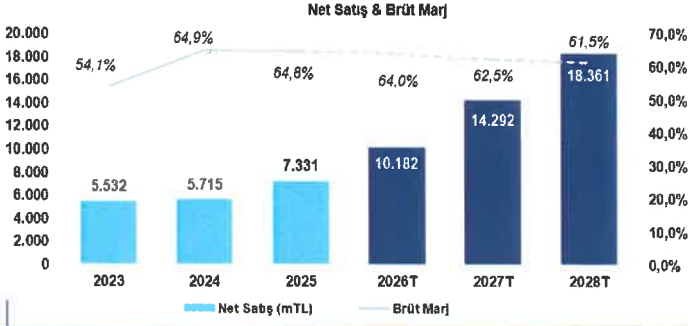
Değer Çarpanları	EV/EBITDA
EV/EBITDA-2026/03	8,2x
EV/EBITDA-2026T	6,9x
F/K-2026/03	16,8x
PD/DD-2026/03	6,3x
EV/Satış-2026/03	2,8x
Net Borç/EBITDA 2026/03	0,5x

Piyasa Çarpanları	EV/EBITDA
Yurtdışı Çarpanlar	10,2x
BİST Sağlık & İlaç	12,5x
Angen	37,9x
Gen İlaç	15,1x
Tapti	6,6x
Egepo	40,6x
BİST Gıda	14,3x



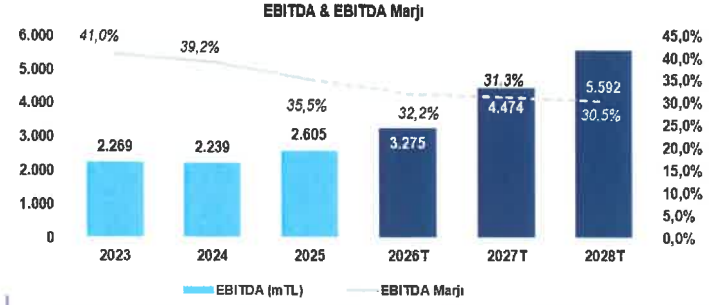
Yatırım Tezi

Grafik 1: 2025'te %64,8 olan brüt kar marjı projeksiyonda ihracat büyümesini sağlamak adına %61,5'e kadar düşürülürken yüksek kar marjı katma değerli iş modeline işaret ediyor...



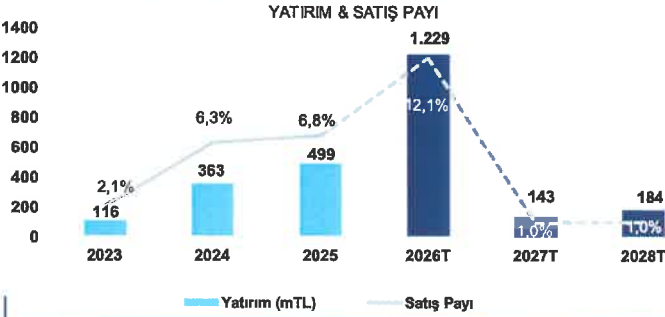
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri, 2023 verileri proforma mali tablolardan alınmıştır

Grafik 2: 2024 ve 2025'te ortalamada %37,4 olan EBITDA marjı projeksiyonda özellikle ihracat büyümesini desteklemek adına %30,5'e kadar düşürülmüştür...



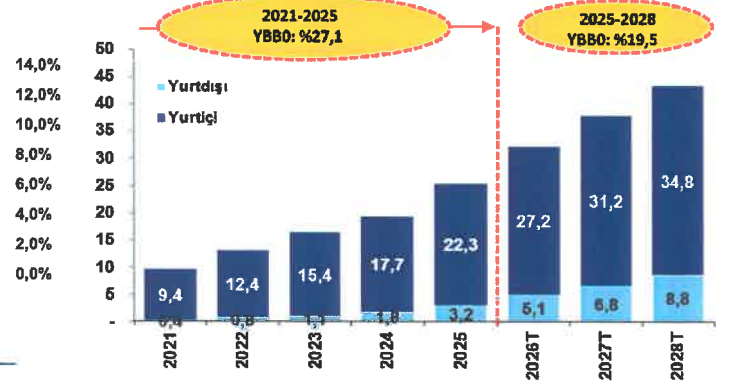
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri, 2023 verileri proforma mali tablolardan alınmıştır

Grafik 3: 2026/03'te %94 olan kapasite kullanım oranı nedeniyle büyümleri destekleyebilmek adına 2025 yılında tamamlanan ve 2026 yılında devam edecek olan mevcut tesis ve yeni tesis için toplamda 1,5 milyar TL'lik kapasite yatırımı büyümenin motoru olacak



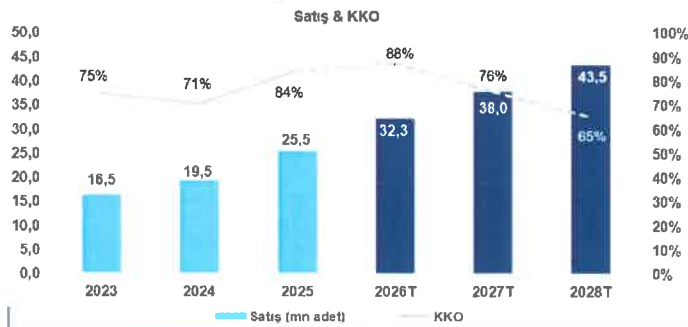
Kaynak: Şirket & Info Tahminleri

Miktarsal Satışlar ('mın adet)



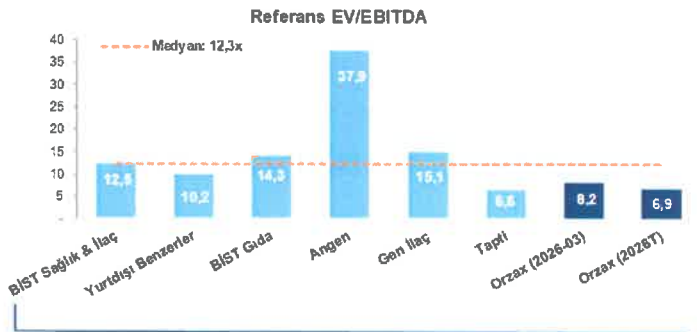
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

Grafik 5: Geçmişte yıllık ortalama %77 KKO gerçekleşirken projeksiyonda 1,5 milyar TL'lik kapasite yatırımı ve ihracat ile 2026-2028 yıllarında ortalamada %76 KKO öngörülmüştür...



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

Grafik 6: Sektör çarpanlarının altından Orzax fiyatlandı...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Değerleme

Halka arz iskontosunu öncesi 26.557 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 21.183 mn TL değere ulaşılmış ve pay başı fiyat 69,0 TL olarak belirlenmiştir.

İNA'dan hesaplanan değere %50; yurtdışı ve yurtiçi benzerlere %25'şer ağırlık verilmiştir.

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2026/03 EBITDA gerçekleşmesine göre 8,2x EV/EBITDA çarpanına işaret ederken 2026 EBITDA beklentisine göre ilgili çarpan TMS29 öncesi verilere göre 6,9x olarak öngörülmektedir.

2026 yılında net satış ve EBITDA'da kayda değer oranda büyüme beklenmesi kısa vadede hızlı balık olarak Şirket'i öne çıkarmaktadır.

Değerleme Özeti

%20 halka arz iskontosunu. Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerlendirmeye dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Şirket'in ana faaliyeti gereği BİST Sağlık & İlaç şirketleri yurtiçi benzer grup olarak belirlenirken borsada şirket ile tam benzer faaliyette bulunan bir firma bulunmamaktadır. Yurtdışında ise firma ile daha benzer alanda faaliyet gösteren şirket bulmak daha kolay olduğu için yurtdışı benzerlere de yurtiçi kadar ağırlık verilmiştir. **Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosunu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosunu sonrası 21.183 mn TL piyasa değeri ve pay başı 69,0 TL değer tespit edilmiştir.** Bulunan değer cari 8,2x EV/EBITDA ve 16,8x F/K çarpanlarına işaret ederken ilaç sanayi firmalarının altında bir çarpana işaret etmektedir. Bununla birlikte **Şirket'in 2025 yılında tamamlanan ve 2026 yılında devam edecek mevcut tesis ve yeni tesis için 1,5 milyar TL kapasite yatırımları ile 2025-2028 arasında yıllık %19 reel büyüme (ortalama yıllık %27,1 büyüme) beklemesi ve 2026/03'te %34 miktarsal büyümesi cari verilerden ziyade gelecek yıllardaki beklenen çarpanları öne çıkarmaktadır. 2025 yılında miktarsal satışlar yüksek faiz ortamında dahi %31 artmıştır. 2026 yılı için önemli bir büyüme potansiyeli barındırması 2026 EBITDA beklentisine göre çarpanı öne çıkarmaktadır. Ayrıca doktorlar ile uzun yıllara dayanan güçlü ilişkiler, güvenin önemli olduğu sağlık sektöründe sektöre ilk girenlerden olması ve Orzax markasının sektörde güçlü olması ve ihracat tarafında 50 ülkede bayilik anlaşmalarının imzalanması ve yurtdışında stratejik ülkelerde satışları desteklemek adına şirketler kurulması ihracat kaynaklı yüksek büyüme hikayesi anlamına gelmektedir. Şirket'in katma değer anlamına gelen yüksek kar marjı da dikkate değerdir. Yeni ürün üretilmesi sektörde büyümeleri desteklerken 2024 yılında 114 olan ürün çeşidinin 2025 yılında 140'ı aşmış olması da 2026 büyümesini öne çıkarmaktadır. 2026 sonu beklentilerine göre EV/EBITDA'nın 6,9x ile sağlık ve ilaç sanayi şirketlerine göre makul bir seviye olduğu kanaatine varılmıştır. TMS 29 sonrası bu çarpan daha da gerileyecektir.**

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	24.504	50,0%	79,82
Yurtdışı Benzerler	27.483	25,0%	89,52
BİST Sağlık & İlaç	29.739	25,0%	96,87
Halka Arz Piyasa Değer	26.557	100%	86,51
Halka Arz İskontosu	-20%		
Nihai Değer	21.183		69,00

Değer Çarpanları	2026/03	2026T	2027T
EV/EBITDA	8,2	6,9	5,0
F/K	16,8	m.d.	m.d.
EV/Net Satış	2,8	2,2	1,6
PD/DD	6,3	m.d.	m.d.

Referans Değerler

Bulunan değer cari 8,2x EV/EBITDA ve 16,8x F/K çarpanlarına işaret etmektedir. 2026 yılı EBITDA beklentisine göre EV/EBITDA çarpanı 6,9x tahmin edilmektedir. Şirket, aktiflerinin finansmanında özkaynak oranının düşük olmaması ve aktiflerde maddi duran varlığa düşük oranda ihtiyaç duyduğu için yüksek enflasyon döneminde net parasal pozisyondan ciddi gider yazmaktadır. Gelecek yıl yatırım ile artacak olan duran varlık portföyü ve enflasyonun düşecek olmasının yanı sıra faizlerde beklenen düşüş ile F/K'da bir normalizasyon beklenmektedir.

Temel Yatırım Unsurları

Pandemi sonrası artan tüketici bilinci, takviye edici gıda ürünlerinin günlük tüketimin bir parçası haline gelmesine olanak tanımıştır.

Geniş ürün yelpazesi, farklı müşteri segmentlerine hitap ederek pazardaki dalgalanmalara karşı dayanıklılık sağlamakta ve konsolidasyon riskini dengelemektedir.

Yurtdışı varlığı, 50 ülkeye ihracat ve stratejik pazarlardaki bağlı ortaklıklarla genişlemekte, Kazakistan'da fabrika yatırımı ile Doğu Avrupa ve Asya pazarlarında daha güçlü bir konum hedeflenmektedir.

Değerleme görüşü. Pandemi sonrası artan sağlık bilinci ve bağışıklık destek ürünlerine yönelik talep, geniş ürün portföyü ile Omega 3, vitamin, mineral ve kolajen gibi ürünlerde farklı müşteri segmentlerine ulaşabilmesi, tüketicilerin sürekli tüketim alışkanlığı yaratan ürünlerle düzenli gelir akışı sağlaması, Türkiye genelinde 30.000'den fazla eczaneye erişim sağlayan geniş dağıtım ağı, ABD, İngiltere, Almanya ve Polonya gibi stratejik pazarlarda yerel bağlı ortaklıklar üzerinden faaliyet göstermesi, 52 ülkeye ihracat yaparak küresel büyüme potansiyelini artırması, Kazakistan'daki yeni tesis yatırımı ile Doğu Avrupa ve Asya pazarlarına açılma potansiyeli, tesis yatırımları ve operasyonel faaliyetlere yönelik önemli teşviklerin bulunması, sürekli yeni ürünleri portföye katarak yeni müşterilere ulaşması, uzun raf ömrüne sahip ürünleriyle stok kaybı riskini minimize etmesi, Nuvita üretim tesisinin AR-GE merkezi statüsünde çeşitli projeleri ticarileştirme yeteneği, dermokozmetik ürün çeşitlendirmesi ile ürün portföyünü genişletmesi, 2025 yılında tamamlanan ve 2026 yılında devam edecek mevcut tesis ve yeni tesis için toplam 1,5 milyar TL'lik kapasite artış yatırımı, doktorlarla uzun yıllara dayanan güçlü ilişki, güvenin önemli olduğu sağlık sektöründe ilk giren olma avantajı ve olumlu marka algısı, yüksek katma değerli ilaç pazarına giriş planı ve sürdürülebilir yüksek EBITDA marjı ile güçlü nakit yaratma kapasitesi Şirket'i yatırım için ön plana çıkarmaktadır.

Sektörel avantaj. Orzaks, takviye edici gıdalar sektöründe faaliyet gösteren ve genel sağlığı destekleyen ürünleriyle öne çıkan bir şirkettir. Küresel çapta özellikle Covid-19 pandemisi sonrası dönemde, bağışıklığı ve genel sağlığı destekleyen ürünlere olan talep ciddi bir artış göstermiştir. Tüketicilerin sağlık bilincindeki bu yükseliş, probiyotikler, vitaminler, antioksidanlar ve bitkisel proteinler gibi sağlık durumunu güçlendiren ürün gruplarına ilgiyi artırmış; takviye edici gıda ürünleri artık neredeyse bir gıda ürünü gibi günlük tüketimin bir parçası haline gelmiştir. 2020 sonrasında hızlanan büyüme, özellikle pandemiyle birlikte sağlık odaklı ürünlere olan talebin kalıcı hale geldiğini göstermektedir. Küresel takviye edici gıda pazarının, önümüzdeki yıllarda da istikrarlı bir şekilde büyümesi beklenmektedir.

Geniş ürün portföyü. Orzaks, takviye edici gıda pazarına hitap eden geniş bir ürün yelpazesine sahiptir. Omega 3, vitamin ve mineral destekleri, probiyotikler, bitkisel ekstraktlar, kolajen ve çığnenebilir jel formunda takviyeler gibi birçok farklı kategoride ürün sunmaktadır. Bu çeşitlilik, Şirket'in farklı müşteri segmentlerine hitap ederek daha geniş bir kitleye ulaşmasını sağlamaktadır. Sağlıklı yaşam bilincine sahip tüketiciler için vitamin, mineral, Omega 3 ve probiyotik gibi ürünler sunulurken, cilt, eklem, sindirim sistemi ve kas yapısını desteklemek için kolajen ürünleri ve stres, sindirim sorunları ile uyku gibi spesifik ihtiyaçlara yönelik özel takviyeler ile tüketici ihtiyaçlarına hitap edilmektedir. Ek olarak, Şirket'in üretim kapasitesi fason üretim faaliyetlerine olanak tanımakta bu çeşitlilik, konsolidasyon riskini dengeleyerek pazardaki dalgalanmalara karşı daha dayanıklı bir yapı sağlamaktadır.

Dermokozmetik ürün çeşitlendirmesi. Orzaks, mevcut ürün portföyünü dermokozmetik ürünlerle çeşitlendirmektedir. 2026 itibarıyla kremler, serumlar ve onarıcı ürünler yerli üretim kapsamında "Orzax" markası altında, Mossi fabrikasında fason olarak üretilmektedir. Bu yatırımla ithalatın azaltılması ve maliyet avantajı sağlanması hedeflenmekte olup yüksek kâr marjına sahip bu ürünlerin gelir içindeki payının artması öngörülmektedir.

Yüksek katma değerli ilaç pazarına giriş. Şirket, 2026 yılında 400 milyar TL büyüklüğündeki yüksek katma değerli ilaç pazarına giriş yapmıştır. Bu adımın gelir kaynaklarının çeşitlendirilmesine ve sürekli talep olan bir pazardan istikrarlı gelir elde edilmesine katkı sağlaması öngörülmektedir. Yüksek regülasyon gerekliliklerini karşılaması halinde, giriş bariyeri yüksek olan bu pazarda varlık göstermeye başlamasıyla önemli bir potansiyelin önü açılacaktır.

Güçlü müşteri ağı. Orzaks, ecza depoları aracılığıyla 30.000 eczaneye erişim sağlayarak geniş bir dağıtım ağına sahiptir. Bu yapı, ürünlerin hızlı ve güvenilir şekilde tüketiciye ulaşmasını sağlarken, tahsilat süreçlerini kolaylaştırarak alacak riskini minimize etmektedir. Satış tahminlerinin doğruluğunu artırıp stok yönetimini optimize edebilmekte; rakiplerin sınırlı erişime sahip olduğu bölgelerde bu sistem Orzaks'ın varlığını güçlendirmektedir.

AR-GE merkezi. Şirketin faaliyet gösterdiği sektör, hızla değişen tüketici taleplerine ve sağlık trendlerine duyarlı bir yapıya sahiptir. Tüketiciler, bilimsel çalışmalarla desteklenmiş ürünlere yönelmekte bu gelişmelere uyum sağlayan markalar ise rekabet avantajı elde etmektedir. Orzaks'ın kendi markalı ürünlerini üreten Nuvita, 2021 yılında AR-GE merkezi statüsü kazanmış ve TÜBİTAK, KOSGEB, TAGEM destekli projelerle birçok çalışmayı ticarileştirmiştir. Özellikle probiyotik üretimi, yoğurt mayası ve mikroalgler gibi dışa bağımlı bileşenlerin geliştirilmesine yönelik AR-GE çalışmaları dikkat çekmektedir.

Temel Yatırım Unsurları

Yüksek sermaye gereksinimi, üretim kapasitesi ve geniş dağıtım ağı ihtiyacı, gıda takviyesi sektöründe pazara giriş bariyerlerini yükseltmektedir.

İlaç sektörüne daha az regülasyon ve hızlı onay süreçleri, ürün geliştirmede esneklik sağlayarak, sağlık trendlerine uygun yenilikçi formüllerin hızla piyasaya sunulabilmesine olanak tanımakta

2025 yılında tamamlanan ve 2026 yılında devam edecek olan mevcut tesis ve yeni tesis için 1,5 milyar TL'lik yatırım planlaması

Katma değerli iş modeli ile hammadde, özgün reçetelerle dönüştürülerek güçlü nakit akışı yaratılmakta

İhracat potansiyeli. Şirket'in ABD, İngiltere, Almanya ve Polonya gibi stratejik pazarlarda bağlı ortaklıkları bulunmakta; özellikle ABD ve İngiltere pazarlarına e-ticaret kanalı üzerinden satış faaliyetlerini yürütmektedir. Bununla birlikte 50 ülkeye ihracat yapılmaktadır. Şirket personel yatırımı yaparak dış ticaret birimini güçlendirmiş ve 50 ülkede bayilik anlaşmaları imzalamıştır. İhracatın gelir payı cari durumda düşük olsa da bu durum sağlık sektöründe satılan ürünlerin ruhsatlandırma ve tescil süreçlerinin görece uzun olması ile ilgilidir. Geçtiğimiz yıllarda bazı uluslararası rakipler, Rusya pazarından çekilmiş ve geride büyük bir pazar hacmi bırakmıştır. Orzaks, bu potansiyeli değerlendirmek ve pazar payını büyütme amacıyla EAEU üyesi Kazakistan'da Türkiye'deki tesisine benzer bir yapı (19.000 m² kapalı alan, aylık 3 milyon kutu üretim kapasitesi) kurma çalışmalarına başlamıştır. Tesis için gerekli 90 dönüm arazi tahsis edilecektir. Toplamda 35 milyon Euro büyüklüğündeki yatırımın %30'u özkaynak, %70'i ise uluslararası bir finans kuruluşu tarafından finanse edilecektir. İnşaata kredi anlaşması sonrası 30 ay içerisinde tamamlanarak üretime başlaması planlanmaktadır. Bu yatırım, Orzaks'ın Doğu Avrupa ve Asya pazarlarına açılan kapısı olacak ve Kazakistan devletinin sağladığı teşviklerle rekabetçi ve kârlı bir iş modeli geliştirilmesine olanak sağlayacaktır. Türkiye Cumhuriyetleri ve Rusya'da gümrük birliği anlaşması kapsamında sağlanacak vergi avantajı ürün fiyatlandırmasında rekabet avantajı sağlayacaktır. Bununla birlikte 2025 yılında tamamlanan ve 2026 yılında devam edecek mevcut tesis ve yeni tesis için yaklaşık 1,5 milyar TL'lik yatırım planlaması gelecek yıllarda yüksek büyüme için önemli bir beklenti yaratmaktadır. Nisan 2025'te SAP kullanmaya başlayan Şirket Ağustos 2025'te Turquality onayı almıştır.

Pazara giriş bariyeri. Gıda takviyesi pazarında önemli oyuncular arasında yer alan Orzaks, köklü geçmişi, geniş ürün portföyü ve AR-GE merkezi ile fabrikası çatısı altında büyük üretim hacimleriyle sektörde güçlü bir konuma ulaşmıştır. Türkiye genelindeki kapsamlı dağıtım ağı ve yenilikçi stratejileri, şirketi sektörde ön plana çıkarmaktadır. Bununla birlikte, pazarda anlamlı bir pay elde etmek için yalnızca sermaye değil, verimli yönetim ve uzun vadeli yatırımlar gereklidir. Bu nedenle, yeni firmalar için Orzaks gibi köklü oyuncularla rekabet etmek zorlu bir süreç olacaktır.

Hızlı büyüme. Orzaks, 2021-2025 dönemlerinde miktarsal satışların yıllık bileşik büyümesi %27,1 olarak gerçekleşirken faizlerin %50'yi aştığı 2025 yılında reel büyüme %31 ile önemli bir seviyede kaydedilmiştir. Satış payı en yüksek ürün gruplarından kolajen, magnezyum, D vitamini, multivitamin, demir, B12, melatonin gibi kategorilerde reel büyüme önemli seviyelere ulaşmıştır. Geniş ürün yelpazesinde pozitif bir ivme görülürken, şirketin ürün formülasyonlarını hızla adapte edebilme ve yenilikçi ürünler sunma becerisi, pazar trendlerini yakalamasında ve özellikle niş ürün gruplarında büyüme elde etmesinde önemli bir rol oynamıştır.

Regülasyon esnekliği. Orzaks'ın ürünleri, ilaç ve diğer tıbbi ürünlerle benzerlik göstermesine rağmen Sağlık Bakanlığı yerine Tarım ve Orman Bakanlığı'nın denetimine tabidir. Bu durum, firmanın daha hızlı onay süreçlerine ve daha az yoğun regülasyonlara tabi olmasını sağlamakta, inovasyon (ürün geliştirme) konusunda esneklik kazandırmaktadır. Şirket, ürün kalitesini kendi belirlediği standartlarla yönetebilmekte, özgün formüllerle üretim yapabilmekte, organik, vegan ve glutensiz beslenme gibi sağlık trendlerine hızla yanıt vererek yeni formüllerini piyasaya sunabilmektedir.

Sürekli tüketim alışkanlığı ve gelir istikrarı. Şirket'in sunduğu ürünler, genellikle tüketicilerin günlük sağlık ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik olduğundan düzenli tüketim gerektirmektedir. Bu durum, tüketiciler ve Şirket arasında adeta bir "abonelik" ilişkisi oluşturarak ürünleri düzenli yenileme alışkanlığı yaratmaktadır. Sektörün doğası gereği oluşan bu sürekli talep, düzenli bir gelir akışı anlamına gelmektedir.

Uzun raf ömrü. Gıda takviyeleri genellikle kapsül, tablet veya toz gibi stabilize edilmiş formlarda üretildikleri için bozulmaya daha az eğilimlidirler. Uzun raf ömrü fire oranlarını düşürebilmekte ve stok kaybı riskini minimize etmektedir.

Yüksek karlılık ve katma değer. Geçmiş yıllar itibarıyla sürdürülebilir yüksek EBITDA marjı firmanın operasyonel süreçlerini son derece verimli bir şekilde yönettiğini, dalgalanmalara karşı sürdürülebilir bir şekilde karlılığını koruyabildiğini, nakit yaratma kapasitesinin oldukça güçlü olduğunu ortaya koymaktadır.

Riskler

Tıbbi otoritelerin olası olumsuz değerlendirmeleri, krizlere karşı kırılganlık, pazar büyümesinde yavaşlama, doktor tavsiyelerine bağımlılık, marka imajı ve itibarın korunamaması, değişen tüketici tercihleri temel riskler arasındadır.

Tıbbi otoritelerin değerlendirmeleri. Şirket'in gıda takviyeleri, tıp dernekleri ve bilimsel otoriteler tarafından incelenmektedir. Eğer yeni araştırmalar ürün içeriklerinin insan sağlığına zararlı olduğunu gösterirse, bu durum Şirket'in itibarını ve satışlarını ciddi şekilde olumsuz etkileyebilir. Tıp derneklerinin onaylayacağı olumsuz raporlar, sosyal medya aracılığıyla hızla yayılabilir, bu da tüketici güvenini zedeleyebilir. Böyle bir gelişme, kamu otoriteleri tarafından yasaklar, düzenleyici kısıtlamalar veya ürün geri çağırma zorunluluklarını tetikleyebilir. Sonuç olarak, hem Şirket'in mali performansı hem de sektördeki genel dinamikler olumsuz etkilenebilir.

Krizlere karşı kırılgan sektör. Takviye edici gıdalar, zorunlu olmayan tüketim olarak değerlendirildiğinden, ekonomik kriz dönemlerinde tüketiciler tarafından ikinci plana atılabilir. Kriz dönemlerinde hanehalkı genellikle temel ihtiyaçlarına öncelik vererek bu tür ürünleri bütçelerinden çıkarabilir ya da tüketimlerini önemli ölçüde azaltabilir. Uzun süreli ekonomik belirsizliklerde artan tasarruf eğilimleri, işsizlik oranlarının yükselmesi ve gelir seviyelerindeki düşüş bu eğilimi daha da derinleştirerek sektörde talep daralmasına yol açabilir.

Pazar büyümesinde yavaşlama riski. Gıda takviyeleri sektörü, gelecekte belirli bir doygunluk seviyesine ulaşabilir ve pazar büyüme hızı yavaşlama riskiyle karşılaşabilir. Gelişmiş pazarlarda tüketici talebinin doygunluğa ulaşma ihtimali, Şirket'in büyüme planlarını zorlaştırabilir. Ayrıca, sektördeki yoğun rekabet, fiyat savaşlarına ve kar marjlarında baskıya yol açabilir. Pazar büyümesinin yavaşlaması, Şirket'in yeni pazarlara açılmasını ve mevcut müşteri kitlesini korumasını zorlaştırabilir.

Doktor tavsiyelerine bağımlılık. Gıda takviyeleri, genellikle doktor tavsiyeleri doğrultusunda tüketiciler tarafından tercih edilmektedir. Tıp profesyonellerinin güven ve otoritesine bağlı olarak tercih edilen bu ürünlere olan talep, doktorların farklı alternatifler önermesi veya mevcut ürünleri tavsiye etmemesi durumunda olumsuz etkilenebilir.

Marka imajı ve itibar riski. Takviye edici gıdalar, tüketici algısına dayalı ürünler olduğundan, müşteri deneyimleri ve algıları hızla şekillenebilmektedir. Şirket'in ürünleriyle ilgili olumsuz müşteri deneyimleri veya kalite sorunları hızla geleneksel ve sosyal medya aracılığıyla yayılabilir; günümüzde birtakım örneklerde olduğu gibi marka imajına ciddi anlamda zarar verebilir. Özellikle dijital çağda tüketici yorumları, ürünlerin algısını doğrudan etkileyebilmekte, müşteri memnuniyetsizlikleri veya ürünlerle ilgili yaşanan olumsuzluklar tüketicilerin güvenini sarsabilmektedir. İtibar kaybı yalnızca mevcut müşteri kitlesini etkilemekle kalmayıp aynı zamanda yeni müşteri kazanımını da zorlaştırabilir.

Değişen tüketici tercihleri. Tüketicilerin sağlık, beslenme ve yaşam tarzı tercihleri hızla değişebilmektedir. Örneğin doğal ve organik ürünlere olan talebin artması, geleneksel gıda takviyelerine olan ilgiyi azaltabilir. Yeni diyet trendleri, tüketicilerin belirli içeriklere karşı daha bilinçli hale gelmesine ve bazı ürünlere karşı olumsuz bir tutum geliştirmesine yol açabilir. Bu değişen tüketici alışkanlıkları, Şirket'in mevcut ürün portföyüne olan talebi olumsuz etkileyebilir.

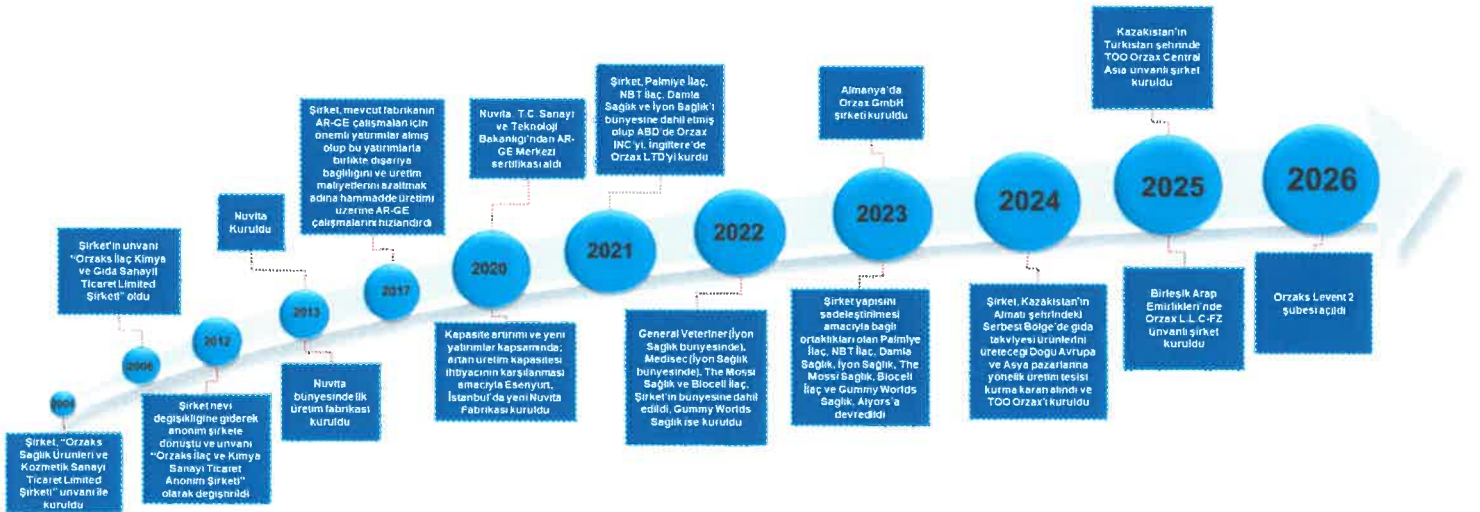
Şirket Profili

Şirket, 2004 yılında limited şirket olarak kurulmuş olup 2012’de nevi değiştirilerek anonim şirkete dönüşmüştür.

Şirket, ürünlerini yaklaşık 30.000 eczaneye ulaştırarak yaygın bir satış ağı kurmuştur.

2004 yılında kuruldu. Şirket, 2004 yılında “Orzaks Sağlık Ürünleri ve Kozmetik Sanayi Ticaret Limited Şirketi” unvanı ile İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde kurulmuş olup Şirket’in kuruluş esas sözleşmesi, 28.10.2004 tarih ve 6167 sayılı TTSG’de ilan edilmiştir. Şirket, 2012 yılında nevi değişikliğine giderek anonim şirket statüsüne dönüşmüş ve unvanı “Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret Anonim Şirketi” olarak değiştirilmiştir. Şirket, takviye edici gıdalar sektöründe Omega 3 ürünleri, vitamin-mineral destekleri, bitkisel ekstratlar, özel takviyeler, probiyotik, kolajen, çiğnenebilir jel formda takviye edici gıdalar, kozmetik ürünler kategorilerinde geniş bir ürün portföyü ile kendi markalı ürünlerinin satışını yaparak faaliyet göstermektedir. Şirket’in kendi markaları ile satışını yaptığı ürünler; eczanelere ürün tedarik eden ecza depoları aracılığıyla ulaştırılmaktadır. Şirket’in anlaşmalı olduğu bu ecza depoları günde yaklaşık 30.000 eczaneye Şirket’in ürünlerini ulaştırabilecek bir altyapıya sahiptir. Ayrıca bu yolla Şirket, ürünlerini yaklaşık 30.000 eczaneye ulaştırırken, tahsilatını ise sadece birkaç ecza deposu üzerinden, satışların ardından alınan vadeli çeklerle hızlı ve risksiz bir biçimde gerçekleştirebilmektedir. Şirket’in işbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla doğrudan iştirak ettiği yurt içinde 1 adet (Nuvita) ve yurt dışında 7 adet (Orzax INC. (Amerika Birleşik Devletleri), Orzax LTD. (İngiltere), Orzax GmbH (Almanya), Orzax SP. ZOO. (Polonya), TOO Orzax (Kazakistan), TOO Orzax Central Asia (Kazakistan) ve Orzax L.L.C-FZ (BAE)) bağlı ortaklığı bulunmakta olup bununla birlikte yurt içinde 1 adet (Estetik Bakım) ve dolaylı olarak iştirak ettiği bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Şirket’in markalı ürünleri, Şirket’in bağlı ortaklığı Nuvita tarafından üretilmekte olup yurt dışındaki bağlı ortaklıklar ise ilgili ülkelerde, online kanallar üzerinden Orzaks ürünlerinin satışını gerçekleştirmek üzere kurulmuştur. Estetik Bakım, kozmetik ürünleri üretim ve satış faaliyetleri ile iştigal etmekte iken işbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla gayri faaldir.

Yunus Emre Alimoğlu ve Selman Alimoğlu, birlikte Şirket üzerinde yönetim hakimiyetine haizdir. İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla Şirket sermayesi 307 m TL olup, bu tutarın %51,8’i Yunus Emre Alimoğlu’na, %48,2’si ise Alyors Sağlık’a aittir. Alyors Sağlık’ın da %50’si Yunus Emre Alimoğlu’na, %50’si Selman Alimoğlu’na aittir. Mevcut yapı çerçevesinde Yunus Emre Alimoğlu ve Selman Alimoğlu birlikte Şirket üzerinde yönetim hakimiyetine haizdir. Şubat 2026’da Yunus Emre Alimoğlu’nun sahip olduğu 25,2 milyon adet pay Alyors Sağlık’a devredilmiştir.



Ortaklık Yapısı			
Ortaklar	Pay Grubu	Sermaye Tutarı, TL	Oran
Yunus Emre Alimoğlu	A	30.060.000	51,8%
	B	128.940.000	
Alyors Sağlık ve Gıda Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş.	A	62.040.000	48,2%
	B	85.960.000	
Toplam	A + B	307.000.000	100%

Şirket ve Bağlı Ortaklıklarının Aktif Olarak Kullandığı Üretim, Satış ve Yönetim Merkezleri		
	Lokasyon	Büyükölçü
Orzaks ve Nuvita Şirket Yönetim Merkezi, Ofisler, Nuvita Üretim Tesisi 1 ve AR-GE Merkezi	Esenyurt / İstanbul	9.400 m ²
Nuvita Üretim Tesisi 2	Esenyurt / İstanbul	5.250 m ²
Orzaks İstanbul Şubesi (Ofis)	Şişli / İstanbul	670 m ²
Orzaks Levent Şubesi (Ofis)	Şişli / İstanbul	714 m ²
Orzaks Levent 2 Şubesi (Ofis)	Şişli / İstanbul	500 m ²
Nuvita Avrupa Şubesi	Esenyurt / İstanbul	5.800 m ²
Nuvita Depo ve Satış Ofisi	Esenyurt / İstanbul	2.576 m ²

Şirket Profili

31.03.2026 itibarıyla Şirket personelinin %54'ü beyaz yaka, %46'sı mavi yaka personelden oluşmakta olup %88'i Marmara Bölgesi'nde bulunmaktadır.

Şirket'in yurt içinde ve yurt dışında doğrudan iştirak ettiği 7 bağlı ortaklığı, yurt içinde 1 adet de dolaylı olarak iştirak ettiği bağlı ortaklığı bulunmaktadır.

Şirket'in ürün portföyünde 150'nin üzerinde ürün çeşidi bulunmaktadır.

Personel sayısı. Şirket personelinin tamamı Şirket merkezinde ve Orzaks İstanbul Şubesi'nde görev almakta olup bununla birlikte, Şirket personelinin bir kısmı İstanbul dışında tanıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Nuvita ve Estetik Bakım'ın personelinin tamamı ise İstanbul'da, Şirket merkezinde faaliyet göstermektedir. Şirket ve bağlı ortaklıkları Nuvita ile Estetik Bakım'ın toplam personel sayısı 2022 yıl sonunda 621 iken, 2023 yıl sonunda 686'ya, 2024 yıl sonunda 783'e yükselmiştir. 2025 yıl sonunda 968 personeli bulunan şirketin 31.03.2026 itibarıyla personel sayısı 1.016'ya yükselmiştir. İdari, üretim, ihracat ve saha satış kadrolarının güçlendirilmesi, üretim kapasitesindeki artış ve gelecekte yapılacak yatırımlara ilişkin insan kaynağının optimize edilmesi planı çerçevesinde personel sayısında dönemler itibarıyla artış görülmüştür.

Bağlı Ortaklıklar. Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla doğrudan iştirak ettiği yurt içinde 1 adet (Nuvita) ve yurt dışında 7 adet (Orzax INC. (Amerika Birleşik Devletleri), Orzax LTD. (İngiltere), Orzax GmbH (Almanya), Orzax SP. ZOO. (Polonya), TOO Orzax (Kazakistan), TOO Orzax Central Asia (Kazakistan) ve Orzax L.L.C-FZ (BAE)) bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Şirket'in bağlı ortaklığı olan Nuvita, 27.06.2013 tarihinde İstanbul'da kurulmuştur. Nuvita, Orzaks'ın satışını gerçekleştirdiği ürünlerin üretimini yapmaktadır. Nuvita'nın, Şirket'in satışını gerçekleştirmiş olduğu ürünlerin üretimini bünyesinde yer alan fabrikayla gerçekleştirmesinin yanında, ilaç sektörünün önde gelen çeşitli firmalarıyla da yapılan sözleşmelerle fason (private label) üretim gerçekleştirmesi hızlı büyümesinin önemli bir sebebidir. 2023 yılında artan üretim ihtiyacını karşılamak için Nuvita Fabrikası'nda katı (tablet, sert kapsül, toz dolum, saşe), likit formlarında üretim hatlarını devreye almıştır. Orzax INC.'nin sermayesini temsil eden payların tamamı Orzaks'a ait olup Orzax INC. Orzaks'ın ABD'deki bağlı ortaklığıdır. Orzax INC. Kuzey Amerika'da online kanallar üzerinden Orzaks ürünlerinin satışını gerçekleştirmektedir. Orzax LTD., Birleşik Krallık'ta online kanallar üzerinden Orzaks ürünlerinin satışını gerçekleştirmektedir. Estetik Bakım bir kozmetik ürünleri şirketidir. Nuvita'nın %100 bağlı ortaklığıdır. Estetik Bakım'ın sahip olduğu NaturalNest marka gıda takviyesi ürünleri ve Day2Day marka kolajen ürünlerinin ruhsatları Nuvita'nın satışlarında kullanılmaktadır. Kazakistan'ın Türkistan şehrinde Şirket'in %100 oranında bağlı ortaklığı olarak TOO Orzax Central Asia kurulmuştur. Estetik Bakım, işbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla gayri faaldir. Orzax L.L.C-FZ, 11.12.2025 tarihinde BAE'de kurulmuş olup BAE'deki pazarlama ve satış faaliyetlerini gerçekleştirmesi planlanmaktadır.

Şirketin Doğrudan ve Dolaylı Kontrolündeki Bağlı Ortaklıklar									
Ticaret Unvanı	Nuvita İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş.	Orzax INC.	Orzax LTD.	Estetik Bakım ve Sağlık Ürünleri Ticaret Ltd. Şti.	Orzax SP. ZOO.	Orzax GmbH	TOO Orzax	TOO Orzax Central Asia	Orzax L.L.C-FZ
Kuruluş Tarihi	27.06.2013	28.01.2021	19.11.2021	27.09.2011	11.03.2024	15.09.2023	7.08.2024	28.04.2025	11.12.2025
Faaliyet Konusu	Kimyevi, besleyici, veteriner, ziraat ilaçları ve özele beslemeye yönelik gıda Kuzey Amerika'da online Birleşik Krallık'ta online demokozmetik ürünleri, diğer Orzaks malzemeleri, bütçet ürünleri, satışı için bakım ve gızeallık ürünleri, imalatını, alımını, satımını, ihalesini ve ihracatını yapmaktadır.	Amerika'da online Orzaks kanallar üzerinden satışını gerçekleştirmektedir.	Krallık'ta Orzaks kanallar üzerinden satışını gerçekleştirmektedir.	Kozmetik sanayi ürünleri, kişisel bakım ürünleri, online demokozmetik ürünleri, diğer Orzaks malzemeleri, bütçet ürünleri, satışı için bakım ve gızeallık ürünleri, imalatını, alımını, satımını, ihalesini ve ihracatını yapmaktadır.	Polonya'da online kanallar üzerinden Orzaks ürünlerinin satışını gerçekleştirmektedir.	Almanya'da online kanallar üzerinden Orzaks ürünlerinin satışını gerçekleştirmektedir.	Kazakistan'da yurt içi pazarlama ve satış faaliyetlerini gerçekleştirmesi planlanmaktadır.	Üretim ve ihracat (Yurt içi satışlarını TOO Orzax BAE'deki pazarlama ve satış faaliyetlerini gerçekleştirmesi planlanmaktadır).	Üretim ve ihracat (Yurt içi satışlarını TOO Orzax BAE'deki pazarlama ve satış faaliyetlerini gerçekleştirmesi planlanmaktadır).
Sermaye Tutarı	400.000.000 TL	1.000 USD	100 GBP	1.000.000 TL	300.000 Polonya Zlotisi	25.000 Euro	500.000 USD	5.000.000 USD	1.000.000 USD
Ortaklık Yapısı	Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. (%100)	Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. (%100)	Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. (%100)	Nuvita İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. (%100) (*)	Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. (%75), Bediham Yılım (%25)	Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. (%75)	Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. (%100)	Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. (%100)	Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. (%100)
Kuruluğu Ülke	Türkiye/İstanbul	ABD/Chicago	Birleşik Krallık/Maidenhead	Türkiye/İstanbul	Polonya/Varşova	Almanya/Alfter	Kazakistan/Almatı	Kazakistan/Türkistan	Dübel/BAE

(*) Estetik Bakım'ın sermayesinin %100'üne sahip olan Nuvita'nın sermayesini temsil eden payların tamamı Orzaks'a aittir. Bu nedenle Orzaks, Estetik Bakım'ın %100 oranında dolaylı pay sahipliğine sahiptir.

Şirket Ünvanı	Satış Tarihi (****)	Satış Bedeli (TL)	Değer Tespitinin Nasil Yapıldığı
Palmyre İlaç Kimya ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.	24.11.2023	14.000.000	Satın alım bedeli üzerinden satış gerçekleştirilmiştir.
Damia Sağlık (*)	24.11.2023	22.606.000	Satın alım bedeli üzerinden satış gerçekleştirilmiştir.
İyon Sağlık Medikal Kozmetik İhtalat İhracat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	31.12.2023	59.494.000	Satın alım bedeli üzerinden satış gerçekleştirilmiştir.
NBT İlaç A.Ş.	24.11.2023	7.000.000	Pazarlık usulü
NBT İlaç A.Ş.	31.12.2023	11.000.000	Pazarlık usulü
Genel Veteriner (**) (***)	31.12.2023	-	-
Medisec Tıbbi Cihaz ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş. (**)	31.12.2023	-	-
The Mossi Sağlık ve Kozmetik Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	24.11.2023	3.000.000	Satın alım bedeli üzerinden satış gerçekleştirilmiştir.
Biocell İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş.	30.11.2023	3.905.000	Satın alım bedeli üzerinden satış gerçekleştirilmiştir.
Gummy Worlds Sağlık Ürünleri ve Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.	24.11.2023	4.000.000	Satın alım bedeli üzerinden satış gerçekleştirilmiştir.

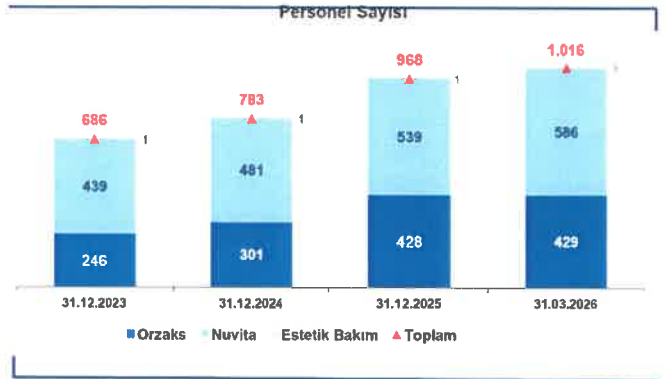
(*) Ayrıca, Damia Sağlık'ta sahip olduğu paylarının tamamını 29.08.2024 tarihinde devrederek ilgili şirketteki ortaklığından ayrılmıştır.

(**) İyon Sağlık, Genel Veteriner'in %100'üne, Medisec'in de %65'ine sahiptir.

(***) İyon Sağlık, Genel Veteriner'de sahip olduğu paylarının tamamını 29.08.2024 tarihinde devrederek ilgili şirketteki ortaklığından ayrılmıştır.

(****) Fatura tarihleridir.

Hat Adı	2023 (220 Gün, Adet/12 Ay)			2024 (237 Gün, Adet/12 Ay)			2025 (Adet/12 Ay)-238 gün			2025/03 (62 Gün, Adet)			2026/03 (61 Gün, Adet)		
	Kapasite	Üretim	KİG (%)	Kapasite	Üretim	KİG (%)	Kapasite	Üretim	KİG (%)	Kapasite	Üretim	KİG (%)	Kapasite	Üretim	KİG (%)
Sofjel Hattı	381.040.000	99.186.399	26	389.959.800	170.515.054	43,7	391.605.200	171.948.900	43,9	102.014.800	35.630.327	34,9	87.122.600	43.317.750	49,7
Likit Dolum	33.440.000	9.963.249	29,8	36.024.000	16.729.546	46,4	36.176.000	17.724.355	49,0	9.424.000	3.884.275	41,2	8.834.277	6.273.047	71
Hard Kapsül	150.480.000	98.796.950	65,7	162.108.000	109.277.003	67,4	189.924.000	135.178.387	71,2	42.408.000	25.283.402	59,6	74.491.670	53.511.780	71,8
Tablet	501.600.000	198.343.741	39,5	540.360.000	300.269.368	55,6	542.640.000	329.726.304	60,8	141.360.000	58.882.930	41,7	176.267.217	138.677.332	78,7
Tablet - Efervesan	52.800.000	39.008.735	73,9	56.880.000	37.858.621	66,6	57.120.000	29.166.199	51,1	14.880.000	9.251.349	62,2	17.580.000	12.810.000	72,9
Saşe	69.220.800	24.053.554	34,7	74.569.680	28.018.483	37,6	74.884.320	27.070.070	36,1	19.507.680	5.571.212	28,6	15.126.600	12.605.766	83,3



Şirket'in Kendi Markaları Altında Satışını Gerçekleştirdiği Ürünlerinin Kategori Bazında Kırılımı

Omega 3 Kategorisi



Omega 3 Kategorisi: Softjel kapsül ve şurup formunda Omega 3 içeren farklı ürünlerden oluşmaktadır.

Vitamin Mineral Kategorisi



Vitamin Mineral Kategorisi: Efervesan tablet, bitkisel kapsül, softjel kapsül, şurup, tablet, kapsül, saşe, damla, dilaltı sprey, oral damla, uzun salımlı tablet ve sprey formunda vitamin ve mineral içeren farklı ürünlerden oluşmaktadır.

Çiğnenebilir Jel Form Kategorisi



Çiğnenebilir Jel Form Kategorisi: Çiğnenebilir jel formunda vitaminler ve mineraller içeren farklı ürünlerden oluşmaktadır.

Kas İskelet Sistemi Kategorisi



Kas İskelet Sistemi Kategorisi: Jel ve tablet formunda bitki ekstraktları, kolajen peptitleri, vitaminler ve mineraller içeren farklı ürünlerden oluşmaktadır.

Bağışıklık Kategorisi



Bağışıklık Kategorisi: Kapsül, saşe, likit ve yumuşak pastil formunda bitki ekstraktları, vitaminler ve mineraller içeren farklı ürünlerden oluşmaktadır.

Özel Takviyeler Kategorisi



Özel Takviyeler Kategorisi: Tablet, bitkisel kapsül, softjel kapsül, saşe, sprey ve damla formunda bitki ekstraktları, vitaminler ve mineraller içeren farklı ürünlerden oluşmaktadır.

Bitkisel Ekstreler Kategorisi



Bitkisel Ekstreler Kategorisi: Bitkisel kapsül, licaps kapsül, softjel kapsül, damla ve likit formunda bitkisel ekstraktları içeren farklı ürünlerden oluşmaktadır.

Kolajen Kategorisi



Kolajen Kategorisi: Toz, likit tüp, kolajen peptitleri, saşe ve çiğnenebilir jel formunda kolajen içeren farklı ürünlerden oluşmaktadır.

Güneş Kategorisi



Güneş Kategorisi: Güneş sonrası losyon ve güneş kremi formunda farklı ürünlerden oluşmaktadır.

Saç Sağlığı Kategorisi



Saç Sağlığı Kategorisi: Tablet formunda ve farklı bileşenlere sahip bitki ekstraktları, vitaminler ve mineraller içeren farklı ürünlerden oluşmaktadır.

Probiyotik Kategorisi



Probiyotik Kategorisi: Kapsül ve saşe formunda probiyotik mikroorganizmalar ve prebiyotik içeren farklı ürünlerden oluşmaktadır.

Yönetim Kurulu

Selman Alimoğlu
YK Başkanı

- 1975 yılında Elazığ'da doğan Selman ALİMOĞLU, İstanbul Üniversitesi Eczacılık Fakültesi'nden 1999 yılında mezun olmuştur. Kurucu ortağı olduğu Orzaks'ın 2004-2009 yılları arasında genel müdürlük görevini yürütmüştür. Halen Orzaks'taki yönetim kurulu başkanlığı görevinin yanı sıra, Nuvita, Alyors ve Palmiye ilaç'ta yönetim kurulu başkanı olarak çalışmalarını sürdürmekte ve bununla birlikte NBT ilaç, Damla Sağlık, Lyon Sağlık, Gummy Worlds Sağlık, Biocell ilaç ve The Mossi Sağlık şirketlerinde yönetim kurulu üyeliği görevlerini yürütmektedir. Hayat Vakfı'nda gönüllülük çalışmalarına devam etmekte olup Yeryüzü Doktorları Derneği'nde yönetim kurulu üyeliği görevinde bulunmuş, Afrika'daki sağlık ve insani yardım çalışmalarına aktif olarak katılmıştır. 2020 yılında, İstanbul Medeniyet Üniversitesi Tıp Fakültesi'nde Genel Cerrahi Profesörü ve Genel Cerrahi Anabilim Dalı Başkanı olan ağabeyi Dr. Orhan ALİMOĞLU ile Alimoğlu Sağlık ve Eğitim Vakfı'nı kurup yönetim kurulu başkanlığı görevini üstlenmiştir.

Yunus Emre Alimoğlu
YK Başkan Vekili,
Genel Müdür

- Yunus Emre Alimoğlu, 1981'de Elazığ'da doğdu; ilk, orta ve lise öğrenimini burada tamamladı. 2003'te İnönü Üniversitesi Elektrik-Elektronik Mühendisliği bölümünden mezun oldu. İş hayatına 2004'te Muğla'da başladı, aynı yıl sonunda Orzaks'ın kuruluş sürecinde İstanbul'a döndü. Şirkette çeşitli görevler üstlendikten sonra 2009'da genel müdür oldu. Halen Orzaks'ta yönetim kurulu başkan vekili ve genel müdür olarak görev yapmaktadır. Ayrıca sağlık, ilaç ve teknoloji alanlarında faaliyet gösteren çeşitli şirketlerde yönetim kurulu düzeyinde görev almaktadır. 2020'de ağabeyi Dr. Orhan Alimoğlu ve kardeşi Selman Alimoğlu ile birlikte Alimoğlu Sağlık ve Eğitim Vakfı'nı kurmuştur.

Meryem Alimoğlu Kocabay
YK Üyesi

- 1993 yılında İstanbul'da doğmuş olan Meryem ALİMOĞLU KOCABEY, ilkokulu Devran Koleji'nde, ortaokul ve liseyi Şefkat Koleji'nde okumuştur. Haliç Üniversitesi Fizyoterapi ve Rehabilitasyon bölümünden 2016 yılında mezun olmuştur. Avicenna Hastanesi'nde üç yıl çalıştıktan sonra İstanbul Sancaktepe'de bulunan Özel Duyu Dil Akademi Özel Eğitim ve Rehabilitasyon Merkezi'ni kurmuştur. Halen Özel Duyu Dil Akademi Özel Eğitim ve Rehabilitasyon Merkezi'nde özel çocukların terapilerini yürütmekle birlikte, Orzaks, Palmiye ilaç, NBT ilaç, Damla Sağlık ve Lyon Sağlık'ta yönetim kurulu üyesi olarak görev almaktadır.

Mehmet Lütfi Hocaoğlu
Bağımsız YK Üyesi

- 1969 yılında Sivas'ta doğan HOCAOĞLU, Cumhuriyet Üniversitesi Tıp Fakültesi'nden 1992'de mezun olmuştur. 1992-1997 arasında Cumhuriyet Üniversitesi Tıp Fakültesi'nde İç Hastalıkları uzmanlık eğitimi tamamlamıştır. 1997-1998 arasında Gültepe Avicenna Hastanesi'nde İç Hastalıkları Uzmanı, 1998-2005 arasında Ataşehir Avicenna Hastanesi'nde İç Hastalıkları Uzmanı olarak görev almıştır. 2002-2006 yılları arasında Gebze Teknik Üniversitesi Bilgisayar Mühendisliği lisans programını tamamlamıştır. 1997 yılından itibaren hastane bilgi yönetim sistemleri yazılımları, endoskopi yazılımları, tıbbi veritabanı yazılımları ve üniversitelerde ders-sınav planlama yazılımları yapmaktadır. 2014-2022 yılları arasında Üsküdar Üniversitesi Sağlık Meslek Yüksekokulu ve Sağlık Bilimleri Fakültesinde Hastane Bilgi Yönetim Sistemleri, Sağlık Bilgi Sistemleri, Veritabanı Yönetim Sistemleri, Bilgi Teknolojileri ve Yazılım dersleri vermiştir. 2005 yılından itibaren Esenler Avicenna Hastanesi'nde Başhekim Yardımcısı ve İç Hastalıkları Uzmanı olarak görev almaya devam etmektedir.

İbrahim Doğan
Bağımsız YK Üyesi

- 1967 yılında Elazığ'da doğmuş olan İbrahim DOĞAN, lise öğrenimini Elazığ İmam Hatip Lisesi'nde tamamlamıştır. 1991 yılında Yıldız Teknik Üniversitesi Makine Mühendisliği bölümünden mezun olmuştur. 1993 yılında, doğal gaz sektöründe doğal gaz tesisatı ve taahhüt faaliyetleri ile işigal eden ISIMEK Mühendislik'te mühendis olarak meslek hayatına başlamıştır. 1995 yılında İstanbul Büyükşehir Belediyesi'ne bağlı İstanbul'da doğal gaz dağıtım faaliyeti yapan İGDAŞ'ta görev almaya başlamış olup İGDAŞ Anadolu ve Boğaziçi İşletme Müdürlükleri bünyesinde 27 yıl yöneticilik yaptıktan sonra 2023 yılının Aralık ayında emekli olmuştur.

FAALİYET ÖZETİ

Ortaklık Yapısı & Künye	Ana Ürün Kategorileri & Mali Veriler	Sektör																		
<p>Ortaklar</p> <p>51,8% Yunus Emre Alimoğlu</p> <p>48,2% Alyors</p> <p>Künye</p> <p>Kuruluş: 2004</p> <p>Faaliyet Alanı: Takviye Edici Gıdalar Üretimi ve Satışı</p> <p>Merkez: Esenyurt / İstanbul</p> <p>Çalışan Sayısı: 968</p>	<p>Şirket'in Ana Ürün Kategorileri</p> <ul style="list-style-type: none"> - Omega 3 Kategorisi - Vitamin, Mineral Kategorisi - Çiğnenebilir Jel Form Kategorisi - Kas İskelet Sistemi Kategorisi - Bağımsızlık Kategorisi - Özel Takviyeler Kategorisi - Bitkisel Ekstreler Kategorisi - Kolajen Kategorisi - Güneş Kategorisi - Saç Sağlığı Kategorisi - Probiyotik Kategorisi <p>Mali Veriler</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2026/03 4Ç</th> <th>2026T</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Net Satışlar</td> <td>8.068,8 mTL</td> <td>10.181,5 mTL</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>2.743,0 mTL</td> <td>3.274,8 mTL</td> </tr> <tr> <td>Net Kar</td> <td>1.261,2 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Özkaynak</td> <td>3.336,2 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Aktifler</td> <td>98.427,0 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> </tbody> </table>		2026/03 4Ç	2026T	Net Satışlar	8.068,8 mTL	10.181,5 mTL	EBITDA	2.743,0 mTL	3.274,8 mTL	Net Kar	1.261,2 mTL	m.d.	Özkaynak	3.336,2 mTL	m.d.	Aktifler	98.427,0 mTL	m.d.	<p>Sektör</p> <p>Şirket, takviye edici gıda sektöründe faaliyet göstermektedir. Grandview Research'ün verileri uyarınca, takviye edici gıda pazarı, 2024 yılında dünya çapında toplam 192,7 milyar ABD doları büyüklüğe ulaşmıştır ve bu pazarın 2025-2033 yılları arasında dünya çapında bileşik bazda yıllık %8,9 büyümesi beklenmektedir. IADSA (International Alliance of Dietary/Food Supplement Associations) verilerine göre ise küresel vitamin ve diyet takviyeleri pazarı 2024 yılında 189,2 milyar USD büyüklüğe ulaştığı belirtilmektedir. Dünya çapında vitamin ve diyet takviyeleri pazarında 2020-2024 yılları arasında bileşik bazda yıllık %5,4 büyüme gerçekleşmiştir. Türkiye'de sağlık ürünleri pazarı, Söz konusu pazar, ilaç şirketlerinin de portföylerinde yer alan T.C. Sağlık Bakanlığı'ndan onaylı geleneksel bitkisel tıbbi ürünler, farmasötik formdaki bazı tıbbi cihazlar ile T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı'ndan onaylı mamalar, vitaminler ve gıda takviyelerinden oluşmaktadır. İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası 2024 Türkiye ilaç ve tıbbi sağlık ürünleri pazarı 2024 yılı hastane ve eczane kanalında değer bazında %54,4 büyüme ile 357,5 milyar TL'ye ulaşırken, kutu ölçeğinde ise %3,5 gerileme ile 2,8 milyar kutu seviyesine inmiştir.</p>
	2026/03 4Ç	2026T																		
Net Satışlar	8.068,8 mTL	10.181,5 mTL																		
EBITDA	2.743,0 mTL	3.274,8 mTL																		
Net Kar	1.261,2 mTL	m.d.																		
Özkaynak	3.336,2 mTL	m.d.																		
Aktifler	98.427,0 mTL	m.d.																		

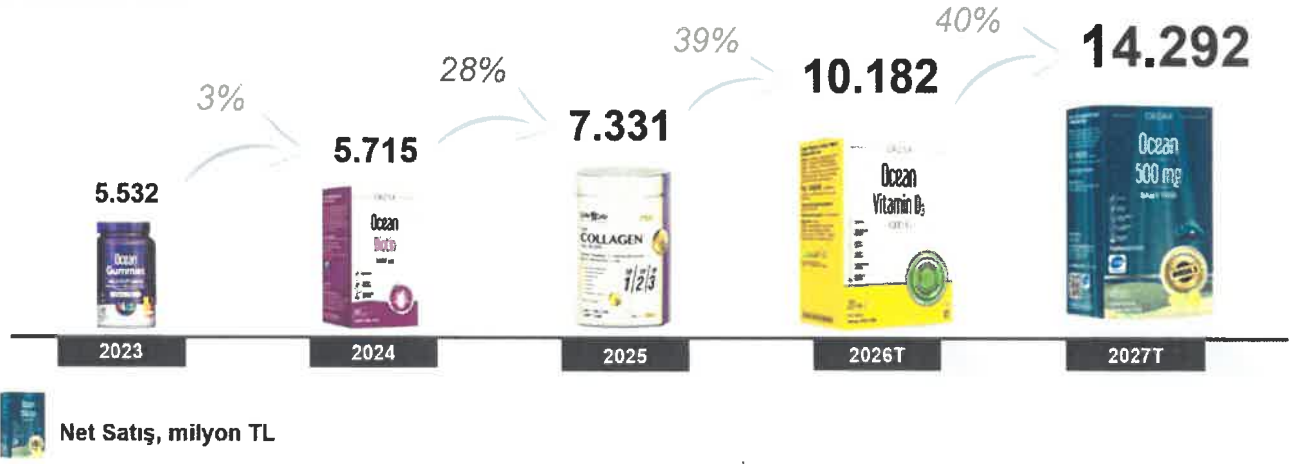
Not: 2025T verileri, TMS 29 etkisi hariç verilerdir.

4Ç: Son 4 çeyrek yıllıktandırılmış veri

Kaynak: IADSA, Passport, Grandview Research, IQVIA, IEIS, İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası

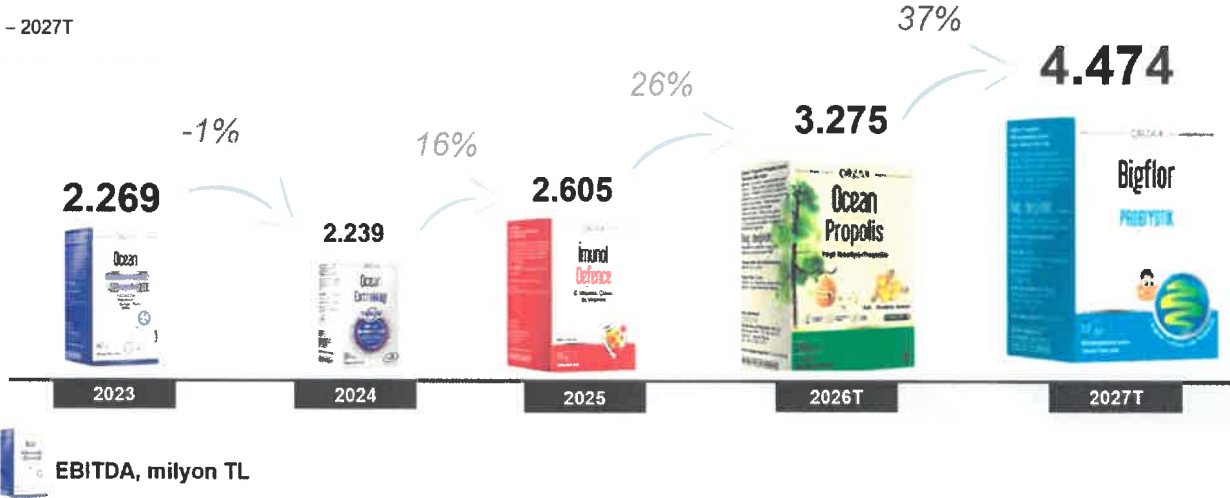
27% YBBO

2023 – 2027T



18% YBBO

2023 – 2027T



Not: 2023 yılı Net Satış ve EBITDA verileri Proforma veriler olup TMS 29 etkisi dahil verilerdir. 2026T ve 2027T verileri, TMS 29 etkisi hariç verilerdir.

Satışlar

Grup'un hasılatının 2024 yılında gerilemesinin ana nedeni, Grup yapısının sadeleştirilmesi amacıyla yapılan bağlı ortaklık devirlerinden kaynaklanmaktadır.

Grup'un satış politikası kapsamında satış teşviki olarak verilen ciro primleri diğer indirimlerde, mal fazlaları ise satış iskontolarında izlenmektedir.

Covid 19 pandemisi ile birlikte takviye gıda kullanımında ciddi artışlar yaşandı ve bu alanda tüketiciler daha bilinçli hale geldiler.

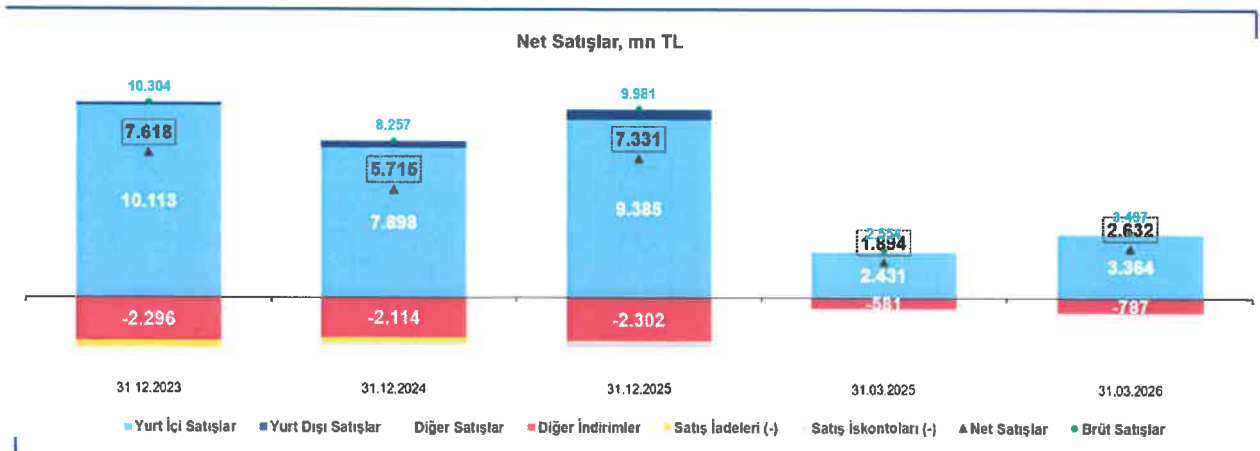
Genel görünüm. Şirket, bünyesinde bulunan satış ve pazarlama personelleri, doktor ve eczaneler ile ürün tanıtımı hakkında görüşmeler yaparak mevcut durumdaki ürünlerini doktor ve eczanelere tanıtımını yapmaktadır. Eczaneler ile gerekli anlaşmalar yapıldıktan sonra ürünler, ecza depolarından eczanelere dağıtılarak müşteriye satışa sunulmaktadır. Şirket, ürünlerini yaklaşık 30.000 eczaneye ulaştırarak yaygın bir satış ağı kurmuştur. Şirket, 2022 yılında General Veteriner, Medisec, Biocell İlaç, Gummy Worlds Sağlık ve The Mossi Sağlık'ı devralmıştır. Grup'un hasılatı, 2023 yılında 7,6 milyar TL olarak gerçekleşmiş olup halka arz planının gündeme alınması ile birlikte Grup yapısının sadeleştirilmesi amacıyla 2023 yılının Kasım ve Aralık aylarında Şirket'in bağlı ortaklıkları olan Palmiye İlaç, NBT İlaç, Damla Sağlık, Lyon Sağlık, The Mossi Sağlık, Biocell İlaç ve Gummy Worlds Sağlık, Alyors'a devredilerek konsolide edilen şirketler arasından çıkarılmış, bu kapsamda Grup'un hasılatı 2024 yılında söz konusu bağlı ortaklık devirlerine bağlı olarak 2023 yılına göre %25,0 düşüşle 5,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Grup'un hasılatı, 2025 yılında da artan iş hacmine bağlı olarak 2024 yılına göre %28,3 artışla 6,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 2026/03 tarihinde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %38,9 artışla 2,6 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Satış iadeleri ve diğer indirimler. Şirket, ürün satış sürecinde ilk olarak ürünleri ecza depolarına gönderiyor, ecza depoları da eczanelere sevkiyi sağlıyor. Ürünler, kargolama sırasında hasar görebiliyor ve hasar görmüş ürünler Şirket'e iade ediliyor. Bunlara ek olarak ecza depolarında ürünlerin satılmaması durumunda ecza depoları ürünleri Şirket'e iade edebilmektedir. Eylül – Mart (1. ve 4. Çeyrekler) periyodu Şirket satışlarının en yoğun olduğu dönemler olmakla birlikte iade edilen ürünler genellikle bu periyotta tekrar alınabilmekte olup dönemsel olarak kaynaklı iadelerden dolayı satışlardan iade tutarında hareketlilikler yaşanabilmektedir. Grup, ecza depolarına belirli bir tutar üzerinde satış yapmaları koşuluyla "ciro primi" vermektedir. Verilen ciro primleri diğer indirimlerde izlenmektedir. Grup'un satış politikası kapsamında; sektörde pazar payını artırmak ve müşteri aidiyetini sağlamak amacıyla; ecza depoları tarafından eczanelere satışı gerçekleştirilen Grup ürünlerin belli oranda kısmı, eczanelere bedelsiz olarak teslim edilmesi için Grup tarafından ecza depolarına gönderilmektedir. Ecza depolarına gönderilen mal fazlaları da satış iskontolarında izlenmektedir.

	Net Satışlar, TL					
	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026	YBBO
Yurt İçi Satışlar	10.112.502.035	7.897.853.113	9.384.993.391	2.431.406.608	3.364.037.690	0,9%
Yurt Dışı Satışlar	169.650.398	356.560.996	527.295.406	118.901.923	128.898.495	66,9%
Diğer Satışlar	21.427.499	2.690.847	68.949.915	4.060.101	3.996.765	68,0%
Brüt Satışlar	10.303.579.932	8.257.104.956	9.981.238.712	2.554.368.632	3.496.932.950	2,6%
Satış İadeleri (-)	(360.555.648)	(289.702.177)	(61.838.924)	(11.664.272)	(11.273.907)	(54,5%)
Brüt Satışlara Oranı	3,5%	3,5%	0,6%	0,5%	0,3%	
Satış İskontoları (-)	(29.244.737)	(138.668.743)	(286.376.781)	(67.158.985)	(67.246.456)	175,7%
Brüt Satışlara Oranı	0,3%	1,7%	2,9%	2,6%	1,9%	
Diğer İndirimler	(2.295.938.884)	(2.114.111.954)	(2.301.555.402)	(581.068.140)	(786.613.402)	4,0%
Brüt Satışlara Oranı	22,3%	25,6%	23,1%	22,7%	22,5%	
Net Satışlar	7.617.840.663	5.714.622.082	7.331.467.605	1.894.477.235	2.631.799.185	2,6%
Değişim		-25,0%	28,3%		38,9%	

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar, Bağımsız Denetim Raporu

Not: Tablodaki tutarlar, TMS 29 etkisi dahil verilerdir.



Satışlar

Şirket, 150'nin üzerinde ürününü, yaklaşık 30.000 eczaneye ulaştırmakta

Ürün bazlı satış kırılımı. Grup, satışlarını 12 ayın ürün grubu bazında gerçekleştirmekte olup bunlar Vitamin Mineral, Omega 3, Kolajen, Özel Takviyeler, Oem, Kas İskelet Sistemi, Bitkisel Ekstreler, Bağışıklık, Kozmetik, Saç Sağlığı, Probiyotik, Medikal olarak tasniflenmektedir. Finansal tablo dönemleri itibarıyla ürün bazlı satışlarda, tutar bazında en yüksek payı ortalama %47 ile vitamin ve mineraller grubu alırken sırasıyla %13,5 ile Omega 3 grubu ve %10,9 ile kolajen grubu takip etmektedir. Bahsi geçen bu beş ana ürün grubu, toplam hasılatın ortalama %71,2'sini oluşturmaktadır.

Ürün / Ürün Grubu	31.12.2023		31.12.2024		31.12.2025		31.03.2025		31.03.2026		YBBO
	Tutar	Pay	Tutar	Pay	Tutar	Pay	Tutar	Pay	Tutar	Pay	
Vitamin Mineral	2.368.507.095	31,1%	2.586.592.714	45,3%	3.949.456.548	53,9%	1.021.268.831	53,9%	1.498.947.539	57,0%	32,1%
Omega 3	821.461.926	10,8%	767.028.430	13,8%	1.068.620.377	14,6%	282.361.983	14,0%	393.038.246	14,9%	17,4%
Kolajen	903.050.933	11,9%	796.534.623	13,9%	773.849.166	10,6%	221.770.796	11,7%	188.929.892	7,2%	(8,4%)
Bağışıklık	284.752.170	3,7%	369.826.672	6,5%	402.505.276	5,5%	90.848.369	4,8%	142.749.485	5,4%	23,1%
Özel Takviyeler	347.180.701	4,6%	384.806.290	6,7%	398.820.545	5,4%	78.074.028	4,1%	112.571.330	4,3%	10,4%
Bitkisel Ekstreler	174.224.421	2,3%	160.581.226	2,8%	255.110.723	3,5%	71.899.200	3,8%	76.501.543	2,9%	19,4%
Kas İskelet Sistemi	264.744.971	3,5%	212.057.543	3,7%	247.215.442	3,4%	70.999.670	3,7%	102.746.014	3,9%	2,4%
Oem (*)	874.582.416	11,5%	298.583.115	5,2%	153.937.919	2,1%	34.149.355	1,8%	63.469.714	2,4%	(50,1%)
Saç Sağlığı	27.833.061	0,4%	40.399.967	0,7%	34.014.935	0,5%	6.273.274	0,3%	7.136.817	0,3%	10,5%
Probiyotik	8.126.394	0,1%	25.460.073	0,4%	24.800.190	0,3%	6.854.683	0,4%	4.058.805	0,2%	55,7%
Kozmetik	435.128.899	5,7%	52.751.428	0,9%	23.136.484	0,3%	9.977.046	0,5%	40.659.799	1,5%	(60,5%)
Medikal	1.108.247.676	14,5%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	(100,0%)
Toplam	7.617.840.663	100,0%	5.714.622.082	100,0%	7.331.467.605	100,0%	1.894.477.235	100,0%	2.631.799.185	100,0%	2,6%
Değişim			-25,0%		28,3%				38,9%		

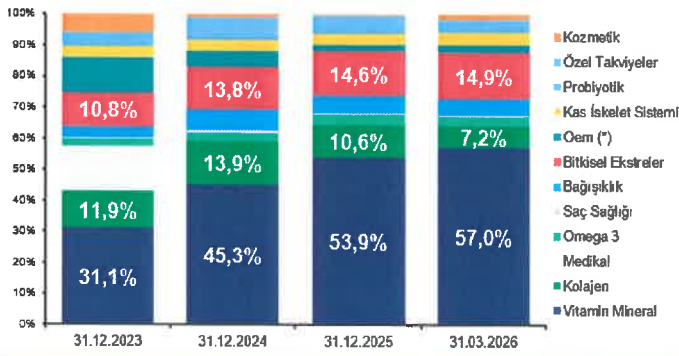
Kaynak: Şirket

(*) Nuvita, Nuvita tesislerinde Ürün Üretim İsteyen ve Üretim tesisi olmayan ya da üretim tesisleri yetersiz olan firmalardan Ürün geliştirme hizmeti veya Üretim ticari faaliyette bulunmak İsteyen firmalara fason üretim hizmeti vermekte olup söz konusu gelirler bu faaliyet kapsamında oluşmuştur.

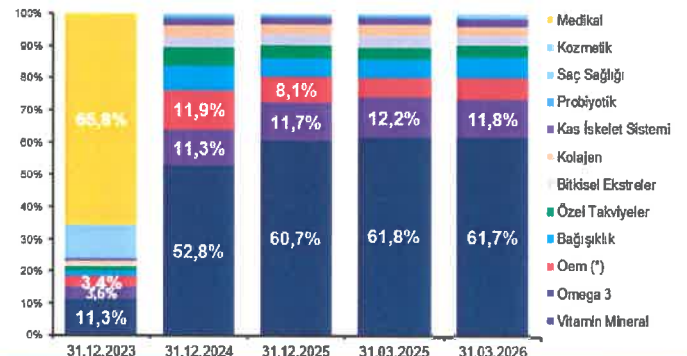
Not: Tablodaki tutarlar, TMS 29 etkisi dahil verilerdir.

Miktar, Kutu	31.12.2023		31.12.2024		31.12.2025		31.03.2025		31.03.2026		YBBO
	Tutar	Pay	Tutar	Pay	Tutar	Pay	Tutar	Pay	Tutar	Pay	
Vitamin Mineral	7.774.373	11,3%	10.326.412	52,8%	15.539.626	60,7%	3.942.954	61,8%	5.259.130	61,7%	41,0%
Omega 3	2.475.311	3,6%	2.219.790	11,3%	3.001.402	11,7%	780.819	12,2%	1.009.133	11,8%	12,6%
Oem (*)	2.378.643	3,4%	2.329.001	11,9%	2.086.658	8,1%	402.766	6,3%	574.349	6,7%	(2,3%)
Bağışıklık	1.324.799	1,9%	1.524.088	7,8%	1.469.796	5,7%	347.351	5,4%	538.256	6,3%	10,6%
Özel Takviyeler	715.766	1,0%	1.134.106	5,8%	1.007.173	3,9%	240.002	3,8%	303.537	3,6%	19,6%
Bitkisel Ekstreler	513.210	0,7%	572.830	2,9%	858.864	3,4%	234.157	3,7%	272.338	3,2%	28,2%
Kolajen	774.662	1,1%	728.000	3,7%	803.257	3,1%	217.860	3,4%	218.000	2,6%	1,6%
Kas İskelet Sistemi	466.344	0,7%	404.275	2,1%	556.468	2,2%	141.749	2,2%	214.166	2,5%	14,2%
Probiyotik	51.719	0,1%	141.106	0,7%	124.386	0,5%	36.250	0,6%	22.619	0,3%	40,3%
Saç Sağlığı	61.130	0,1%	92.032	0,5%	88.971	0,3%	20.256	0,3%	30.438	0,4%	24,0%
Kozmetik	7.019.540	10,2%	92.974	0,5%	75.048	0,3%	20.526	0,3%	82.416	1,0%	(62,6%)
Medikal	45.393.915	85,8%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	(100,0%)
Toplam	68.949.411	100,0%	19.564.614	100,0%	25.611.649	100,0%	6.384.689	100,0%	8.524.382	100,0%	(33,3%)
Değişim			-71,6%		30,9%				33,5%		

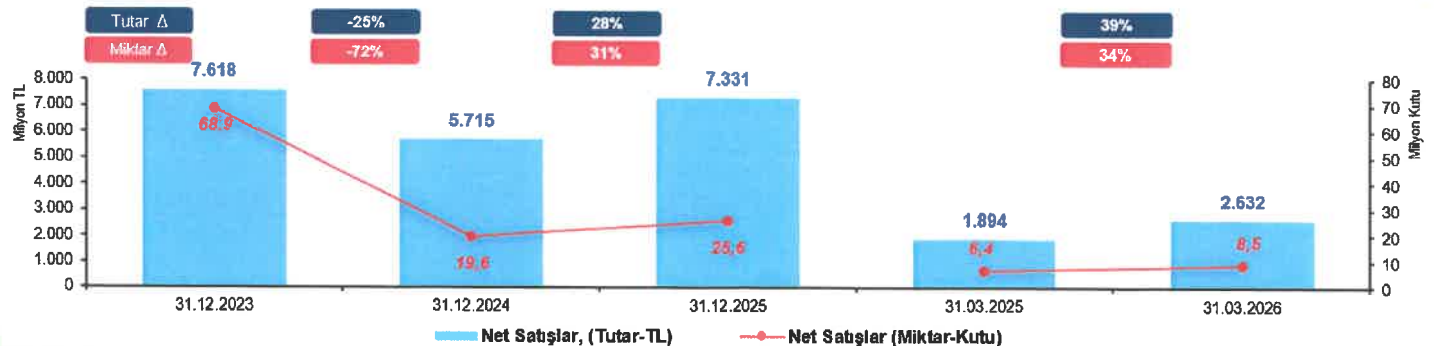
Tutar bazında Net Satışlar



Miktar bazında Net Satışlar



Miktar ve Tutar Bazında Net Satışlar



Satışlar

Şirket, finansal tablo dönemleri itibarıyla toplamda 52 ülkeye ihracat gerçekleştirmiştir.

Satışların coğrafi kırılımı. Şirket, 31.03.2026 dönemi itibarıyla yurt dışına gerçekleştirdiği tutar (TL) bazlı satışların %45,1'ini Rusya Federasyonu'na, %10,6'sını Irak'a, %6,1'ini ABD'ye gerçekleştirmiştir. Aynı dönemde miktar bazlı (kutu) satışlarının %35,2'sini Rusya Federasyonu'na, %13,8'ini Kazakistan'a, %8,1'ini Moldova Cumhuriyeti'ne gerçekleştirmiştir. Finansal tablo dönemleri itibarıyla tutar bazlı (TL) yurt içi satışlarının ortalama %39,1'ini Marmara Bölgesi'ne, %17,0'sini İç Anadolu Bölgesi'ne, %12,4'ünü de Ege Bölgesi'ne gerçekleştirmiştir

Yurt Dışı Satışların Ülke Bazlı Kırılımı (TL)											
Ülkeler (TL)	31.12.2023	Pay	Ülkeler (TL)	31.12.2024	Pay	Ülkeler (TL)	31.12.2025	Pay	Ülkeler (TL)	31.03.2026	Pay
Vietnam	37.575.053	22,1%	Rusya Federasyonu	190.693.482	53,5%	Rusya Federasyonu	239.186.668	45,4%	Rusya Federasyonu	58.092.088	45,1%
Moldova Cumhuriyeti	23.434.830	13,8%	Azerbaycan	20.763.322	5,8%	Kazakistan	52.224.088	9,9%	Irak	13.637.051	10,6%
ABD	18.370.740	10,8%	Kazakistan	19.018.354	5,3%	Moldova Cumhuriyeti	25.960.894	4,9%	ABD	7.885.452	6,1%
Güney Kıbrıs Rum Kesimi	17.228.385	10,2%	Suudi Arabistan	15.660.189	4,4%	Azerbaycan	22.627.571	4,3%	Suudi Arabistan	5.922.707	4,6%
Kazakistan	12.514.815	7,4%	Vietnam	14.612.260	4,1%	Özbekistan	21.004.947	4,0%	Almanya	4.995.086	3,9%
Azerbaycan	8.065.229	4,8%	ABD	13.735.672	3,9%	Irak	19.618.072	3,7%	Kazakistan	4.535.899	3,5%
Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti	7.811.525	4,6%	Moldova Cumhuriyeti	13.094.329	3,7%	Kırgızistan	17.372.307	3,3%	Moldova Cumhuriyeti	4.283.169	3,3%
Suudi Arabistan	6.946.148	4,1%	Özbekistan	12.634.865	3,5%	Fas	16.960.054	3,2%	Kırgızistan	4.102.069	3,2%
Kosova	6.773.878	4,0%	Güney Kıbrıs Rum Kesimi	9.027.588	2,5%	Vietnam	16.085.243	3,1%	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti	3.839.186	3,0%
Hollanda	5.492.757	3,2%	Kosova	7.428.986	2,1%	Suudi Arabistan	16.022.588	3,0%	Fas	3.582.048	2,8%
Diğer	25.437.036	15,0%	Diğer	39.893.948	11,2%	Diğer	80.332.996	15,2%	Diğer	18.023.742	14,0%
Toplam	169.650.396	100,0%	Toplam	356.560.995	100,0%	Toplam	527.295.404	100,0%	Toplam	128.898.495	100,0%

Yurt Dışı Satışların Ülke Bazlı Kırılımı (Miktar - Kutu)											
Ülkeler (Kutu, Miktar)	31.12.2023	Pay	Ülkeler (Kutu, Miktar)	31.12.2024	Pay	Ülkeler (Kutu, Miktar)	31.12.2025	Pay	Ülkeler (Kutu, Miktar)	31.03.2026	Pay
Vietnam	289.633	27,5%	Rusya Federasyonu	800.325	44,3%	Rusya Federasyonu	1.236.283	35,2%	Rusya Federasyonu	405.354	39,1%
Moldova	165.421	15,7%	Azerbaycan	161.327	8,9%	Kazakistan	484.050	13,8%	Irak	125.398	12,1%
Azerbaycan	135.506	12,9%	Kazakistan	161.112	8,9%	Moldova	283.422	8,1%	Kazakistan	69.650	6,7%
Kazakistan	104.582	9,9%	Suudi Arabistan	108.434	6,0%	Azerbaycan	214.351	6,1%	Moldova	61.275	5,9%
Güney Kıbrıs Rum Kesimi	72.781	6,9%	Vietnam	107.619	6,0%	Fas	186.554	5,3%	ABD	59.492	5,7%
ABD	65.991	6,3%	ABD	76.700	4,2%	Vietnam	182.827	5,2%	Kırgızistan	48.450	4,7%
Kosova	47.024	4,5%	Moldova Cumhuriyeti	63.933	3,5%	Irak	162.638	4,6%	Fas	43.981	4,2%
Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti	26.025	2,5%	Özbekistan	58.877	3,3%	Özbekistan	122.792	3,5%	Vietnam	29.052	2,8%
Sudan	19.969	1,9%	Güney Kıbrıs Rum Kesimi	39.168	2,2%	Kırgızistan	95.814	2,7%	Almanya	28.570	2,8%
Amavutluk	19.856	1,9%	Kosova	36.941	2,0%	Bahreyn	88.580	2,5%	Azerbaycan	27.099	2,6%
Diğer	105.698	10,0%	Diğer	189.524	10,5%	Diğer	450.660	12,8%	Diğer	137.818	13,3%
Toplam	1.052.486	100,0%	Toplam	1.804.960	100,0%	Toplam	3.507.971	100,0%	Toplam	1.036.139	100,0%

Kaynak: Şirket

Yurt İçi Satışların Coğrafi Bölgeler Bazında Kırılımı (TL)											
Coğrafi Bölgeler (TL)	31.12.2023	(%)	31.12.2024	(%)	31.12.2025	(%)	31.03.2026	(%)	31.03.2026	(%)	
Marmara Bölgesi	3.238.927.636	42,5%	2.330.011.924	40,8%	2.799.459.655	38,2%	730.529.931	38,6%	1.029.775.452	39,1%	
İç Anadolu Bölgesi	1.313.545.402	17,2%	944.935.112	16,5%	1.315.912.103	17,9%	343.392.403	18,1%	484.055.549	18,4%	
Ege Bölgesi	968.051.384	12,7%	696.394.462	12,2%	961.590.267	13,1%	250.930.736	13,2%	353.718.994	13,4%	
Akdeniz Bölgesi	911.963.957	12,0%	656.046.424	11,5%	817.056.087	11,1%	213.213.977	11,3%	300.552.394	11,4%	
Karadeniz Bölgesi	542.288.876	7,1%	390.110.459	6,8%	465.158.032	6,3%	121.384.805	6,4%	171.107.421	6,5%	
Doğu Anadolu Bölgesi	222.506.444	2,9%	160.066.147	2,8%	225.806.863	3,1%	58.925.183	3,1%	83.062.588	3,2%	
Güneydoğu Anadolu Bölgesi	250.906.566	3,3%	180.496.558	3,2%	219.189.192	3,0%	57.198.276	3,0%	80.628.292	3,1%	
Yurt Dışı	169.650.398	2,2%	356.560.996	6,2%	527.295.406	7,2%	118.901.923	6,3%	128.898.495	4,9%	
Toplam	7.617.840.663	100,0%	5.714.622.082	100,0%	7.331.467.605	100,0%	1.894.477.235	100,0%	2.631.799.185	100,0%	

Yurt İçi Satışların Coğrafi Bölgeler Bazında Kırılımı (Miktar - Kutu)											
Coğrafi Bölgeler (Kutu, Miktar)	31.12.2023	(%)	31.12.2024	(%)	31.12.2025	(%)	31.03.2026	(%)	31.03.2026	(%)	
Marmara Bölgesi	29.525.726	42,8%	7.306.904	37,3%	9.094.178	35,5%	2.428.881	38,0%	3.080.909	36,1%	
İç Anadolu Bölgesi	11.974.143	17,4%	3.434.678	17,6%	4.274.803	16,7%	1.141.718	17,9%	1.448.210	17,0%	
Ege Bölgesi	8.824.655	12,8%	2.509.859	12,8%	3.123.772	12,2%	834.300	13,1%	1.058.266	12,4%	
Akdeniz Bölgesi	8.313.368	12,1%	2.132.608	10,9%	2.654.246	10,4%	708.898	11,1%	899.200	10,5%	
Karadeniz Bölgesi	4.943.449	7,2%	1.214.115	6,2%	1.511.088	5,9%	403.583	6,3%	511.924	6,0%	
Doğu Anadolu Bölgesi	2.028.346	2,9%	589.381	3,0%	733.544	2,9%	195.916	3,1%	248.509	2,9%	
Güneydoğu Anadolu Bölgesi	2.287.238	3,3%	572.108	2,9%	712.047	2,8%	190.174	3,0%	241.226	2,8%	
Yurt Dışı	1.052.486	1,5%	1.804.960	9,2%	3.507.971	13,7%	481.220	7,5%	1.036.139	12,2%	
Toplam	68.949.411	100,0%	19.564.614	100,0%	25.611.649	100,0%	6.384.689	100,0%	8.524.382	100,0%	

Kaynak: Şirket

Satışlar

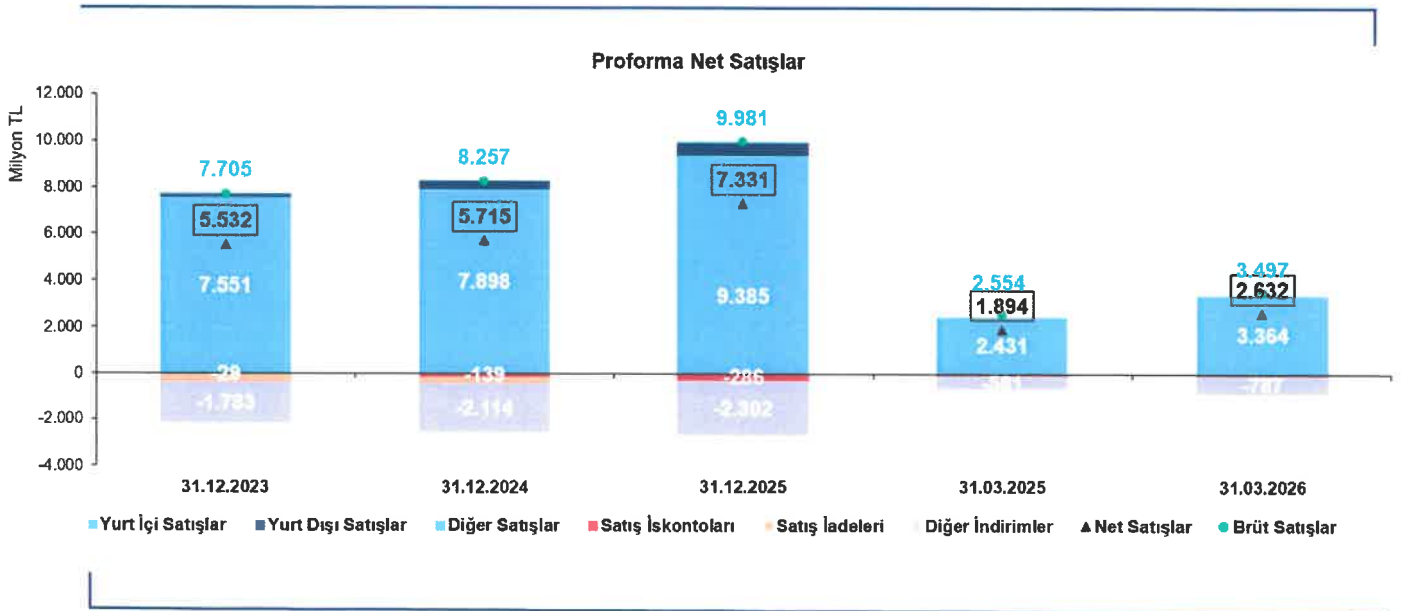
Finansal tablo dönemleri itibarıyla proforma finansal tablolara göre hazırlanan TMS 29 etkisi dahil Grup hasılatının yıllık bileşik büyüme oranı ~%18,3.

Proforma net satışlar. Grup yapısının sadeleştirilmesi amacıyla önceki dönemlerde konsolide edilmekte olan Nuvita ve Estetik Bakım haricindeki tüm bağlı ortaklıkların devri 2023 yılının Kasım ve Aralık aylarında gerçekleşmiştir. 31.03.2026 Bağımsız Denetim Raporu bu minvalde hazırlanmış olup devri gerçekleşen şirketlerin satış tutarlarını içermemektedir. Finansal tabloların kıyaslanabilirliği açısından, PKF Aday Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından finansal tablo dönemleri itibarıyla devri yapılan şirketlerin verileri elimine edilerek proforma finansal tablolar hazırlanmıştır. Bahsi geçen bağlı ortaklıkların devirleri 2023 yılı içerisinde gerçekleşmesinden ötürü 2024 ve 2025 verileri bağımsız denetim raporundaki veriler ile farklılık göstermektedir. Bu bağlamda, hazırlanan proforma finansal tablolara göre Grup'un net satışları, 31.12.2024'te TMS 29 etkisi dahil yıllık %3,3 reel artışla 5 milyar TL'ye, 31.12.2025'te yıllık %28,3 reel artışla 6,7 milyar TL'ye yükselmiştir. 31.03.2026 döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %38,9 artışla 2,6 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

	Proforma Net Satışlar, TL					
	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026	YBBO
Yurt İçi Satışlar	7.550.699.919	7.897.853.113	9.384.993.391	2.431.406.608	3.364.037.690	14,9%
Yurt Dışı Satışlar	140.981.035	356.560.996	527.295.406	118.901.923	128.898.495	81,2%
Diğer Satışlar	13.143.889	2.690.847	68.949.915	4.060.101	3.996.765	108,8%
Brüt Satışlar	7.704.824.843	8.257.104.956	9.981.238.712	2.554.368.632	3.496.932.950	16,8%
Satış İskontoları	(360.555.648)	(289.702.177)	(61.838.924)	(11.664.272)	(11.273.907)	(54,5%)
Brüt Satışlara Oranı	4,7%	3,5%	0,6%	0,5%	0,3%	
Diğer İndirimler	(1.783.321.610)	(2.114.111.954)	(2.301.555.402)	(581.068.140)	(786.613.402)	16,3%
Brüt Satışlara Oranı	23,1%	25,6%	23,1%	22,7%	22,5%	
Satış İskontoları	(29.244.737)	(138.668.743)	(286.376.781)	(67.158.985)	(67.246.456)	175,7%
Brüt Satışlara Oranı	0,4%	1,7%	2,9%	2,6%	1,9%	
Net Satışlar	5.531.702.848	5.714.622.082	7.331.467.605	1.894.477.235	2.631.799.185	18,3%
Değişim		3,3%	28,3%		38,9%	

Kaynak: Şirket, Proforma Finansal Tablolar, Bağımsız Denetim Raporu

Not: Tablodaki tutarlar, TMS 29 etkisi dahil verilerdir.



Finansal Analiz**Mali tablolara TMS 29 uygulanmıştır****2026/03'te toplam aktifler yaklaşık 9,8 milyar TL****2026/03'te aktif toplamın %86'sı dönen varlıklardan oluşmakta**

TMS 29. 30.03.2026 tarihli finansal tablolar hazırlanırken TMS 29'a göre enflasyon düzeltmesi yapılmıştır. Bilanço tarihi itibarıyla cari satın alma gücü ile gösterilenler dışındaki tüm kalemler ilgili tüketici fiyat endeksi katsayıları kullanılarak endekslenmiştir. Önceki yıllara ait tutarlar da yine aynı şekilde endekslenmiştir. Önceki raporlama dönemlerine ait finansal tablolar paranın en son bilanço tarihindeki cari satın alma gücü esas alınarak düzeltilmiştir. Cari dönem düzeltme katsayısı önceki dönem finansal tablolarına uygulanmıştır. Parasal aktif ve pasif kalemler, bilanço tarihinde cari satın alma gücü ile ifade edildiklerinden endekslemeye tabi tutulmamışlardır. Parasal kalemler nakit para ve nakit olarak alınacak veya ödenecek kalemlerdir. Parasal olmayan aktif ve pasifler satın alma veya ilk kayda alınma tarihinden bilanço tarihine kadar olan süre içerisinde genel fiyat endeksinde meydana gelen değişikliklerin alım maliyetlerine ve birikmiş amortisman tutarlarına yansıtılması suretiyle yeniden ifade edilmiştir. Böylece maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, kullanım hakkı varlıkları ve benzeri aktifler piyasa değerlerini geçmeyecek şekilde alım değerleri üzerinden endekslenmiştir. Amortismanlar da benzeri şekilde yeniden düzeltilmişlerdir. Özkaynakların içerisinde yer alan tutarlar, bu tutarların şirkete katıldığı veya şirket içerisinde olduğu dönemlerdeki tüketici fiyat endekslerinin uygulanması neticesinde yeniden düzeltilmiştir. Finansal durum tablosundaki parasal olmayan kalemlerin kar veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosuna etkisi olanlar dışında kar veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosunda yer alan tüm kalemler, gelir ve gider hesaplarının finansal tablolara ilk olarak yansıtıldıkları dönemler üzerinden hesaplanan katsayılar ile endekslenmişlerdir.

Genel görünüm. Grup'un aktifleri, 2023 yıl sonunda 5,2 milyar TL iken 2024 yıl sonu itibarıyla temel olarak diğer alacaklar, stoklar ve finansal yatırımlardaki artışa bağlı olarak 2023 yıl sonuna göre %5,7 artışla 5,5 milyar TL'ye yükselmiş olup 2025 yıl sonu itibarıyla da temel olarak ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar ve peşin ödenmiş giderlerdeki artışa bağlı olarak 2024 yıl sonuna göre %59,7 artışla 8,8 milyar TL'ye yükselmiştir. Grup'un aktifleri, 31.03.2026 tarihi itibarıyla da temel olarak nakit ve nakit benzerleri ve ticari alacaklardaki artışa bağlı olarak 2025 yıl sonuna göre %11,6 artışla 9,8 milyar TL'ye yükselmiştir. Dönen varlıklar aktif toplamının, 2023, 2024 ve 2025 yıl sonları ile 31.03.2026 tarihi itibarıyla sırasıyla %82,4, %83,3, %86,8 ve %86,4'ünü oluşturmuş olup duran varlıklar ise aktif toplamının, 2023, 2024 ve 2025 yıl sonları ile 31.03.2026 tarihi itibarıyla sırasıyla %17,6, %16,7, %13,2 ve %13,6'sını oluşturmuştur.

Nakit ve benzerleri. Grup'un nakit ve nakit benzerleri; kasa hesabı, vadeli ve vadesiz mevduatlar ve diğer hazır değerlerden oluşmaktadır. Grup'un nakit ve nakit benzerleri 2023, 2024 ve 2025 yıl sonları ile 31.03.2026 tarihi itibarıyla sırasıyla 103,2 milyon TL, 253,0 milyon TL, 298,6 milyon TL ve 963,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Grup'un nakit ve nakit benzerleri tutarları 2024 yıl sonunda 2023 yıl sonuna göre hammadde alımlarında daha uzun vadeli çalışılmaya başlanması ve iş hacmindeki artış kapsamında %145,2 artışla 253,0 milyon TL'ye yükselmiş olup 2025 yıl sonu itibarıyla da maliyet avantajı sağlaması açısından bazı hammaddelerin peşin ve ön ödemeli alınması kapsamında artış göstererek 2024 yıl sonuna göre %18,0 artışla 298,6 milyon TL'ye yükselmiştir. Grup'un nakit ve nakit benzerleri, 31.03.2026 tarihi itibarıyla ise iş hacmindeki artış ile birlikte kullanılan krediler kapsamında oluşan nakit girişleri çerçevesinde 2025 yıl sonuna göre %222,5 artışla 963,1 milyon TL'ye yükselmiştir.

Finansal yatırımlar. Grup, hazır değerlerin bir kısmını finansal yatırımlar kalemi altında raporlanan borsa para piyasası fonlarında değerlendirmektedir. 2024 ve 2025 yıl sonu ile 31.03.2026 tarihi itibarıyla Grup'un uzun vadeli finansal yatırımları; Grup'un portföyündeki yatırım fonlarını içermektedir. 2023 yıl sonuna sınıflandırılan, Orzax INC., Orzax GmbH ve Orzax LTD., Şirket'in sırasıyla ABD, Almanya ve İngiltere'de sahibi olduğu ve ilgili tarih itibarıyla finansal tablolarda konsolide edilmeyen bağlı ortaklıklarını içermektedir.

Finansal Analiz

Diğer dönen varlıklar hesabı Devreden KDV, İş avansları, Mahsup edilmesi gereken KDV, Personele verilen avanslar ve Diğer kalemlerinden oluşmaktadır

2023 yılında Şirket yapısının sadeleştirilmesi amacıyla Nuvita Estetik ve Bakım haricindeki tüm bağlı ortaklıkların devredilmesi sebebiyle maddi duran varlıklarda düşüş yaşanmıştır

Şirket'in gayrimenkul kira sözleşmelerinden doğan yükümlülükleri TFRS16 kapsamında kullanım hakkı varlıkları altında sınıflandırılmaktadır

Diğer dönen varlıklar. Grup'un 2023 yıl sonunda 68,5 milyon TL olan diğer dönen varlıkları, 2024 yıl sonunda 2023 yıl sonuna göre %152,3 artışla 172,8 milyon TL'ye, 2025 yıl sonunda 2024 yıl sonuna göre %25,4 artışla 216,7 milyon TL'ye, 31.03.2026 tarihi itibarıyla da 2025 yıl sonuna göre %48,7 artışla 322,2 milyon TL'ye yükselmiştir. Diğer dönen varlıkların önemli bir kısmı devreden KDV kaleminden oluşmaktadır. Devreden KDV, belli dönemlerde nakit ya da ödenecek vergilerden mahsup yoluyla iade olarak talep edilmekte olup iade talep edilip süreç tamamlanana kadar "diğer dönen varlıklar" kalemi içerisinde takip edilmektedir.

Maddi duran varlıklar. Grup'un 2023 yıl sonunda 598,4 milyon TL olan maddi duran varlıkları, 2024 yıl sonu itibarıyla 2023 yıl sonuna göre %4,5 düşüşle 571,2 milyon TL'ye gerilemiş olup 2025 yıl sonu itibarıyla ise yapılan alımlar çerçevesinde 2024 yıl sonuna göre %26,0 artışla 719,7 milyon TL'ye yükselmiştir. Grup'un maddi duran varlıkları, 31.03.2026 tarihi itibarıyla da 2025 yıl sonuna göre %0,8 oranında sınırlı artışla 725,6 milyon TL'ye yükselmiştir.

Maddi olmayan duran varlıklar. Grup'un maddi olmayan duran varlıkları, 2023 yıl sonunda 19,7 milyon TL iken, 2024 yıl sonu itibarıyla 2023 yıl sonuna göre %509,1 artışla 119,9 milyon TL'ye, 2025 yıl sonunda 2024 yıl sonuna göre %73,4 artışla 207,9 milyon TL'ye, 31.03.2026 tarihi itibarıyla da 2025 yıl sonuna göre %5,5 artışla 219,3 milyon TL'ye yükselmiştir. Grup'un maddi olmayan duran varlıkları, AR-GE teşvikleri kapsamında yapılan yatırım harcamalarının aktifleştirilmesi kapsamında artış göstermiştir.

Kullanım hakkı varlıkları. Kullanım hakkı varlıkları, TFRS-16 Kiralamalar Standardı kapsamında muhasebeleştirilen kiralama sözleşmelerinden oluşmaktadır. Grup'un 2023 yıl sonunda 268,9 milyon TL olan kullanım hakkı varlıkları, 2024 yıl sonunda 2023 yıl sonuna göre %19,7 düşüşle 216,1 milyon TL'ye gerilemiş olup 2025 yıl sonunda da 2024 yıl sonuna göre %3,5 oranında sınırlı düşüşle 208,4 milyon TL'ye gerilemiştir. Grup'un kullanım hakkı varlıkları, 31.03.2026 tarihi itibarıyla ise 2025 yıl sonuna göre %79,7 artışla 374,5 milyon TL'ye yükselmiştir.

Kısa ve uzun vadeli borçlanmalar. Grup'un kısa ve uzun vadeli finansal borçlanmaları, 2023, 2024 ve 2025 yıl sonları ile 31.03.2026 tarihi itibarıyla sırasıyla, 1,6 milyar TL (1.594.315.495 TL), 1,6 milyar TL (1.615.465.496 TL), 3,3 milyar TL ve 4,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Grup'un kısa ve uzun vadeli finansal borçlanmaları, 2024 yıl sonunda 2023 yıl sonuna göre %1,3, 2025 yıl sonunda 2024 yıl sonuna göre %102,6 artış göstermiş olup 31.03.2026 tarihi itibarıyla da 2025 yıl sonuna göre %33,9 artış göstermiştir. Finansal borçların kısa ve uzun vadeli yükümlülükler içerisindeki payı, 2023, 2024 ve 2025 yıl sonları ile 31.03.2026 tarihi itibarıyla sırasıyla %50,8, %59,7, %66,0 ve %67,4 olarak gerçekleşmiş olup söz konusu finansal borçlar, işletme sermayesi ihtiyacını finanse etmek amacıyla kullanılmaktadır.

Finansal Analiz

Şirket'in ilişkili taraflardan ticari borçları 2024 yıl sonu itibarıyla Gummy Worlds Sağlık'tan satış amaçlı alınan ürünler ve Alyors'tan alınan araç kiralama hizmeti ve Palmiye İlaç'a dairdir

Şirket'in ilişkili taraflardan kısa vadeli diğer borçları finansman amaçlıdır

Kısa vadeli karşılıklar hesabı şirketin mal fazlası karşılıkları ve ciro primi karşılıklarından oluşmaktadır

Ticari borçlar. Grup'un 2023 yıl sonunda 526,1 milyon TL olan ticari borçları, 2024 yıl sonu itibarıyla 2023 yıl sonuna göre %16,1 artışla 611,0 milyon TL'ye, 2025 yıl sonu itibarıyla 2024 yıl sonuna göre %28,4 artışla 784,6 milyon TL'ye yükselmiş olup 31.03.2026 tarihi itibarıyla da 2025 yıl sonuna göre %17,8 artışla 924,2 milyon TL'ye yükselmiştir. Gummy Worlds Sağlık, şeker/sakız formunda vitamin üretimi faaliyeti ile iştigal etmekte olup 2024 yıl sonu itibarıyla 4,1 milyon TL, 2025 yıl sonu itibarıyla 62,0 milyon TL, 31.03.2026 tarihi itibarıyla da 76,9 milyon TL'lik ticari borç bakiyesi, Orzaks'ın Gummy Worlds Sağlık'tan satış amaçlı olarak almış olduğu söz konusu ürünlere ilişkindir. Bununla birlikte Şirket, Alyors'tan araç kiralama hizmeti almakta olup 2024 yıl sonu itibarıyla 7,2 milyon TL'lik ve 31.03.2026 tarihi itibarıyla 31,2 milyon TL'lik ticari borç bakiyesi, söz konusu araç kiralama hizmeti kapsamında oluşmuştur. Palmiye İlaç'a olan 2024 yıl sonunda 60,6 milyon TL'lik borç bakiyesi ve ise ilgili şirketten satış amaçlı olarak alınmış olan takviye edici gıda ürünlerine ilişkindir.

Diğer borçlar. Grup'un 2023 yıl sonunda 216,0 milyon TL olan kısa vadeli diğer borçları, 2024 yıl sonu itibarıyla yapılan KDV ödemelerine bağlı olarak 2023 yıl sonuna göre %94,8 düşüşle 11,3 milyon TL'ye gerilemiş olup 2025 yıl sonu itibarıyla ise 2024 yıl sonuna göre %317,4 artışla 47,0 milyon TL'ye yükselmiştir. Grup'un kısa vadeli diğer borçları, 31.03.2026 tarihi itibarıyla da 2025 yıl sonuna göre %56,7 düşüşle 20,4 milyon TL'ye gerilemiştir.

Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar. Grup'un 2023 yıl sonunda çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçları 86,0 milyon TL iken, 2024 yıl sonunda 2023 yıl sonuna göre %23,6 artışla 106,3 milyon TL'ye, 2025 yıl sonunda 2024 yıl sonuna göre %30,6 artışla 138,8 milyon TL'ye yükselmiş olup 31.03.2026 tarihi itibarıyla da 2025 yıl sonuna göre %106,3 artışla 286,4 milyon TL'ye yükselmiştir. Söz konusu artış, personel sayısı ve personel ücretlerindeki artış kapsamında görülmüştür.

Ertelenmiş gelirler. Grup'un 2023 yıl sonunda ertelenmiş gelirleri 16,4 milyon TL olup 2024 yıl sonu itibarıyla 2023 yıl sonuna göre %58,8 artışla 26,1 milyon TL'ye, 2025 yıl sonu itibarıyla da 2024 yıl sonuna göre %146,0 artışla 64,1 milyon TL'ye yükselmiş olup 31.03.2026 tarihi itibarıyla ise 2025 yıl sonuna göre %39,5 düşüşle 38,8 milyon TL'ye gerilemiştir. Ertelenmiş gelirlerin önemli bir kısmı, alınan sipariş avanslarından oluşmaktadır.

Kısa vadeli karşılıklar. Grup'un kısa vadeli karşılıkları, 2023 yıl sonunda 343,1 milyon TL olup 2024 yıl sonunda 2023 yıl sonuna göre %16,3 düşüşle 287,2 milyon TL'ye gerilemiş olup söz konusu düşüş, mal fazlası karşılığındaki gerilemeye bağlı olarak görülmüştür. Grup'un kısa vadeli karşılıkları, 2025 yıl sonunda 2024 yıl sonuna göre %4,2 artışla 299,3 milyon TL'ye yükselmiş olup 31.03.2026 tarihi itibarıyla ise ciro primi karşılığındaki gerilemeye bağlı olarak 2025 yıl sonuna göre %20,1 düşüşle 239,1 milyon TL'ye gerilemiştir. Grup'un satış politikası kapsamında; sektörde pazar payını artırmak ve müşteri aidiyetini sağlamak amacıyla; ecza depoları tarafından eczanelere satışı gerçekleştirilen Grup ürünlerinin belli oranda kısmı (ortalama %40), eczanelere bedelsiz olarak teslim edilmesi için Grup tarafından ecza depolarına gönderilmektedir. Ecza depolarının eczanelere bedelsiz olarak gönderdiği bu ürünlere ilişkin ilgili ecza depoları tarafından Grup'a bir sonraki ayın sonuna kadar "mal fazlası faturası" kesilmektedir. Her ay sonu itibarıyla bir sonraki ayın sonuna kadar Grup'a kesilecek "mal fazlası faturaları" için "mal fazlası karşılığı" ayrılmakta olup söz konusu faturalar kesilince ayrılan karşılık kapatılmaktadır. 31.03.2026 tarihi itibarıyla görülen 148,3 milyon TL'lik "mal fazlası karşılığı" kalemi, 2026 yılının Mart ayına ilişkin henüz kesilmeyen "mal fazlası faturaları" kapsamında ayrılan karşılıklardır. Bununla birlikte Grup, ecza depolarına belirli bir tutar üzerinde satış yapmaları koşuluyla "prim" vermekte olup bu primlere ilişkin de "prim karşılığı" ayrılmaktadır.

Uzun vadeli karşılıklar. Grup'un 2023 yıl sonunda çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıkları, 11,2 milyon TL iken, 2024 yıl sonunda 2023 yıl sonuna göre %227,7 artışla 36,6 milyon TL'ye, 2025 yıl sonunda 2024 yıl sonuna göre %4,8 artışla 38,4 milyon TL'ye yükselmiş olup 31.03.2026 tarihi itibarıyla da 2025 yıl sonuna göre %69,8 artışla 65,2 milyon TL'ye yükselmiştir. Artan personel sayısı ve ücretler sebebiyle kıdem tazminatı karşılıklarında da artış gözlemlenmiştir.

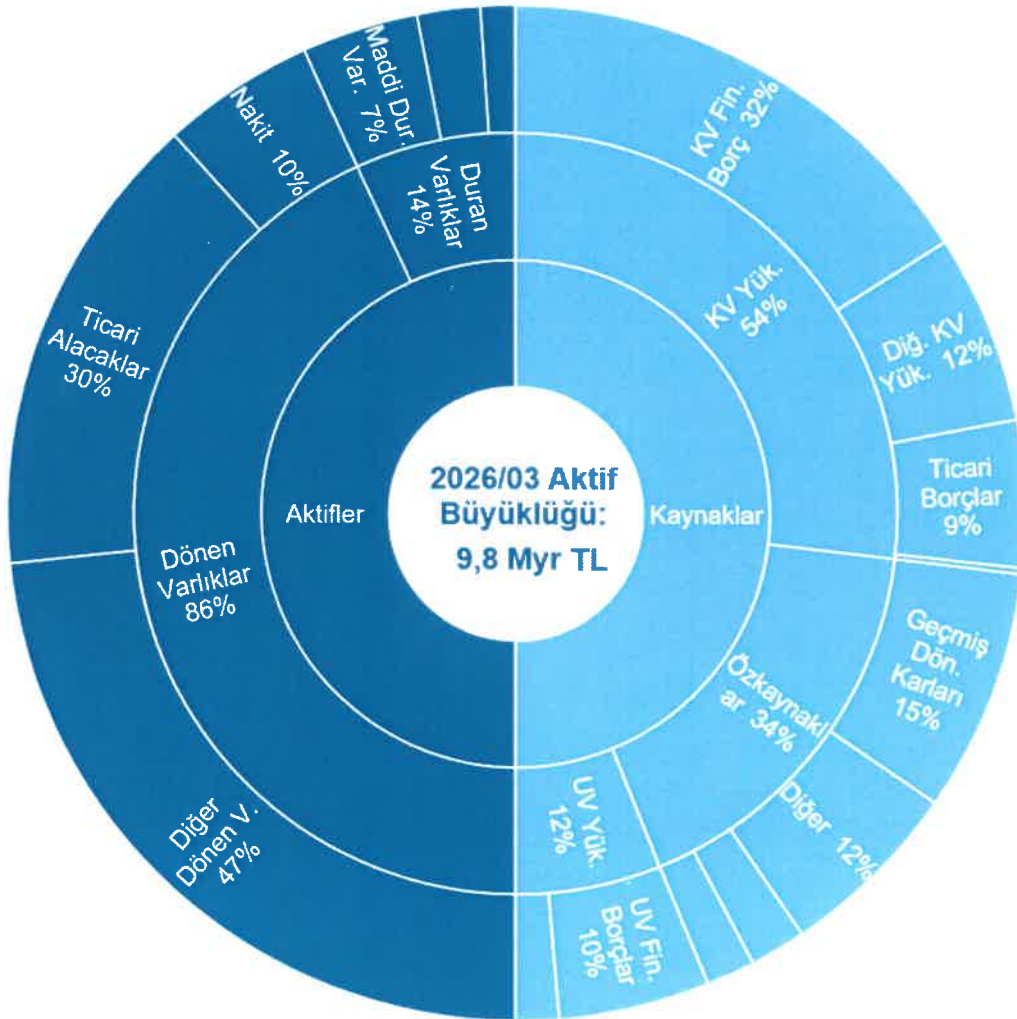
Finansal Analiz

Ertelenmiş vergi varlığı ve yükümlülükleri TMS finansallar ile VUK finansallar arasında oluşan ve zamanlama farklılıklarından kaynaklanan farkların muhasebeleşmesinden kaynaklanmaktadır

Grubun özkaynakları 2026/03 itibarıyla 3,3 milyar TL'ye yükselmiştir

Ertelenmiş vergi varlıkları/yükümlülükleri. Grup'un 2023 yıl sonunda 31,9 milyon TL tutarında net ertelenmiş vergi varlığı bulunmakta iken 2024 yıl sonunda 2,3 milyon TL, 2025 yıl sonunda 172,9 milyon TL, 31.03.2026 tarihi itibarıyla da 209,4 milyon TL net ertelenmiş vergi yükümlülüğü oluşmuştur. Grup, vergiye esas yasal finansal tabloları ile TMS'ye göre hazırlanmış finansal tabloları arasındaki farklılıklardan kaynaklanan geçici zamanlama farkları için ertelenmiş vergi varlığı ve yükümlülüğü muhasebeleşmektedir. Söz konusu farklılıklar, genellikle bazı gelir ve gider kalemlerinin vergiye esas finansal tablolar ile TMS'ye göre hazırlanan finansal tablolarda farklı dönemlerde yer almasından kaynaklanmakta olup söz konusu farklar aşağıda belirtilmektedir. 2026 yılı itibarıyla ertelenmiş vergi aktifleri ve pasiflerinin hesaplanmasında kullanılan vergi oranı %25'tir (2025 yılı: %25, 2024 yılı: %25, 2023 yılı: %25).

Özkaynaklar. Grup'un 2023 yıl sonunda 2,1 milyar TL olan özkaynakları, 2024 yıl sonu itibarıyla 2023 yıl sonuna göre %34,7 artışla 2,8 milyar TL'ye, 2025 yıl sonu itibarıyla da 2024 yıl sonuna göre %37,2 artışla 3,9 milyar TL'ye yükselmiş olup özkaynaklar kaleminde görülen artış, dönemler itibarıyla oluşan net dönem karlarına bağlı olarak görülmüştür. Grup'un özkaynakları, 31.03.2026 tarihi itibarıyla ise 2025 yıl sonuna göre %13,6 düşüşle 3,3 milyar TL'ye gerilemiştir. Grup'un özkaynaklarının toplam kaynaklar içerisindeki payı, 2023, 2024 ve 2025 yıl sonları ile 31.03.2026 tarihi itibarıyla sırasıyla %40,0, %51,0, %43,8 ve %33,9 olarak gerçekleşmiştir.



Bilanço				
31 Mart, TL Orzax	2023 Gerçekleşmiş ÖBDR	2024 Gerçekleşmiş ÖBDR	2025 Gerçekleşmiş ÖBDR	2026/03 Gerçekleşmiş ÖBDR
Aktifler	5.226.477.000	5.522.995.778	8.819.958.159	9.842.727.535
Nakit ve Benzerleri	103.188.667	253.025.170	298.642.426	963.137.291
Finansal Yatırım	143.293.416	377.717.372	25.317.160	44.559.287
Ticari Alacaklar	2.404.418.767	1.504.937.306	2.455.385.033	2.934.280.484
Diğer Alacaklar	571.088.942	1.181.540.080	2.464.669.430	1.585.275.646
Stoklar	806.943.355	988.436.976	1.345.698.447	1.574.385.266
Peşin Ödenmiş Gid.	206.945.465	120.800.769	852.233.577	1.078.884.159
Cari Dön. Verg. Var.				
Diğ. Dön. Var.	68.517.466	172.845.093	216.722.817	322.242.969
Sat. Amaç. Sınıf. Var.				
Dönen Varlıklar	4.304.396.078	4.599.302.766	7.658.668.890	8.502.765.102
Ticari Alacaklar				
Diğer Alacaklar	589.163	2.378.425	3.656.643	3.973.489
Finansal Yatırım	1.522.219	777.341	3.478.118	3.478.118
Kullanım Hakkı Var.	268.920.647	216.071.998	208.407.803	374.453.333
Maddi Duran Varlıklar	598.420.634	571.197.656	719.706.359	725.629.918
Ertelenmiş Vergi Varlığı	31.903.252	-	-	-
Maddi Olmayan Duran Var.	19.685.214	119.903.139	207.863.376	219.263.645
Diğer Duran Varlıklar				
Peşin Ödenmiş Gid.	1.039.793	13.364.453	18.176.970	13.163.930
Duran Varlıklar	922.080.922	923.693.012	1.161.289.269	1.339.962.433
Özkaynak ve Yükümlülükler	5.226.477.000	5.522.995.778	8.819.958.159	9.842.727.535
Kısa Vad. Borç.	397.041.371	8.366.198	2.158.954.262	3.143.777.499
Diğer Finansal Yükümlükler	1.213.979	-	2.242.853	963.584
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	817.827.992	1.428.603.656	630.319.171	294.755.612
Ticari Borçlar	526.084.191	610.954.327	784.569.319	924.159.358
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	85.974.476	106.288.195	138.799.806	286.375.237
Diğer Borçlar	216.019.854	11.263.224	47.011.005	20.363.282
Sözleşme Yük.				
Dönem Karı Ver. Yük.	337.915.246	11.204.414	134.293.090	150.275.863
Ertelenmiş Gelirler	16.419.687	26.068.355	64.121.180	38.824.814
Kısa Vad. Karş.	343.145.469	287.245.090	299.298.872	239.149.778
Diğer Kısa Vad. Yük.	1.696.038	-	3.694.150	188.177.099
Kısa Vad. Yükümlülükler	2.743.338.303	2.489.993.459	4.263.303.708	5.286.822.126
Uzun Vad. Borç.	378.232.153	178.495.642	482.046.167	945.174.192
Diğer Borçlar	3.821.403	-	-	-
Kullanım Hakkı Yük.				
Ertelenmiş Gelirler				
Uzun Vadeli Karşılıklar	11.180.506	36.639.362	38.392.392	65.204.640
Ertelenmiş Vergi Yük.	-	2.290.535	172.858.956	209.372.924
Uzun Vad. Yükümlülükler	393.234.062	217.425.539	693.297.515	1.219.751.756
Sermaye	307.000.000	307.000.000	307.000.000	307.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	530.585.675	530.585.675	530.585.675	530.585.675
Paylara İlişkin Primler	753.264.436	753.264.436	602.611.549	451.958.661
Kardan Ayrı. Kısıt. Yed.	19.238.208	19.238.208	19.238.208	167.025.555
Diğ. Kap. Gel.	7.022.483	3.152.526	(1.711.404)	(1.711.404)
Yabancı Para Çevirim Farkları	-	3.217.776	3.060.833	9.343.628
Geçmiş Yıl Karları	(493.613.824)	473.864.563	1.349.771.045	1.523.415.669
Net Kar	966.407.657	725.253.596	1.052.801.030	348.535.869
Ana Ortak. Özkaynakları	2.089.904.635	2.815.576.780	3.863.356.936	3.336.153.653

Finansal Analiz

2024 döneminde 2023'ün aynı dönemine kıyasla satışlarda gerçekleşen %25'lik azalmanın sebebi Grubun yapısında gerçekleştirilen sadeleşme sürecidir.

2023, 2024, 2025 ve 2026/03-4Ç yıllarında brüt kar marjı sırasıyla %46,9, %64,9, %64,8 ve %64,8 olarak gerçekleşmiştir

2023'te brüt kar marjının düşük kalması 2023 sonunda satılan bağlı ortaklıklar kaynaklı olup Şirket'in gerçek brüt kar marjı proforma mali tablolar ve 2024-2026/03 verilerinde görülmektedir

2026/03-4Ç döneminde net dönem karı 1.261,2 milyon TL olup %15,6 kar marjına işaret etmektedir

Net satışlar. Grup'un hasılatı, 2023 yılında 7,6 milyar TL olarak gerçekleşmiş olup halka arz planının gündeme alınması ile birlikte Grup yapısının sadeleştirilmesi amacıyla 2023 yılının Kasım ve Aralık aylarında Şirket'in bağlı ortaklıkları olan Palmiye İlaç, NBT İlaç, Damla Sağlık, İyon Sağlık, The Mossi Sağlık, Biocell İlaç ve Gummy Worlds Sağlık, Alyors'a devredilerek konsolide edilen şirketler arasından çıkarılmış, bu kapsamda Grup'un hasılatı 2024 yılında söz konusu bağlı ortaklık devirlerine bağlı olarak 2023 yılına göre %25,0 düşüşle 5,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Grup'un hasılatı, 2025 yılında artan iş hacmine bağlı olarak 2024 yılına göre %28,3 artışla 7,3 milyar TL olarak gerçekleşmiş olup 2026 yılının ilk çeyreğinde de 2025 yılının ilk çeyreğine göre %38,9 artışla 2,6 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Brüt kar marjı. 2023 yılında 4,0 milyar TL olan satışların maliyeti, 2024 yılında bağlı ortaklıkların devri çerçevesinde satışlardaki düşüşle paralel olarak 2023 yılına göre %50,5 düşüşle 2,0 milyar TL'ye gerilemiş olup 2025 yılında ise satışlardaki artışa paralel olarak 2024 yılına göre %28,9 artışla 2,6 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Grup'un satışların maliyeti, 2026 yılının ilk çeyreğinde de 2025 yılının ilk çeyreğine göre %38,5 artışla 930,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu kapsamda Grup'un brüt karı, 2023 yılında 3,6 milyar TL iken, 2024 yılında 2023 yılına göre %3,9 artışla 3,7 milyar TL'ye yükselmiş olup 2025 yılında da 2024 yılına göre %28,0 artışla 4,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Grup'un brüt karı, 2026 yılının ilk çeyreğinde de 2025 yılının ilk çeyreğine göre %39,1 artışla 1,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Grup'un brüt kar marjı; 2023, 2024 ve 2025 yılları ile 2025 ve 2026 yıllarının ilk çeyrekleri itibarıyla sırasıyla, %46,9, %64,9, %64,8, %64,5 ve %64,6 olarak gerçekleşmiştir.

Genel yönetim giderleri. 2023 yılında 339,1 milyon TL olan genel yönetim giderleri, 2024 yılında personel giderleri ve ulaşım giderlerindeki gerilemeye bağlı olarak 2023 yılına göre %38,5 düşüşle 208,7 milyon TL'ye gerilemiş olup 2025 yılında ise personel giderlerindeki artışa bağlı olarak 2024 yılına göre %104,0 artışla 425,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Grup'un genel yönetim giderleri, 2026 yılının ilk çeyreğinde de personel giderlerindeki artışa bağlı olarak 2025 yılının ilk çeyreğine göre %195,2 artışla 185,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Pazarlama giderleri. 2023 yılında 1,1 milyar TL olan pazarlama giderleri, 2024 yılında personel ve kira giderleri, temsil ve ağırlama giderleri ile fuar giderlerindeki artışa bağlı olarak 2023 yılına göre %41,4 artışla 1,5 milyar TL'ye yükselmiş olup 2025 yılında da temel olarak personel giderlerindeki artışa bağlı olarak 2024 yılına göre %30,4 artışla 2,0 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Grup'un pazarlama giderleri, 2026 yılının ilk çeyreğinde de personel giderlerindeki artışa bağlı olarak 2025 yılının ilk çeyreğine göre %36,8 artışla 752,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Esas faaliyetlerden diğer gelirler/ giderler. Grup'un esas faaliyetlerinden diğer gelirleri, 2023 yılında 70,5 milyon TL iken, 2024 yılında vade farkı gelirleri, teşvik gelirleri ve diğer gelirlerdeki artış kapsamında 2023 yılına göre %81,8 artışla 128,2 milyon TL'ye yükselmiş olup 2025 yılında da kur farkı gelirleri, teşvik gelirleri ve yansıtma gelirlerindeki artışa bağlı olarak bir önceki yılın aynı dönemine göre %92,4 artışla 246,7 milyon TL'ye yükselmiştir. Grup'un esas faaliyetlerinden diğer gelirleri, 2026 yılının ilk çeyreğinde de kur farkı gelirleri ve teşvik gelirlerindeki artışa bağlı olarak 2025 yılının ilk çeyreğine göre %61,2 artışla 87,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Grup'un esas faaliyetlerinden diğer giderleri, 2023 yılında 179,3 milyon TL iken 2024 yılında kur farkı giderlerindeki düşüş kapsamında 2023 yılına göre %65,7 düşüşle 61,5 milyon TL'ye gerilemiş olup 2025 yılında ise kur farkı giderlerindeki artışa bağlı olarak 2024 yılına göre %96,9 artışla 121,1 milyon TL'ye yükselmiştir. Grup'un esas faaliyetlerinden diğer giderleri, 2026 yılının ilk çeyreğinde de kur farkı giderlerindeki artışa bağlı olarak 2025 yılının ilk çeyreğine göre %129,3 artışla 28,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Yatırım faaliyetlerinden gelirler/giderler. Grup'un yatırım faaliyetlerinden diğer gelirleri, 2023, 2024 ve 2025 yılları ile 2025 ve 2026 yıllarının ilk çeyrekleri itibarıyla sırasıyla 309,1 milyon TL, 23,9 milyon TL, 54,0 milyon TL, 16,0 milyon TL ve 3,0 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılındaki 309,1 milyon TL'lik yatırım faaliyetlerinden gelirlerin 284,6 milyon TL'lik kısmı sabit kıymet satış karlarından oluşmakta olup söz konusu tutarın 204,8 milyon TL'lik kısmı da Nuvita tarafından Alyors'a satışı gerçekleştirilen Arnavutköy/İstanbul'da bulunan arsaya ait "14 adet kooperatif hissesine" ilişkin satış karından oluşmaktadır.

Finansal Analiz

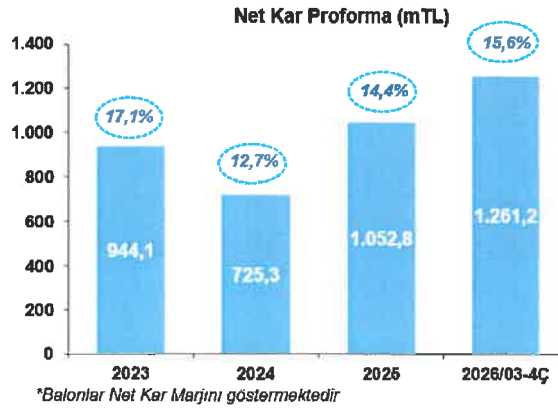
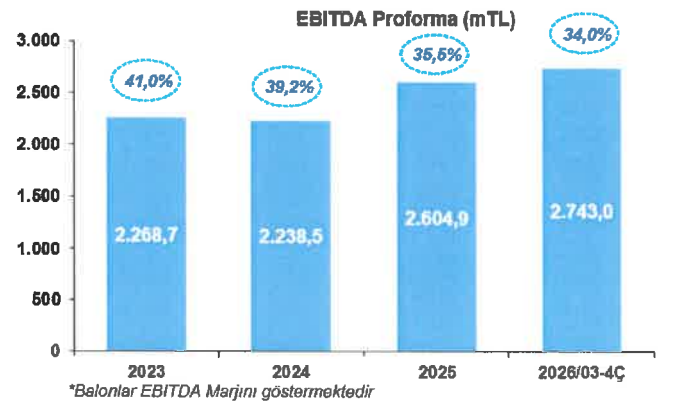
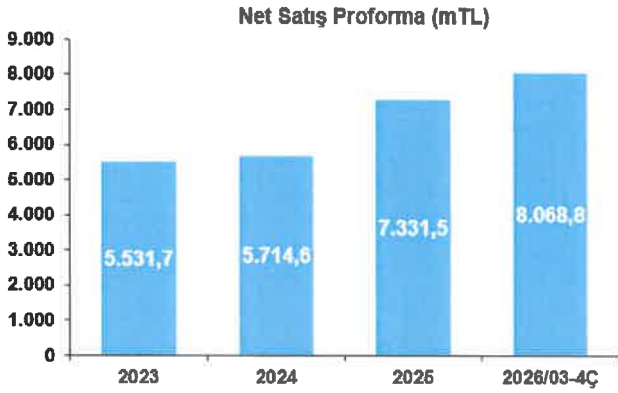
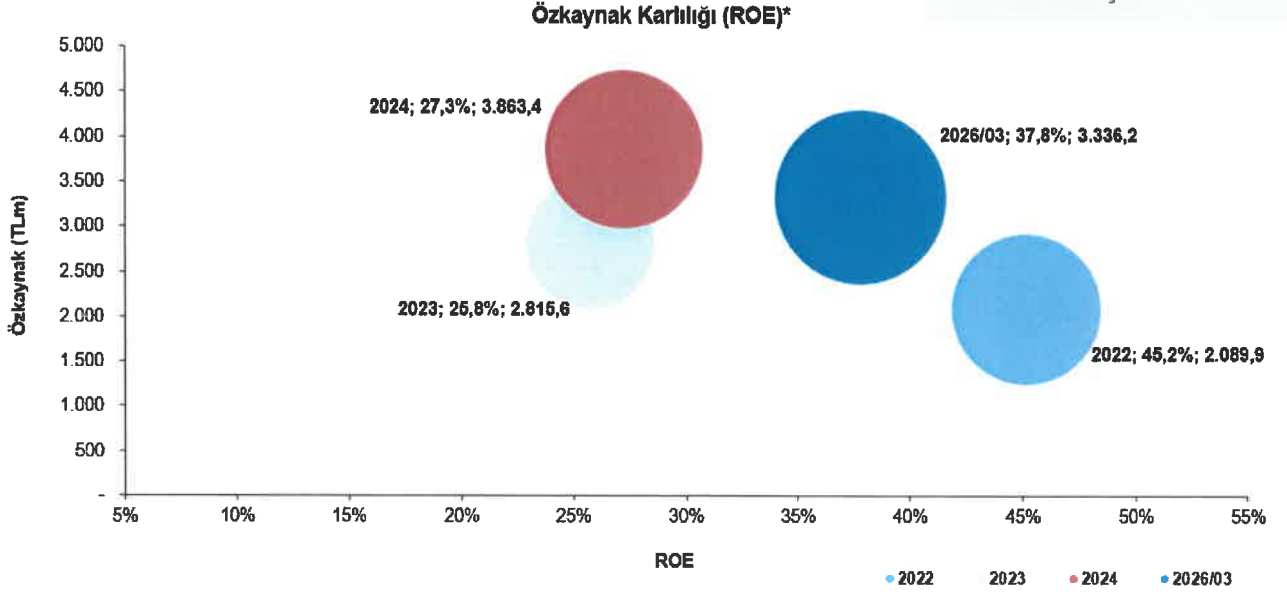
Finansman gelirleri/ giderleri. Grup'un finansman gelirleri, 2023 yılında 109,5 milyon TL iken, 2024 yılında 2023 yılına göre %246,9 artışla 379,9 milyon TL'ye, 2025 yılında 2024 yılına göre %49,0 artışla 566,1 milyon TL'ye yükselmiş olup 2026 yılının ilk çeyreğinde de 2025 yılının ilk çeyreğine göre %12.703 artışla 135,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artışlar, artan faiz oranlarına paralel olarak gerçekleşmiş olup finansman gelirleri, bankalar nezdinde tutulan nakit ve nakit benzeri değerlere ilişkin elde edilen faiz gelirlerinden oluşmaktadır. Grup'un finansman giderleri, 2023 yılında 397,4 milyon TL iken, 2024 yılında 2023 yılına göre %73,6 artışla 689,7 milyon TL'ye, 2025 yılında 2024 yılına göre %35,0 artışla 930,8 milyon TL'ye yükselmiş olup 2026 yılının ilk çeyreğinde de 2025 yılının ilk çeyreğine göre %67,6 artışla 345,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artışlar, artan finansal borçluluk ve yükselen kredi faizlerine bağlı olarak gerçekleşmiş olup finansman giderleri, temel olarak kullanılan banka kredilerine ilişkin ödenen faizlerden oluşmaktadır.

Net dönem karı. Grup'un net dönem karı (ana ortaklık payları) 2023 yılında 966,4 milyon TL iken 2024 yılında 2023 yılına göre %25,0 düşüşle 725,3 milyon TL'ye gerilemiş olup 2025 yılında ise 2024 yılına göre %45,2 artışla 1,1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Grup'un net dönem karı, 2026 yılının ilk çeyreğinde de 2025 yılının ilk çeyreğine göre %148,7 artışla 348,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Grup'un brüt kar marjı; 2023, 2024 ve 2025 yılları ile 2025 ve 2026 yıllarının ilk çeyrekleri itibarıyla sırasıyla, %46,9, %64,9, %64,8, %64,5 ve %64,6 olarak gerçekleşmiştir. Grup'un esas faaliyet kar marjı; 2023, 2024 ve 2025 yılları ile 2025 ve 2026 yıllarının ilk çeyrekleri itibarıyla sırasıyla, %27,0, %36,0, %33,8, %34,4 ve %31,2 olarak gerçekleşmiştir. Grup'un net kar marjı da 2023, 2024 ve 2025 yılları ile 2025 ve 2026 yıllarının ilk çeyrekleri itibarıyla sırasıyla, %12,7, %12,7, %14,4, %7,4 ve %13,2 olarak gerçekleşmiştir.

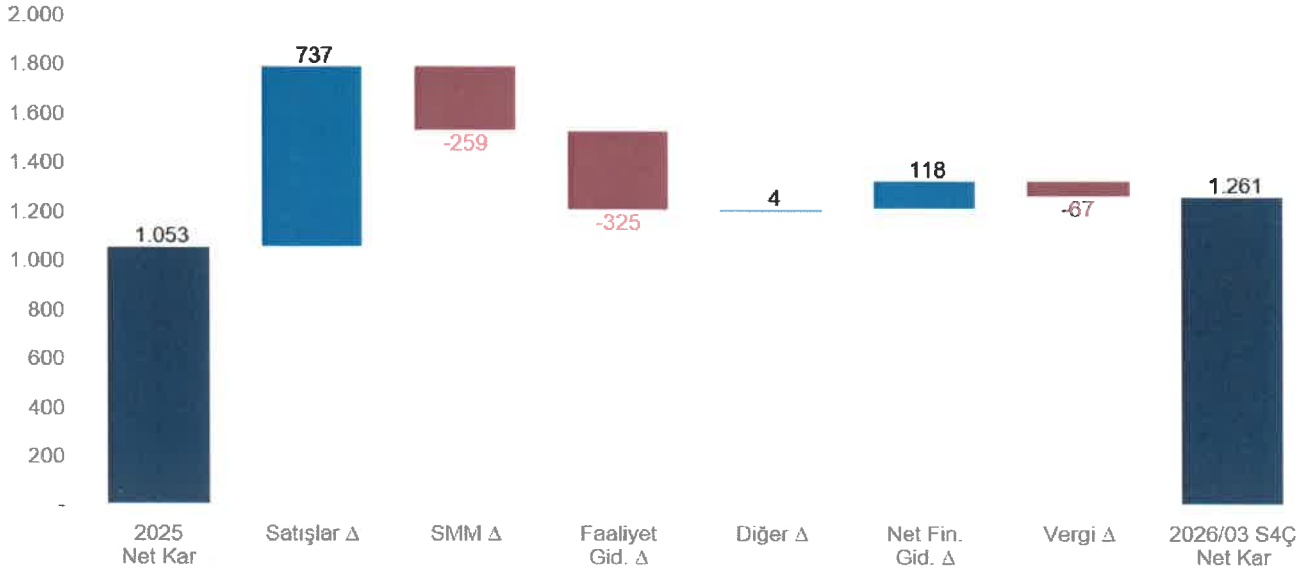
**2026/03-4Ç yılında 2,7 milyar TL
EBITDA**

EBITDA gelişimi. 2023, 2024,2025 yıllarında sırasıyla 2.442,0 mn TL, 2.238,5 mn TL ve 2.604,9 mn TL EBITDA üretilmiştir. 2026 yılının ilk çeyreğinde ise 825,5 mn TL EBITDA yaratılırken son 4 çeyrekte aynı dönemde 2.743,0 mn TL EBITDA üretilmiştir. 2024 öncesinde yapıda bulunmayan ve kar marjı düşük şirketlerin bulunduğu ve ilgili şirketlerin 2023 sonunda satıldığı EBITDA marjında dikkate alınmalıdır. Aşağıdaki proforma tablolarda görüleceği üzere 2023, 2024, 2025 ve 2026/03'te EBITDA marjı sırasıyla %41,0, %39,2 ve %35,5 ve %31,4 olarak gerçekleşmiştir. Şirket aktiflerinin finansmanında özkaynak finansmanı düşük olmadığı ve aktiflerinde maddi duran varlığa düşük oranda ihtiyaç duyduğu için yüksek enflasyon döneminde net parasal pozisyondan ciddi gider yazmaktadır. Gelecek yıl yatırım ile artacak olan duran varlık portföyü ve enflasyonun düşecek olması ile net parasalda beklenen normalizasyon, düşen faizler ve Şirket'in yatırım teşvik kaynaklı vergi indiriminin yüksek EBITDA'nın kara transferinde önemli katkılar sağlayacağı ve net karda kayda değer bir büyüme gerçekleştireceği beklenmektedir.

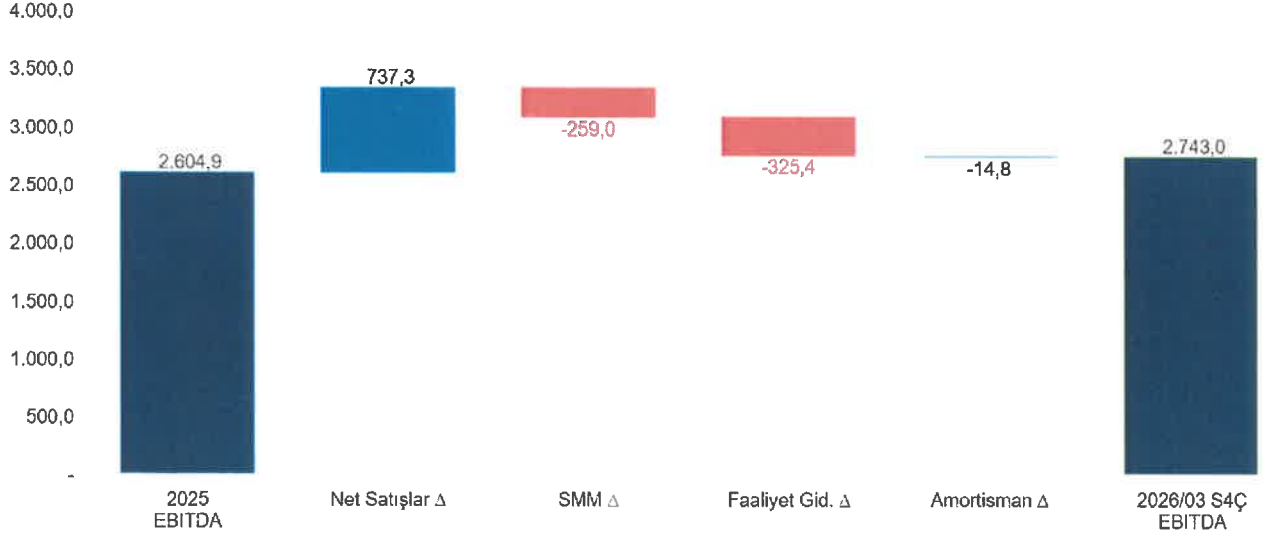
ROE hesaplamasında geçmiş ile 2023 sonrasının makul kıyasının sağlanabilmesi adına Proforma veriler kullanılmıştır



Net Kar Köprüsü



EBITDA Köprüsü



Değerleme**Değerleme Yöntemleri**

Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır

Statik olmayan iş modelleri için INA daha uygundur

EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır

Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (INA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. INA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

Piyasa Çarpanları Analizi. Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındanır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

Net Aktif Değer Analizi. Net aktif değer, varlıkların ve yükümlülüklerin yer aldığı bir bilançodaki özkaynaklar toplamıdır. Diğer bir deyişle, varlıkların gerçeğe uygun değerinden yükümlülükler düşülerek hesaplanır. Net aktif değer hesaplamasında varlıkların güncel değeri için SPK yetkili bir kurum tarafından değerlendirme raporlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve holdinglerin değerlemesinde genelde net aktif değer yaklaşımı kullanıldığı için çalışmamızda bu yaklaşıma yer verilmemiştir.

Öne çıkan çarpanlar. Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA) çarpanı kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (31.03.2025-31.03.2026) EBITDA esas alınarak şirket piyasa çarpanları hesaplanmıştır.

Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA)

Genel Varsayımlar. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

INA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

Değerleme Metodolojileri

İNA

10 yıllık devlet tahvilinin tüm zamanlar ortalama getirisi %14,8

2025 yılında gerçekleşen faiz indirim süreçlerine 2026 yılının ikinci yarısında devam edileceği varsayılmaktadır

Yılın ikinci yarısında faiz indirimi beklenmekte. 10 yıllık devlet tahvilinin fiyat hareketleri incelenerek projeksiyon için risksiz faiz oranı tahmin edilmiştir. 2026 yılında tahvil getirisinin 1 yıllık ortalamasına yakınsayacağı varsayılırken sonraki yıllarda 3 yıllık ve 5 yıllık ortalamasına göre hareket edeceği öngörülmüştür. Gelecekte enflasyonda beklenen düşüş ve yurtiçinde faiz indirim süreci bu durumu destekleyecektir. Uzun vadede ise 10 yıllık devlet tahvilinin tüm zamanlar ortalaması olan %14,8 seviyesinde dengeleneceği varsayılmıştır. Şirket'in cari bilançosunda finansal borçluluğu ve BİST İlaç ve Sağlık ömreleminin betalarına göre Şirket için beta 1x olarak hesaplanmıştır. Sektörün kaldıraçsız betası 0,61x olarak hesaplanmıştır. En iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi kullanılmıştır. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemelidir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldıraçlı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurt içi şirketlerin ortalama kaldıraçlı, 2026/03-2025-2024-2023 mali verileri ve yönetimin kredi-öz kaynak beklentisi dikkate alınmıştır. Borçlanma maliyeti risksiz getirinin üzerine 300 baz puan eklenerek hesaplanmıştır. Kurumlar vergisi modelde beklenen efektif vergi oranı olarak alınmıştır. Böylece 2026 yılında %34,8 olarak hesaplanan AOSM'nin yıllara sâri %16,0'a gerileyeceği varsayılmıştır. Uç değerde yıllık satış büyümesinin uç değer büyümesi olan %5 olarak alındığı dikkate alınırsa %5 enflasyonlu bir ekonomide %16,0'lık AOSM'nin muhafazakar bir sermaye maliyeti olduğu varsayılmaktadır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")							
TL							
Veriler	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Risksiz Faiz Oranı	31,8%	28,9%	24,3%	21,6%	18,8%	14,9%	14,8%
Kaldıraçsız Beta	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61
Borç/Özkaynak	85,1%	53,4%	53,4%	53,4%	53,4%	53,4%	53,4%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	55,7%	60,0%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	5,7%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Kaldıraçlı Beta							
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli							
Risksiz Faiz Oranı	31,8%	28,9%	24,3%	21,6%	18,8%	14,9%	14,8%
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	37,3%	34,4%	29,8%	27,1%	24,3%	20,4%	20,3%
AOSM							
Özsermaye Maliyeti	37,3%	34,4%	29,8%	27,1%	24,3%	20,4%	20,3%
Borç Maliyeti	34,8%	31,9%	27,3%	24,6%	21,8%	17,9%	17,8%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	55,7%	60,0%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%	62,5%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	44,3%	40,0%	37,5%	37,5%	37,5%	37,5%	37,5%
Kurumlar Vergisi Oranı	5,7%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	34,8%	28,2%	24,1%	21,7%	19,4%	16,1%	16,0%

İşletme Sermayesi

Dönem sonu veriler yerine yıl ortalamasına göre işletme sermayesi modellenmiştir

İşletme sermayesi ihtiyacı iyileşiyor. İşletme sermayesi için tüm kalemlerin yıl sonu verileri yerine ilgili yıl içindeki ortalama değerleri kullanılmıştır. 2025 sonunda alacak gün süresi 99 gün olmasına karşın 2026 yılında satış büyümesini desteklemek adına alacak gün süresi vadesi açılmış ve 126 gün olarak kabul edilmiştir. Sonraki yıllarda satış büyüme hızı yavaşladıkça alacak gün süresi 2025 seviyesine yakınsatılmıştır. Ticari borç ödeme gün süresinde ise Şirket hedefleri doğrultusunda uzun vadede 2024 seviyesinin tekrar yakalanacağı varsayılmıştır. Alacak ve borç gün süresi dışındaki kalemlerde son 4 dönemin ortalama gün süreleri projeksiyonda dikkate alınmıştır. Kısa vadeli peşin ödenmiş giderlerde 2025 yılında tek seferlik olarak verilen avans dikkate alınmış ve uzun vadeli ortalamaları tek seferlik etkilerin bozmaması sağlanmıştır. 2023 sonunda 2.175,6 milyon TL olan işletme sermayesi 2024'te 1.960,4 milyon TL'ye gerilemiştir. 2025 yılında ise işletme sermayesi 2.349,9 mn TL'ye yükselmiştir. Nakit döngüsünün 2026 yılında 203 gün olarak gerçekleşeceği ve sonraki yıllarda Şirket hedefleri doğrultusunda ve düşük enflasyonun da etkisiyle 176 günde dengeleneceği varsayılmıştır. 2023, 2024 ve 2025'te sırasıyla %39,3, %34,3 ve %32,1 olan işletme sermayesi satış rasyosunun projeksiyonda ortalama %33,7 olacağı öngörülmektedir. Son 3 yılda işletme sermayesi satış rasyosunda gerileyen bir trend görülmesi, gelecek yıllarda vadesi daha kısa ihracata odaklanması ile işletme sermayesinin gerileyecek olması ve sektörde benzer şirketlerde ilgili rasyo ortalamasının %26 olması projeksiyonda %33,7 ortalama işletme sermayesi satış rasyosu alınmasının temel parametreleridir. Gelecek yıllarda enflasyonun düşecek olması ve Şirket'in işletme sermayesinde verimliliğe dair bir hedef ortaya koyması da rasyodaki beklentimizin diğer gerekçeleridir. Ayrıca Şirket , 2025 sonunda %32,1 oranını yakaladığı için uzun vadede bu oranın korunacağı varsayılmıştır.

İşletme Sermayesi (mTL)	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Ticari Alacak, Ort.	2.404	1.955	1.980	3.515	4.934	6.087	7.002	8.053	8.858	9.301
Stoklar, Ort.	807	898	1.167	1.657	2.318	3.059	3.670	4.221	4.643	4.875
Peşin Ödenmiş Gid., Ort.	207	164	241	389	567	749	898	1.033	1.136	1.193
Diğ. Dön. Var., Ort.	69	121	195	238	334	429	515	592	651	684
Ticari Borç., Ort.	526	569	698	973	1.465	1.992	2.406	2.767	3.043	3.196
Ertelenmiş Gelirler, Ort.	16	21	45	49	69	88	106	122	134	141
Diğ. Kısa Vad. Yük., Ort.	769	587	490	1.012	1.578	2.027	2.433	2.797	3.077	3.231
Satışlar	5.532	5.715	7.331	10.182	14.292	18.361	22.033	25.338	27.872	29.266
SMM	2.539	2.005	2.584	3.669	5.357	7.069	8.483	9.755	10.731	11.268
Ticari Alacak Gün Süresi	159	125	99	126	126	121	116	116	116	116
Stok Gün Süresi	116	163	165	165	158	158	158	158	158	158
Peş. Ödenmiş Gid. Gün Süresi	30	30	34	39	39	39	39	39	39	39
Diğ. Dön. Var. Gün	5	8	10	9	9	9	9	9	9	9
Ticari Borç Gün Süresi	76	104	99	97	100	103	104	104	104	104
Ertelenmiş Gelir Gün Süresi	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2
Diğ. Kısa Vad. Yük. Gün Süresi	51	37	24	36	40	40	40	40	40	40
Nakit Döngüsü	181	183	182	203	189	181	176	176	176	176
İşletme Sermayesi	2.175,6	1.960,4	2.349,9	3.763,2	5.040,9	6.215,9	7.141,6	8.212,9	9.034,2	9.485,9
Değişim	1.028,9	(215,2)	389,5	1.802,8	1.277,7	1.175,1	925,7	1.071,2	821,3	451,7
İşletme Sermayesi/Satış	39,3%	34,3%	32,1%	37,0%	35,3%	33,9%	32,4%	32,4%	32,4%	32,4%

Nakit Akışı

Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayılırken İNA modeli 24.504 mn TL değer tespit etmiştir. 31 Mart 2026 tarihli nakit akım değeri değerlendirilerek 24 Mayıs 2026'ya özsermaye maliyeti ile getirilmiştir.

2023, 2024 ve 2025'te EBITDA marjı %41,0, %39,2 ve %35,5 olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyonda ise özellikle yurtdışında büyüme hedeflerini yakalamak adına EBITDA marjı %30,5'e kadar düşürülmüş ve muhafazakâr bir tutum sergilenmiştir.

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 79,82 TL değer. 2026-2031 arası dönemde Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler neticesinde Info Yatırım tarafından hazırlanan nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. 2025-2028 döneminde sektördeki doymamış potansiyel, Şirket'in 2026/03'te kapasite kullanım oranının %94'e çıkmış olması ve 2025 yılında tamamlanan ve 2026 yılında devam edecek olan mevcut tesis ve yeni tesis için 1,5 milyar TL'lik kapasite yatırımı, satış ekibine 40 kişilik yeni personellerin alınması, yeni ürünlerin eklenerek yeni müşterilere ulaşılması ve 2018'de 65 olan ürün sayısının 2025 yılında 140'ın üzerinde ürün çeşidine ulaşılmış olması, 2021-2025 arasında yıllık ortalama %27,1 reel büyümenin gerçekleşmiş olması, 2025 yılında yüksek faiz ortamında dahi %31 miktarsal büyümenin gerçekleşmiş olması, 2026/03'te miktarsal büyümenin %34 olarak kaydedilmesi, ihracatın gelecek yıllarda önemli bir potansiyel olması ve ihracat pazarlarına girilmesi için 2025'te %64,8 olan brüt kar marjından feragat edilerek %61,5 seviyesine kadar projeksiyonda inilmesi, ABD, İngiltere, Polonya ve Almanya'da yurtdışı satışları desteklemek için şirketler kurulması, 50 ülkede distribütörlük anlaşmalarının imzalanması, reçeteleri yazan doktorlarla uzun yıllarda sağlanan güçlü ikili ilişkiler kurulması, sağlık gibi stratejik bir sektörde pazarın önemli oyuncularından olması ve marka algısı nedeniyle tercih edilen bir portföye sahip olunması, sektöre ilk girenlerden olunması ve %60'ın üzerinde brüt kar marjı ile yüksek katma değer üretilmesi ve pandemi sonrası vitamin pazarına ilginin her geçen yıl artıyor olması büyümenin temel dinamikleri olarak görülmüştür. 2023'te %16,7 olan faaliyet gideri satış rasyosu cari durumda %32,7'ye kadar yükselmiştir. ERP ve SAP yatırımları, alt ve üst kadro personel alımları, kozmetik ve ihracat için satış ve dış ticaret ekibinin kurulması gelecek yıllar büyümesi için yapılan beşeri yatırımlardır. 2027-2028 yılında Kazakistan'da planlanan bir diğer tesis yatırımı ise modelde dikkate alınmamıştır. Kazakistan bölgesinde üretim yapılması Rusya ve Türkiye Cumhuriyetleri'nde ciddi bir vergi avantajı sağlayacağı ve Türkiye Cumhuriyetleri'nde Orzax ürünlerine olan talep nedeniyle Kazakistan'da Orzaks bünyesi altında başka bir tesis de planlanmaktadır. Kazakistan yatırımı modelde dikkate alınmadığı için 2028 sonrasında büyümenin gittikçe ivme kaybedeceği varsayılmıştır. Modelin geçmiş (2023, 2024, 2025) TMS29 etkisini barındırmaktadır. İşletme sermayesi, Şirket'in geçmiş verileri ve iş modelinde beklenen aksiyonlara göre modellenmiştir. Yatırım teşvik belgesi kaynaklı 2026 yıllarında efektif vergi oranı düşük alınırken sonraki yıllarda üretici ve ihracatçılara sağlanan vergi teşviki dikkate alınmıştır. Satış büyümesi, EBITDA marjı, yatırım oranı, vergi oranı ve işletme sermayesindeki normalizasyonun tamamlanması ile 2031 yılındaki dip nakit akımı büyümesi %5'e yakınsamış ve uç değer büyümesi öncesi nakit akım büyümesi uç değer oranına yakınsatılmıştır. Bu nedenlerden dolayı projeksiyon süresi 2032'de tamamlanmış ve normalize yıl sonrası ise %5 uç değer (devam eden değer) büyümesi uygulanırken İNA'da elde edilen değer %58,3'ü uç değerden kaynaklanmaktadır.

İNA (mTL)	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	Normalize	Uç değer
Net Satışlar	5.532	5.715	7.331,5	10.181,5	14.292,0	18.361	22.033	25.338	27.872	29.266	
Değişim		3%	28%	39%	40%	28%	20%	15%	10%	5,0%	
EBITDA	2.269	2.239	2.604,9	3.274,8	4.474,0	5.592	6.711	7.717	8.489	8.913	
Değişim		-1%	16%	26%	37%	25%	20%	15,0%	10,0%	5,0%	
EBITDA Marjı	41,0%	39,2%	35,5%	32,2%	31,3%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	
Esas Faaliyet Karı	2.070	1.991	2.352	3.068	4.143	5.233	6.280	7.221	7.944	8.341	
Değişim		-4%	18%	30%	35%	26%	20%	15%	10%	5%	
Vergi				5,7%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	24,6%	
Operasyonel Vergiler				(176)	(1.020)	(1.286)	(1.543)	(1.774)	(1.952)	(2.049)	
Amortisman	(198)	(248)	(253)	(207)	(331)	(359)	(431)	(496)	(545)	(573)	
Net Yatırım Giderleri	(116)	(363)	(499)	(1.229)	(143)	(184)	(220)	(253)	(279)	(293)	
Yatırım/Satış	2,1%	6,3%	6,8%	12,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Yatırım/Amortisman	0,6	1,5	2,0	5,9	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
İşletme Sermayesi Değiş.		215	(389)	(1.413)	(1.278)	(1.175)	(926)	(1.071)	(821)	(452)	
TFRS16 Kira Gideri		(17)	(35)	(101)	(136)	(183)	(220)	(253)	(278)	(292)	
Kaldıraçsız Nakit Akımı				764	1.898	2.764	3.802	4.365	5.159	5.828	55.605
Değişim					%148	%46	%38	%14,8	%18,2	%13,0	%5,0
AOSM				34,8%	28,2%	24,1%	21,7%	19,4%	16,1%	16,0%	16,0%
İndirgenmiş Nakit Akımı				684	1.340	1.548	1.732	1.650	1.656	1.612	14.280

Firma Değeri	24.502
Uç Değer Payı	58,3%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	6,2
Net Borç	1.119
Piyasa Değeri (31.03.2026)	23.382
Piyasa Değeri (24.05.2026)	24.504
Hisse Sayısı	307
Hedef Hisse Fiyatı TL	79,82

İNA Varsayımları

2026 sonunda yaklaşık 10,2 milyar TL net satış ve 3,3 milyar TL EBITDA modellenmiş olup kısa vadede önemli bir büyüme hikayesi yatırımcılara sunulmaktadır. Şirket ise 2026 yılında 11 milyar TL net satış ve 4 milyar TL EBITDA bütçelemiştir.

2021-2025 arası yıllık ortalama reel büyüme %27,1 olarak gerçekleşirken faizin yüksek seyrettiği 2025 ve 2026/03'te %31 ve %34 reel büyüme yakalanmıştır.

Büyüme desteklemek adına personel sayısı 3 katına çıkarılırken %64,8 olan brüt kar marjından feragat edilerek %61 seviyesine inilmesi planlanmaktadır

Güçlü büyüme beklentisi. 2024 yılında yüksek seyreden enflasyon, keskin bir düşüşle 2025 yılında ortalamada %34,9 olarak gerçekleşmiştir. Sonraki yıllarda ise enflasyondaki düşüş daha muhafazakardır. Şirket'in 2026/03'te kapasite kullanım oranı %94'e ulaşırken 2022, 2023, 2024 ve 2025 yıllarında reel olarak sırasıyla %35, %24, %18 ve %31 büyüme yakalanmıştır. 2021-2025 arası yıllık ortalama reel büyüme %27,1 olarak gerçekleşirken faizlerin yüksek seyrettiği 2025 yılında miktarsal büyümenin %31 olması olumlu karşılanmıştır. 2026/03'te ise reel büyüme %34'e kadar yükselmiştir. Şirket yurtiçi pazar, Nuvita tesis yatırımı ve ihracatın da etkisiyle 2025-2028 arasında ortalama yıllık %19 reel büyüme beklemektedir. 2023, 2024 ve 2025'te kapasite kullanım oranı sırasıyla %75, %71 ve %84 olarak gerçekleşirken 2025 yılında tamamlanan ve 2026 yılında devam edecek olan mevcut tesis ve yeni tesis için yaklaşık 1,5 milyar TL'lik kapasite yatırımı ve yıllık ortalama %19 reel büyüme ile projeksiyonda ortalama kapasite kullanım oranının %76 olarak gerçekleşeceği varsayılmaktadır. 2025-2028 döneminde sektördeki doymuş potansiyel, Şirket'in 2026/03'te KKO'sunun %94'e ulaşması ve 2025 yılında tamamlanan ve 2026'da devam edecek olan mevcut tesis ve yeni tesis için 1,5 milyar TL'lik kapasite yatırımı, satış ekibine 40 kişilik yeni personellerin alınması, yeni ürünlerin eklenerek yeni müşterilere ulaşılması ve 2018'de 65 olan ürün sayısının 2025 yılında 140'ın üzerine çıkması, 2021-2025 arasında yıllık ortalama %27,1 reel büyümenin gerçekleşmiş olması, ihracatın gelecek yıllarda önemli bir potansiyel olması ve ihracat pazarlarına girilmesi için 2025'te %64,8 olan brüt kar marjından feragat edilerek %61 seviyelerine kadar projeksiyonda inilmesi, ABD, İngiltere, Polonya ve Almanya'da yurtdışı satışları desteklemek için şirketler kurulması, 50 ülkede distribütörlük anlaşmalarının imzalanması, reçeteleri yazan doktorlarla uzun yıllarda sağlanan güçlü ikili ilişkiler kurulması, sağlık gibi stratejik bir sektörde pazarın önemli oyuncularından olunması ve güvenli marka algısı nedeniyle tercih edilen bir portföye sahip olunması, sektöre ilk girenlerden olunması ve %64,8 olan brüt kar marjı ile yüksek katma değer üretilmesi ve pandemi sonrası vitamin pazarına ilginin her geçen yıl artıyor olması büyümenin temel dinamikleri olarak görülmüştür. Yurtdışı ile paralel içeride de faiz artış sürecinin sonlanması ve 2025 yılı ile birlikte faiz indirimi dönemine girilmiş olması nakit girişi ile büyüme beklentilerini destekleyecektir. 2027-2028 yıllarında Kazakistan'da planlanan bir diğer tesis yatırımı ise modelde dikkate alınmamıştır. İlgili dinamiklerle Şirket 2026 bütçesinde 11 milyar TL gelir beklemesine rağmen 2026 net satışları 10,2 milyar TL modelde dikkate alınmıştır. Son 4 yıla bakıldığında Şirket gelirlerinin ortalamada %41'inin hastalıkların arttığı son çeyrekte gerçekleştiği görülmektedir.

Makro Beklentiler	Birim	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Enflasyon-Ort.	%	53,9%	58,5%	34,9%	30,2%	21,3%	13,9%
Ort. USD/TL	TL	23,75	32,79	39,47	48,1	63,8	73,1
GSYH Büyümesi	%	4,0%	3,5%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%
Net Satışlar	Birim	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Toplam Gelir	mn TL	5.531,7	5.714,6	7.331,5	10.181,5	14.292,0	18.361,2
Orzax Brüt Satışlar	mn TL	7.192,7	7.838,9	9.454,8	12.987,5	18.208,2	23.331,9
Değişim	%		9%	21%	37%	40%	28%
Nuvita Brüt Satışlar	mn TL	512,1	418,2	526,5	718,3	975,7	1.234,1
Değişim	%		-18%	26%	36%	36%	26%
Toplam Brüt Satışlar	mn TL	7.704,8	8.257,1	9.981,2	13.705,8	19.184,0	24.566,1
İade/İskonto/İndirim	mn TL	2.173,1	2.542,5	2.649,8	3.524,3	4.892,0	6.204,9
Oran	%	28%	31%	27%	26%	26%	25%
Net Satışlar	mn TL	5.531,7	5.714,6	7.331,5	10.181,5	14.292,0	18.361,2
Değişim	%		3%	28%	39%	40%	28%
SMM	Birim	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Satılan Malın Maliyeti	mn TL	2.539,4	2.004,6	2.584,2	3.669,0	5.357,2	7.069,2
Orzax SMM	mn TL	2.219,6	1.688,5	2.326,5	3.325,8	4.894,3	6.488,0
Nuvita SMM	mn TL	319,7	316,1	257,7	343,2	463,0	581,2
Brüt Kar	mn TL	2.992,3	3.710,0	4.747,3	6.512,5	8.934,8	11.292,0
Brüt Kar Marjı	%	54%	65%	65%	64%	63%	61%
Tamam İstatistikler	Birim	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Orzax Satış Payı	%	93,4%	94,9%	94,7%	94,8%	94,9%	95,0%
Nuvita Satış Payı	%	6,6%	5,1%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%
Orzax Brüt Kar Marjı	%	69,1%	78,5%	75,4%	74,4%	73,1%	72,2%
Nuvita Brüt Kar Marjı	%	37,6%	24,4%	51,1%	52,2%	52,6%	52,9%
Yurtiçi Gelir	mn TL	7.550,7	7.897,9	9.385,0	12.875,4	17.866,1	22.660,3
Yurtdışı Gelir	mn TL	141,0	356,6	527,3	806,8	1.286,3	1.866,6
Diğer Gelir	mn TL	13,1	2,7	68,9	23,6	31,6	39,2
Yurtiçi Satış Oranı	%	98%	96%	95%	94%	93%	92%
İhracat Oranı	%	2%	4%	5%	6%	7%	8%
Yurtiçi Kar Marjı	%	74,0%	82,6%	82,1%	81,1%	81,2%	81,2%
Yurtdışı Kar Marjı	%	30,5%	51,0%	51,3%	54,9%	54,3%	54,9%

Orzax Solo Yurtiçi Satışlar

('000 TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Collagen Market	1.235.496	1.061.838	1.000.277	260.825	280.586	1.170.362	1.505.158	1.782.408
Omega 3 Market	1.165.378	955.756	1.351.117	332.087	416.462	1.712.410	2.285.369	2.810.423
Magnesium Market	738.026	997.746	1.261.477	308.043	516.190	1.910.148	2.781.020	3.641.612
Vitamin D Market	927.716	1.118.447	1.283.559	324.654	410.799	1.622.000	2.204.067	2.760.637
Immune Market	357.022	418.299	413.738	105.211	161.196	560.392	781.889	997.137
Multivitamin Market	490.256	296.676	509.098	132.001	204.158	761.450	1.108.610	1.451.671
Iron Market	364.875	435.476	564.598	168.081	206.459	771.179	1.047.922	1.312.542
Vitamin B12 Market	282.190	354.276	414.273	90.718	125.403	555.136	772.537	985.210
Joint Health Market	302.088	239.498	356.702	83.503	136.600	541.972	756.189	947.141
Mood Products Market	78.041	53.994	70.633	13.283	24.180	128.902	211.130	307.717
Pastil Market	52.332	33.641	18.384	1.636	8.873	27.918	38.953	47.016
Melatonin Market	174.505	294.396	486	459	-	-	-	-
Vitamin C Market	103.033	132.762	179.549	34.738	68.758	293.078	412.474	526.025
Probiotic Market	11.189	27.919	30.501	8.062	5.593	23.639	30.114	36.004
Coenzyme Q10Qh Market	59.058	76.428	92.953	17.433	24.938	124.407	172.071	219.440
Capillus Market	30.844	42.467	47.054	9.011	14.462	53.864	69.382	83.874
Methyl Balance Market	57.817	84.738	76.715	21.240	32.358	113.361	158.167	198.107
Zinc Market	43.196	76.572	81.424	16.608	32.275	133.638	191.323	243.993
Bromelain Market	73.037	90.492	110.973	17.176	29.520	156.413	237.213	324.124
B Complex Market	41.229	44.205	31.289	10.681	15.251	50.158	70.592	90.026
Pcos Market	12.307	21.034	53.339	8.476	22.031	99.341	156.685	221.229
Diğer	446.849	624.625	972.582	341.281	420.149	1.117.638	1.555.905	1.978.307
Kozmetik	-	-	-	-	45.724	237.586	353.112	472.435
Toplam	7.046.486	7.481.284	8.920.721	2.305.206	3.201.965	12.164.993	16.899.883	21.437.079

Orzax Solo Yurtdışı Satışlar

('000 TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Ocean	94.770	208.966	396.772	65.246	91.558	641.659	1.050.979	1.555.711
Orzax Food Supplements	46.211	143.491	91.071	40.410	33.445	137.194	199.743	268.377
Naturalnest	-	4.104	39.453	13.246	3.895	27.910	35.555	42.509
Toplam	140.981	356.561	527.295	118.902	128.898	806.762	1.286.276	1.866.597

Orzax Solo Diğer ('000 TRY)

	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Diğer Gelirler 602	5.270	1.079	6.737	648	3.935	15.739	22.065	28.274
Ciro Payı	0,07%	0,01%	0,07%	0,03%	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
Satış İadeleri	318.768	266.275	53.545	9.753	8.166	44.015	61.146	77.563
İade Oranı (%)	4,5%	4%	0,60%	0,42%	0,26%	0,36%	0,36%	0,36%
Satış İskontoları	29.245	138.669	286.377	67.159	67.246	281.519	391.093	496.092
İskonto Oranı (%)	0,4%	1,9%	3,2%	2,9%	2,1%	2,3%	2,3%	2,3%
Diğer İndirimler	1.745.655	2.057.920	2.199.834	563.832	757.563	3.059.500	4.250.327	5.391.433
İndirim Oranı (%)	24,8%	27,5%	24,7%	24,5%	23,7%	25,2%	25,2%	25,2%
Net Satış	5.099.068	5.376.060	6.914.997	1.784.012	2.501.822	9.602.459	13.505.659	17.366.862

Orzax Solo Yurtiçi Satışlar Adet

#	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Collagen Market	700.366	651.348	705.809	194.963	195.289	760.862	806.514	838.774
Değişim	37%	-7%	8%		0%	8%	6%	4%
Omega 3 Market	2.237.909	1.986.067	2.683.684	698.756	804.002	3.087.898	3.396.688	3.668.423
Değişim	-2%	-11%	35%		15%	15%	10%	8%
Magnesium Market	1.011.591	1.479.872	2.336.805	604.492	896.874	3.100.000	3.720.000	4.278.000
Değişim	122%	46%	58%		48%	33%	20%	15%
Vitamin D Market	2.373.486	3.096.409	4.584.625	1.228.412	1.429.574	5.272.319	5.904.997	6.495.497
Değişim	24%	30%	48%		16%	15%	12%	10%
Immune Market	926.996	1.175.281	1.115.561	300.514	431.140	1.400.000	1.610.000	1.803.200
Değişim	-16%	27%	-5%		43%	25%	15%	12%
Multivitamin Market	1.205.562	789.441	1.310.523	359.960	470.225	1.638.154	1.965.785	2.260.652
Değişim	81%	-35%	66%		31%	25%	20%	15%
Iron Market	707.989	914.360	1.350.273	425.829	448.847	1.566.000	1.753.920	1.929.312
Değişim	23%	29%	48%		5%	16%	12%	10%
Vitamin B12 Market	709.341	963.665	1.480.784	343.505	425.266	1.758.431	2.016.920	2.258.951
Değişim	28%	36%	54%		24%	19%	15%	12%
Joint Health Market	421.618	361.709	511.520	126.851	191.854	711.000	817.650	899.415
Değişim	15%	-14%	41%		51%	39%	15%	10%
Mood Products Market	190.715	142.785	249.360	49.676	80.332	400.000	540.000	691.200
Değişim	106%	-25%	75%		62%	60%	35%	28%
Pastil Market	270.744	188.335	109.590	10.331	51.041	150.000	172.500	182.850
Değişim	96%	-30%	-42%		394%	37%	15%	6%
Melatonin Market	181.557	331.444	690	690	-	-	-	-
Değişim	147%	83%	-100%					
Vitamin C Market	421.279	587.403	725.766	148.748	251.168	1.000.000	1.160.000	1.299.200
Değişim	-31%	39%	24%		69%	38%	16%	12%
Probiotic Market	46.759	126.249	115.860	32.440	20.263	80.000	84.000	88.200
Değişim	65%	170%	-8%		-38%	-31%	5%	5%
Coenzyme Q10Qh Market	76.408	106.999	173.814	34.532	44.692	208.250	237.405	265.894
Değişim	0%	40%	62%		29%	20%	14%	12%
Capillus Market	55.267	82.342	89.350	18.127	27.267	94.860	100.710	106.920
Değişim	57%	49%	9%		50%	6%	6%	6%
Methyl Balance Market	53.109	84.229	93.630	27.462	38.963	127.500	146.625	161.288
Değişim	8%	59%	11%		42%	36%	15%	10%
Zinc Market	137.988	264.689	328.357	70.949	129.282	500.000	590.000	660.800
Değişim	30%	92%	24%		82%	52%	18%	12%
Bromelain Market	107.559	144.207	218.685	35.856	57.692	285.530	356.912	428.295
Değişim	445%	34%	52%		61%	31%	25%	20%
B Complex Market	83.444	96.813	98.396	35.582	39.062	120.000	139.200	155.904
Değişim	104%	16%	2%		10%	22%	16%	12%
Pcos Market	26.985	49.905	86.942	14.636	35.615	150.000	195.000	241.800
Değişim		85%	74%		143%	73%	30%	24%
Diğer	852.843	1.290.026	1.540.256	572.551	643.886	1.599.851	1.835.717	2.049.862
Değişim	13%	51%	19%		12%	4%	15%	12%
Kozmetik			-	-	82.416	400.000	490.000	575.750
Değişim							23%	18%
Toplam	12.799.515	14.913.578	19.910.280	5.334.862	6.794.750	24.410.655	28.040.543	31.340.186
Değişim	22%	17%	34%		27%	23%	15%	12%
Diğer Toplam içerisindeki adet payı	7,1%	9,5%	8,4%	12,0%	10,6%	7,1%	7,1%	7,1%
Diğer Hariç Toplam	11.946.672	13.623.552	18.370.024	4.762.311	6.068.448	22.410.804	25.714.826	28.714.574

Orzax Solo Yurtdışı Satışlar Adet

#	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Ocean	842.959	1.230.445	2.513.959	302.301	859.414	4.525.126	6.108.920	7.941.596
Değişim	32%	46%	104%		184%	80%	35%	30%
Orzax Food Supplements	209.566	553.330	368.068	119.428	150.152	462.757	555.308	655.264
Değişim	11%	164%	-33%		26%	26%	20%	18%
Naturalnest		21.185	312.700	59.491	26.573	143.060	150.213	157.724
Değişim			1376%		-55%	-54%	5%	5%
Toplam	1.052.525	1.804.960	3.194.727	481.220	1.036.139	5.130.943	6.814.442	8.754.584
Değişim	27%	71%	77%		115%	61%	33%	28%

Orzax Solo Yurtiçi Satış Fiyatı

(TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Collagen Market	1.764,07	1.630,22	1.417,21	1.337,82	1.436,77	1.538,21	1.866,25	2.125,02
Omega 3 Market	520,74	481,23	503,46	475,25	517,99	554,56	672,82	766,11
Magnesium Market	729,57	674,21	539,83	509,59	575,54	616,18	747,59	851,24
Vitamin D Market	390,87	361,21	279,97	264,29	287,36	307,64	373,25	425,01
Immune Market	385,14	355,91	370,88	350,10	373,88	400,28	485,65	552,98
Multivitamin Market	406,66	375,80	388,47	366,71	434,17	464,82	563,95	642,15
Iron Market	515,37	476,26	418,14	394,71	459,98	492,45	597,47	680,32
Vitamin B12 Market	397,82	367,63	279,77	264,09	294,88	315,70	383,03	436,14
Joint Health Market	716,50	662,13	697,34	658,28	712,00	762,27	924,83	1.053,06
Mood Products Market	409,20	378,15	283,26	267,39	301,00	322,26	390,98	445,19
Pastil Market	193,29	178,62	167,75	158,36	173,85	186,12	225,82	257,13
Melatonin Market	961,16	888,22	704,30	664,85	768,32	822,57	997,99	1.136,37
Vitamin C Market	244,57	226,01	247,39	233,53	273,75	293,08	355,58	404,88
Probiotic Market	239,30	221,14	263,26	248,51	276,00	295,49	358,50	408,21
Coenzyme Q10Qh Market	772,93	714,28	534,79	504,83	558,00	597,39	724,80	825,29
Capillus Market	558,09	515,74	526,63	497,13	530,39	567,83	688,93	784,45
Methyl Balance Market	1.088,64	1.006,04	819,34	773,44	830,47	889,10	1.078,72	1.228,29
Zinc Market	313,04	289,29	247,98	234,08	249,65	267,28	324,28	369,24
Bromelain Market	679,04	627,51	507,45	479,03	511,67	547,80	664,63	756,78
B Complex Market	494,10	456,61	317,99	300,18	390,42	417,99	507,13	577,44
Pcos Market	456,09	421,48	613,50	579,13	618,60	662,27	803,51	914,92
Diğer	523,95	484,20	631,44	596,07	652,52	698,59	847,57	965,09
Kozmetik	0,00	0,00	0,00	0,00	554,80	593,96	720,64	820,56

Orzax Solo Yurtdışı Satış Fiyatı

(TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
OCEAN	112,43	169,83	157,83	215,83	106,54	141,80	172,04	195,89
Orzax Food Supplements	220,51	259,32	247,43	338,36	222,74	296,47	359,70	409,57
Functional Food	0,00	0,00	202,88	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Orzax Care	0,00	0,00	179,66	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Naturalnest	0,00	193,71	126,17	222,66	146,57	195,09	236,70	269,52

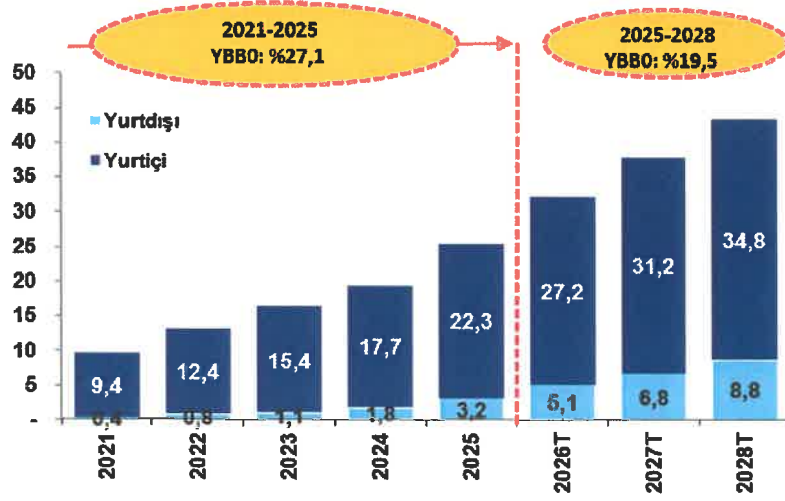
Nuvita Solo 3. Taraf Satışlar ('000 TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
OTC ÜRÜNLER	56.924	114.221	188.658	73.762	63.281	276.713	382.728	492.448
FASON	404.524	256.951	234.569	42.020	84.729	379.049	510.475	639.380
KOZMETİK	42.766	45.397	41.046	10.419	14.062	54.687	72.985	91.415
Toplam	504.214	416.569	464.273	126.201	162.073	710.449	966.188	1.223.242

Nuvita Solo 3. Taraf Satış Adedi	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
OTC ÜRÜNLER	225.804	424.101	344.936	145.315	97.120	396.676	452.211	510.999
Değişim -%	107%	88%	-19%		-33%	15%	14%	13%
FASON	2.378.643	2.329.001	2.086.658	402.766	574.349	2.400.000	2.664.000	2.930.400
Değişim -%	138%	-2%	-10%		43%	15%	11%	10%
KOZMETİK	79.470	92.974	75.048	20.526	22.024	80.000	88.000	96.800
Değişim -%	101%	17%	-19%		7%	7%	10%	10%
Toplam	2.683.917	2.846.076	2.506.642	568.607	693.493	2.876.676	3.204.211	3.538.199

Nuvita Solo 3. Taraf Ortalama Fiyat	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
OTC ÜRÜNLER	252	269	547	508	652	698	846	964
FASON	170	110	112	104	148	158	192	218
KOZMETİK	538	488	547	508	639	684	829	944

Nuvita Solo 3. Taraf ('000 TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Diğer Gelirler 602	7.874	1.612	62.213	3.412	62	7.874	9.554	10.878
Satış İadeleri	41.788	23.428	8.294	1.911	3.108	31.287	42.550	53.870
İade Oranı (%)	8%	6%	2%	2%	2%	4%	4%	4%
Diğer İndirimler	37.666	56.192	101.721	17.236	29.050	107.977	146.845	185.913
İndirim Oranı (%)	7%	13%	22%	14%	18%	15%	15%	15%
Net Satış	432.635	338.562	416.471	110.465	129.977	579.059	786.347	994.337

Miktarsal Satışlar ('mn adet)



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

Konsolide Miktarsal Satışlar	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Toplam Kapasite	22.000.000	27.500.000	30.250.000	8.250.000	9.082.416	36.900.000	49.990.000	66.575.750
Toplam Satış Adedi (Orzaks Yı+YD+I)	16.456.487	19.471.640	25.536.601	6.364.163	8.502.358	32.338.275	37.971.196	43.536.169
Kapasite Kullanım Oranı	75%	71%	84%	77%	94%	88%	76%	65%
Değişim	24%	18%	31%		34%	27%	17%	15%

Orzax Yurtdışı Maliyet ('000 TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Ocean	78.831	119.066	205.893	23.579	53.284	315.589	518.724	753.816
Orzax Food Supplements	19.096	54.423	34.120	10.594	10.961	37.999	55.518	73.233
Functional Food	-	-	-	-	-	-	-	-
Nblife	-	-	-	-	-	-	-	-
Orzax Care	-	-	-	-	-	-	-	-
Naturalnest	-	1.362	16.855	2.737	1.674	10.138	12.961	15.213
Toplam	97.927	174.851	256.868	36.910	65.919	363.727	587.203	842.261

Orzax Yurtdışı Satışlar Adet #	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Ocean	842.959	1.230.445	2.513.959	302.301	859.414	4.525.126	6.108.920	7.941.596
Orzax Food Supplements	209.566	553.330	368.068	119.428	150.152	462.757	555.308	655.264
Functional Food	-	-	-	-	-	-	-	-
Orzax Care	-	-	-	-	-	-	-	-
Naturalnest	-	21.185	312.700	59.491	26.573	143.060	150.213	157.724
Toplam	1.052.525	1.804.960	3.194.727	481.220	1.036.139	5.130.943	6.814.442	8.754.584

Orzax Yurtdışı Birim Satış Maliyeti (TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
OCEAN	94	97	82	78	62	70	85	95
Orzax Food Supplements	91	98	93	89	73	82	100	112
Functional Food	-	-	-	-	-	0	0	0
Orzax Care	-	-	-	-	-	0	0	0
Naturalnest	65	64	54	46	63	71	86	96

Nuvita Genel Üretim Giderleri

('000 TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Personel	342.813	349.863	447.824	114.288	187.449	691.372	1.149.348	1.633.270
Fason Giderler	8.400	6.001	9.123	3.136	3.649	14.620	20.619	26.919
Enerji	16.205	16.406	17.989	3.764	5.604	22.408	31.603	41.258
Yardımcı Malzeme	17.937	4.764	27.218	5.817	9.526	26.980	38.051	49.677
Diğer	87.861	79.518	129.453	34.874	42.072	116.797	164.725	215.054
Toplam	472.815	456.552	631.607	161.879	248.301	872.176	1.404.346	1.966.178
Personel	72,5%	76,6%	70,9%	70,6%	75,5%	79,3%	81,8%	83,1%
Fason İşçilik	1,8%	1,3%	1,4%	1,9%	1,5%	1,7%	1,5%	1,4%
Enerji	3,4%	3,6%	2,8%	2,3%	2,3%	2,6%	2,3%	2,1%
Kira	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Yardımcı Malzeme	3,8%	1,0%	4,3%	3,6%	3,8%	3,1%	2,7%	2,5%
Diğer	18,5%	17,4%	20,5%	21,5%	16,9%	13,4%	11,7%	10,9%

Personel Giderleri

('000 TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Ortalama Personel Sayıları	322	342	407	363	396	645	838	1.089
Personel Başlı Gider	89	85	92	26	39	89	114	125
Personel Giderleri	342,613	349,863	447,824	114,288	187,449	691,372	1.149,348	1.633,270

Fason Giderler

('000 TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Toplam Üretim Sayısı	16.535.957	19.471.640	25.536.601	6.364.163	8.502.358	32.338.275	37.971.196	43.536.169
Ürün Başlı Fason İşçilik Gideri	0,16	0,31	0,36	0,49	0,43	0,45	0,54	0,62
Toplam	2.666	6.001	9.123	3.136	3.649	14.620	20.619	26.919

Enerji Giderleri

('000 TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Toplam Üretim Sayısı	16.535.957	19.471.640	25.536.601	6.364.163	8.502.358	32.338.275	37.971.196	43.536.169
Ürün Başlı Enerji Gideri TL	0,31	0,84	0,70	0,59	0,66	0,69	0,83	0,95
Toplam	5.144	16.406	17.989	3.764	5.604	22.408	31.603	41.258

Yardımcı Malzeme

('000 TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Toplam Üretim Sayısı	16.535.957	19.471.640	25.536.601	6.364.163	8.502.358	32.338.275	37.971.196	43.536.169
Ürün Başlı Yardımcı Malzeme Gideri	0,34	0,24	1,07	0,91	1,12	0,83	1,00	1,14
Toplam	5.693	4.764	27.218	5.817	9.526	26.980	38.051	49.677

Diğer Üretim Giderleri

('000 TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Toplam Üretim Sayısı	16.535.957	19.471.640	25.536.601	6.364.163	8.502.358	32.338.275	37.971.196	43.536.169
Ürün Başlı Diğer Üretim Giderleri	1,38	4,08	5,07	5,48	4,95	3,61	4,34	4,94
Toplam	22.855	79.518	129.453	34.874	42.072	116.797	164.725	215.054

Nuvita Hammadde Maliyeti (*000 TRY)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
OTC ÜRÜNLER	27.171	25.987	19.385	7.673	6.119	26.755	37.005	47.614
FASON	278.101	267.578	222.320	40.317	66.624	298.055	401.398	502.758
KOZMETİK	14.476	22.550	15.992	4.109	4.735	18.414	24.576	30.781
Toplam	319.747	316.115	257.696	52.099	77.478	343.224	462.979	581.154
Satış Adedi	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
OTC ÜRÜNLER	225.804	424.101	344.936	145.315	97.120	396.676	452.211	510.999
FASON	2.378.643	2.329.001	2.086.658	402.766	574.349	2.400.000	2.664.000	2.930.400
Toplam	2.683.917	2.846.076	2.506.642	568.608	693.495	2.876.676	3.204.211	3.538.199
Nuvita Ortalama Birim Hammadde-TRY	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
OTC ÜRÜNLER	120	61	56	53	63	67	82	93
FASON	117	115	107	100	116	124	151	172
KOZMETİK	182	243	213	200	215	230	279	318

Orzax Yurtiçi Hammadde Maliyeti

(000 TL)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Collagen Market	319.883	183.927	206.300	56.169	61.796	257.759	331.494	392.556
Omega 3 Market	293.522	173.743	245.476	71.818	85.153	350.193	467.285	574.642
Magnesium Market	151.084	123.452	202.881	52.153	89.731	332.049	483.436	633.036
Vitamin D Market	181.756	105.201	159.497	48.137	54.230	214.122	290.961	364.435
Immune Market	92.672	63.933	62.039	18.477	26.266	91.312	127.404	162.477
Multi Vitamin Market	154.987	64.789	115.543	35.631	44.755	166.923	243.027	318.232
Iron Market	45.015	40.320	60.998	21.916	19.297	72.079	97.945	122.678
Vitamin B12 Market	61.694	40.910	64.266	16.251	18.345	81.211	113.015	144.127
Joint Health Market	80.503	43.927	63.459	17.544	28.289	112.161	156.493	196.010
Mood Products Market	18.074	7.003	12.479	2.702	4.815	25.666	42.038	61.270
Pastil Market	17.918	5.488	3.265	345	1.899	5.975	8.337	10.063
Melatonin Market	12.488	14.108	30	33	0	0	0	0
Vitamin C Market	31.166	21.126	26.685	5.721	10.578	45.091	63.460	80.930
Probiotic Market	3.338	3.890	3.649	1.123	781	3.302	4.207	5.029
Coenzyme Q10Ch Market	13.993	8.625	14.323	3.211	4.044	20.174	27.903	35.585
Capillus Market	8.398	7.915	9.609	2.185	3.387	12.614	16.248	19.642
Methyl Balance Market	12.073	9.574	10.765	3.484	5.183	18.159	25.336	31.734
Zinc Market	9.491	10.160	14.086	3.182	5.922	24.521	35.105	44.770
Bromelain Market	12.989	12.194	18.823	3.481	5.621	29.782	45.166	61.715
B Complex Market	11.378	8.709	9.003	3.649	4.156	13.668	19.236	24.531
Pcos Market	6.836	5.707	10.147	1.917	4.365	19.681	31.041	43.828
Diğer	109.642	102.363	124.657	51.891	55.796	148.422	206.624	262.719
Kozmetik	0	0	0	0	4.810	45.051	66.957	89.583
Toplam	1.648.900	1.057.064	1.437.980	421.020	539.199	2.089.654	2.902.718	3.679.589

Diğer Satışlar	446.849	624.625	972.582	341.281	420.149	1.117.638	1.555.905	1.978.307
Diğer Maliyet	109.642	102.363	124.657	51.891	55.796	148.422	206.624	262.719
Diğer BKM %	75,5%	83,6%	87,2%	84,8%	86,7%	86,7%	86,7%	86,7%

Orzax Yurtiçi Satış Adedi	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Collagen Market	700.366	651.348	705.809	194.963	195.289	760.662	806.514	838.774
Omega 3 Market	2.237.909	1.986.067	2.683.684	698.756	804.002	3.087.898	3.396.688	3.668.423
Magnesium Market	1.011.591	1.479.872	2.336.805	604.492	896.874	3.100.000	3.720.000	4.278.000
Vitamin D Market	2.373.486	3.096.409	4.584.625	1.228.412	1.429.574	5.272.319	5.904.997	6.495.497
Immune Market	926.996	1.175.281	1.115.561	300.514	431.140	1.400.000	1.610.000	1.803.200
Multi Vitamin Market	1.205.562	789.441	1.310.523	359.960	470.225	1.638.154	1.965.785	2.260.652
Iron Market	707.989	914.360	1.350.273	425.829	448.847	1.566.000	1.753.920	1.929.312
Vitamin B12 Market	709.341	963.665	1.480.784	343.505	425.266	1.758.431	2.016.920	2.258.951
Joint Health Market	421.618	361.709	511.520	126.851	191.854	711.000	817.650	898.415
Mood Products Market	190.715	142.785	249.360	49.676	80.332	400.000	540.000	691.200
Pastil Market	270.744	188.335	109.590	10.331	51.041	150.000	172.500	182.850
Melatonin Market	181.557	331.444	690	690	0	0	0	0
Vitamin C Market	421.279	587.403	725.766	148.748	251.168	1.000.000	1.160.000	1.299.200
Probiotic Market	46.759	126.249	115.860	32.440	20.263	80.000	84.000	88.200
Coenzyme Q10Ch Market	76.408	106.999	173.814	34.532	44.692	208.250	237.405	265.894
Capillus Market	55.267	82.342	89.350	18.127	27.267	94.860	100.710	106.920
Methyl Balance Market	53.109	84.229	93.630	27.462	38.963	127.500	146.625	161.288
Zinc Market	137.988	264.689	328.357	70.949	129.282	500.000	590.000	660.800
Bromelain Market	107.559	144.207	218.685	35.856	57.692	285.530	356.812	428.295
B Complex Market	83.444	96.813	98.396	35.582	39.062	120.000	139.200	155.904
Pcos Market	26.985	49.905	86.942	14.636	35.615	150.000	195.000	241.800
Diğer	852.843	1.290.026	1.540.256	572.551	643.886	1.599.851	1.835.717	2.049.862
Kozmetik	0	0	0	0	45.724	400.000	490.000	575.750
Toplam	12.799.515	14.913.578	19.910.280	5.334.862	6.758.058	24.410.655	28.040.543	31.340.186

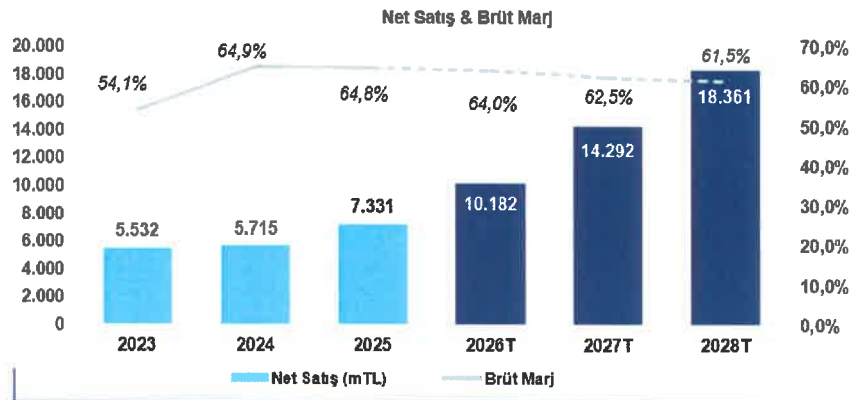
Ortalama Birim Hammadde (TL)	2023	2024	2025	2025-03	2026-03	2026	2027	2028
Collagen Market	456,7	282,4	292,3	288,1	316,4	338,8	411,0	468,0
Omega 3 Market	131,2	87,5	91,5	102,8	105,9	113,4	137,6	156,6
Magnesium Market	149,4	83,4	86,8	86,3	100,0	107,1	130,0	148,0
Vitamin D Market	76,6	34,0	34,8	39,2	37,9	40,6	49,3	56,1
Immune Market	100,0	54,4	55,6	61,5	60,9	65,2	79,1	90,1
Multi Vitamin Market	128,6	82,1	88,2	99,0	95,2	101,9	123,6	140,8
Iron Market	63,6	44,1	45,2	51,5	43,0	46,0	55,8	63,6
Vitamin B12 Market	87,0	42,5	43,4	47,3	43,1	46,2	56,0	63,8
Joint Health Market	190,9	121,4	124,1	138,3	147,3	157,8	191,4	217,9
Mood Products Market	94,8	49,0	50,0	54,4	59,9	64,2	77,8	88,6
Pastil Market	66,2	29,1	29,8	33,4	37,2	39,8	48,3	55,0
Melatonin Market	68,8	42,6	43,5	47,5	47,6	51,0	61,8	70,4
Vitamin C Market	74,0	36,0	36,8	38,5	42,1	45,1	54,7	62,3
Probiotic Market	71,4	30,8	31,5	34,6	38,6	41,3	50,1	57,0
Coenzyme Q10Ch Market	183,1	80,6	82,4	93,0	90,5	96,9	117,5	133,8
Capillus Market	152,0	96,1	107,5	120,5	124,2	133,0	161,3	183,7
Methyl Balance Market	227,3	113,7	115,0	126,9	133,0	142,4	172,8	196,8
Zinc Market	68,8	38,4	42,9	44,9	45,8	49,0	59,5	67,8
Bromelain Market	120,8	84,6	86,1	97,1	97,4	104,3	126,5	144,1
B Complex Market	136,4	90,0	91,5	102,5	106,4	113,9	138,2	157,3
Pcos Market	253,3	114,3	116,7	131,0	122,6	131,2	159,2	181,3
Diğer	128,6	79,3	80,9	90,6	86,7	92,8	112,6	128,2
Kozmetik	0,0	0,0	0,0	0,0	105,2	112,6	136,6	155,6

İNA Varsayımları

Doktorlarla uzun yıllara dayanan ilişkiler ve güvenin çok önemli olduğu sağlık sektöründe güçlü marka algısı ve sektöre ilk giren firmalardan biri olunması yüksek kâr marjını ortaya çıkarmaktadır

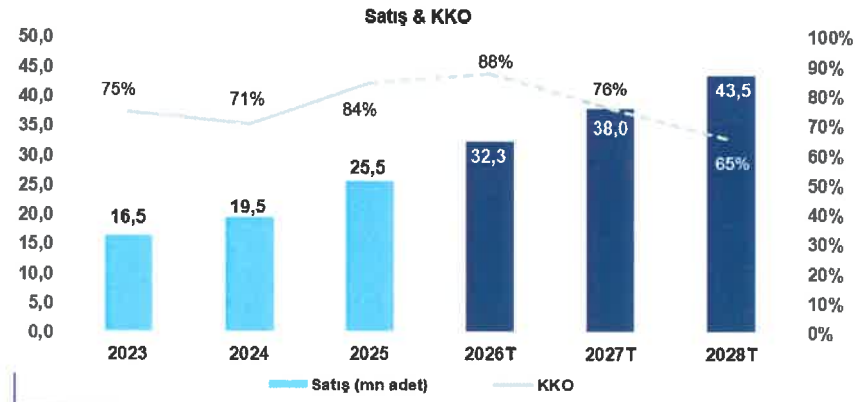
İhracat büyümesi için brüt kar marjından feragat edilmekte. Satılan ürünlerde birim fiyatlar ve birim maliyetler beklenen enflasyon kadar artırılmıştır. Nuvita tarafında gerçekleşen genel üretim maliyetleri ise hem reel büyüme kadar hem de beklenen enflasyon kadar artırılmıştır. 2024'teki üretim personel sayısının projeksiyondaki büyümeyi desteklemesi adına 2028'e kadar 3 katına çıkacağı modellenmiştir. 2023, 2024 ve 2025'te proforma gelir tablosunda brüt kâr marjı sırasıyla %54,1, %64,9 ve %64,8 olarak gerçekleşmiştir. Şirket reel büyüme kaydettiğinde ya da enflasyonun üzerinde gelir sağladığında kâr marjı sabit giderler kaynaklı ölçek ekonomisi nedeniyle yükselmektedir. Gelecek yıllarda yıllık ortalama %19 reel büyüme beklenmesi kâr marjını artırıcı bir etkiye sahiptir. Bununla birlikte Şirket ihracat satışlarını artırmayı hedeflemektedir. 50 ülkede bayilik anlaşmaları imzalanmış, dış ticaret birimine kayda değer personel yatırımları yapılmış ve yurtdışında birçok ülkede pazarlama faaliyeti yürütecek şirketler kurulmuştur. İhracat pazarlarına hızlı girebilmek adına brüt kâr marjından feragat edilmesi beklenmektedir. 2025 sonunda %64,8 olan brüt kâr marjının sonraki yıllarda ihracat pazarlarında hedeflere ulaşabilmek adına marjdan feragat etmek adına 2028'de %61'e kadar düşeceği beklenmektedir. Yüksek kâr marjı, yapılan işin katma değerli olduğuna işaret ederken doktorlarla kurulan ve uzun yıllara dayanan ilişkiler ve güvenin çok önemli olduğu sağlık sektöründe markanın güvenilir olması ve sektöre ilk giren firmalardan olunması yüksek kâr marjının temel sebepleridir.

Grafik:1 2025'te %64,8 olan brüt kar marjı projeksiyonda ihracat büyümesini sağlamak adına %61,5'e kadar düşürülürken yüksek kar marjı katma değerli iş modeline işaret ediyor...



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri, 2023 verileri proforma mali tablolardan alınmıştır

Grafik 5: Geçmişte yıllık ortalama %77 KKO gerçekleşirken projeksiyonda 1,5 milyar TL'lik kapasite yatırımı ve ihracat ile 2026-2028 yıllarında ortalamada %76 KKO öngörülmüştür...



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

İNA Varsayımları

EBITDA büyümesini desteklemek adına faaliyet giderleri yüksek bütçelendi

Faaliyet giderleri. 2023, 2024 ve 2025'te Şirket'in pazarlama giderlerinin net satış payı sırasıyla %13,63, %26,43 ve %26,87 olarak gerçekleşmiştir. 2023-2025 arası ortalama pazarlama giderleri satış oranı %22,31 olmasına karşın projeksiyonda büyümeyi desteklemek adına pazarlama giderleri satış payı ortalama %26,75 ile geçmişin üzerinde alınmıştır. Pazarlama ekibine modeldeki büyümeyi desteklemek adına 350'nin üzerinde personel alımı öngörülmüştür. Yıllara sâri ciro payının azalması ise sabit gider kaynaklı kalemlerin cirodan bağımsız enflasyon kadar artıyor olması ve Şirket'in hedeflenen bir stratejisi olması ile ilgilidir. Genel yönetimde personel ve amortisman dışındaki tüm kalemler beklenen enflasyon kadar artırılmıştır. Projeksiyondaki büyümeyi desteklemek adına 2024'te 29 olan personel sayısı 2028'de 84'e kadar çıkarılırken amortisman giderleri gerçekleşecek yatırımlara göre tahmin edilmiştir. Genel yönetim ve pazarlama giderleri TMS29 hariç 2025/12'de sırasıyla 335,9 mın TL ve 1.606,6 mın TL olarak gerçekleşmiştir. Pazarlama giderleri ve genel yönetim giderleri 2026 sonu tahminleri ise sırasıyla 2.726,5 mın TL ve 718 mın TL ile 2025 TMS29 hariç verilerine göre sırasıyla %69,7 ve %113,7 büyüme ile muhafazakâr bir tarafta modellenmiştir. Modeldeki tüm tahminler TMS29 harici beklentilerden oluşmaktadır.

Pazarlama Giderleri	Birim	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Toplam Pazarlama Giderleri	m n TL	753,8	1.510,6	1.970,0	2.726,5	3.843,4	4.880,8
Personel Ücret, Prim, İkramiye vb. Giderleri	m n TL	327,1	684,3	1059,4	1.578,1	2.229,6	2.864,3
Kira Giderleri	m n TL	69,1	167,0	219,9	284,6	399,4	513,2
Fuar Gideri	m n TL	38,1	110,5	135,4	151,7	213,0	273,6
Reklam, İlan ve Marka Giderleri	m n TL	148,3	229,8	324,4	386,9	543,1	661,0
Temsil ve Ağırılama Giderleri	m n TL	4,5	77,7	36,6	83,5	117,2	133,4
Kargo ve Nakliye Giderleri	m n TL	59,9	58,4	76,1	105,6	148,3	190,5
Taşıtlar Giderleri	m n TL	26,2	24,9	30,3	30,9	43,4	55,7
Ulaşım Giderleri	m n TL	0,2	6,4	6,3	8,7	12,2	15,7
Seyahat ve Konaklama Giderleri	m n TL	8,6	13,6	15,4	21,4	30,0	38,6
Vergi Resim Harç Giderleri	m n TL	0,3	2,5	1,0	1,4	1,9	2,5
Amortisman Giderleri	m n TL	2,4	10,8	10,1	9,7	15,6	16,9
Danışmanlık Giderleri	m n TL	3,3	4,2	2,1	3,0	4,2	5,3
İthalat ve İhracat Giderleri	m n TL	2,1	6,8	24,4	18,9	26,5	34,0
Bakım ve Onarım Giderleri	m n TL	4,9	2,4	2,8	3,8	5,4	6,9
Telefon ve Haberleşme Giderleri	m n TL	0,8	1,2	1,0	2,9	4,1	5,2
Aidat Giderleri	m n TL	0,3	0,9	0,8	1,2	1,6	2,1
Demirbaş Giderleri	m n TL	0,1	0,6	0,6	2,1	2,9	3,8
Diğer	m n TL	57,2	108,8	23,2	32,2	45,2	58,1
Satış Payı	%	13,63%	26,43%	26,87%	26,78%	26,89%	26,58%

Genel Yönetim Giderleri	Birim	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Toplam Genel Yönetim Giderleri	m n TL	168,2	208,7	425,8	718,0	948,0	1178,3
Personel Ücret, Prim, İkramiye vb. Giderleri	m n TL	97,8	108,0	257,4	367,9	561,3	739,4
Müşavirlik ve Hizmet Giderleri	m n TL	7,1	19,5	49,8	81,0	98,3	111,9
Amortisman Giderleri	m n TL	10,4	16,2	17,7	17,0	27,3	29,6
Kira Giderleri	m n TL	5,6	14,7	9,1	15,3	18,6	21,1
Ulaşım Giderleri	m n TL	6,3	12,6	0,7	5,5	6,7	7,6
Elektrik, Su ve Isınma Giderleri	m n TL	13,2	9,1	22,0	39,1	47,4	54,0
Telefon ve Haberleşme Giderleri	m n TL	0,4	5,8	2,3	3,8	4,6	5,3
Sigorta Giderleri	m n TL	4,8	5,5	4,2	8,0	9,7	11,0
Kargo ve Nakliye Gideri	m n TL	9,7	5,3	0,6	4,5	5,5	6,3
Taşıtlar Gideri	m n TL	1,2	1,0	21,2	43,7	53,0	60,4
Vergi, Resim ve Harç Giderleri	m n TL	0,9	0,6	2,6	5,5	6,7	7,6
Seyahat ve Konaklama Giderleri	m n TL	0,1	0,6	0,9	12,2	14,8	16,9
Bakım ve Onarım Giderleri	m n TL	3,7	0,4	1,3	4,5	5,5	6,2
Reklam, İlan ve Marka Giderleri	m n TL	0,2	0,4	1,3	38,2	1,6	1,9
Temsil ve Ağırılama Giderleri	m n TL	5,6	4,8	0,5	0,9	1,1	1,2
Diğer	m n TL	1,0	4,3	34,2	70,8	85,9	97,8
Değişim	%	24,1%	104,0%	68,6%	32,0%	24,3%	

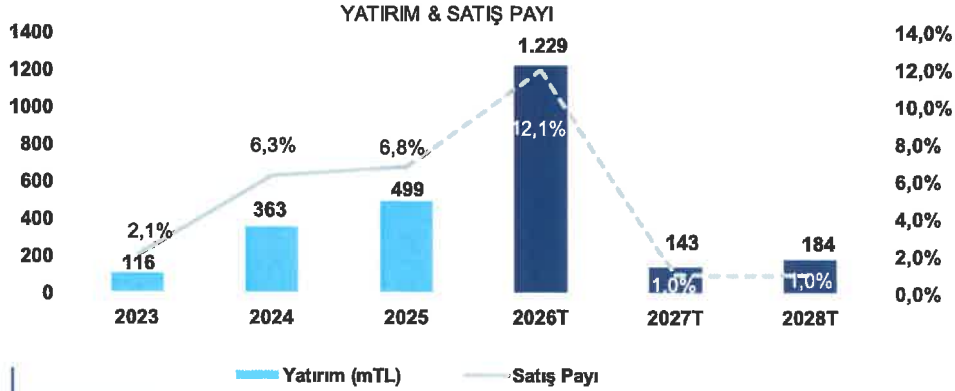
İNA Varsayımları

2026-2028 arasındaki büyümeleri desteklemek adına modele yaklaşık bakım dahil 1,6 milyar TL'lik yatırım bütçelenmiştir

Yatırım & vergi oranı. 2023, 2024 ve 2025'te Şirket sırasıyla 115,5 mn TL, 362,8 mn TL ve 499,2 mn TL yatırım harcaması gerçekleştirmiştir. Yatırımların önemli bir kısmı kapasite artışı için yapılırken kısmen bakım onarım da içermektedir. Mevcut kapasitenin önemli bir kısmının kullanılıyor olması nedeniyle 2024 yılında da kapasite artışları gerçekleştirilirken 2025 yılında tamamlanan ve 2026 yılında devam edecek olan mevcut tesis ve yeni tesis için 1,5 milyar TL'lik kapasite yatırım planlanmıştır. İlgili yatırım Nuvita bünyesindeki üretim tesisinin kapasite artışı ve bakım onarımı kaynaklı olup Kazakistan'da planlanan yeni tesis yatırımını içermemektedir. 2026 Ağustos ayında Nuvita kapasite artışının kısmen devreye girmesi beklenmektedir. Kapasite artışı haricinde projeksiyonda her yıl satışların %1'i kadar bakım onarım idame yatırımları bütçelenmiştir. Şirket yurtiçinde üretim yapması, ihracat gerçekleştirmesi ve kapasite artışı nedeniyle yatırım teşviklerine sahiptir. 2026 yılında efektif vergi oranının %5,7 olması beklenirken sonraki yıllarda vergi oranı %24,6 olarak bütçelenmiştir.

Yatırım & Vergi Oranı	Birim	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Toplam Yatırım	mn TL	115,5	362,8	499,2	1.228,9	142,9	183,6
Yatırım/Satış	%	2,1%	6,3%	6,8%	12,1%	1,0%	1,0%
Makine-Ekipman-Bakım	mn TL	115,5	362,8	73,3	101,8	142,9	183,6
Kapasite Artışı	mn TL			425,8	1.127,1		
Vergi Oranı	%				5,7%	24,6%	24,6%

Grafik:3 2026/03'te %94 olan kapasite kullanım oranı nedeniyle büyümeleri destekleyebilmek adına 2025 yılında tamamlanan ve 2026 yılında devam edecek olan mevcut tesis ve yeni tesis için toplamda 1,5 milyar TL'lik kapasite yatırımı büyümenin motoru olacak



Kaynak: Şirket & Info Tahminleri

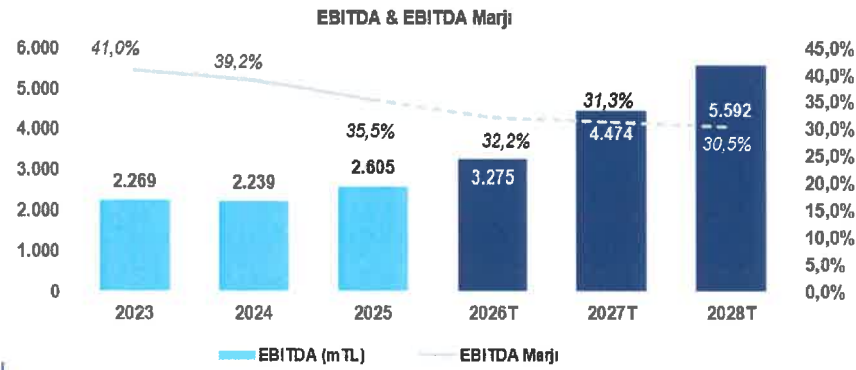
İNA Varsayımları

2025-2028 döneminde EBITDA'da güçlü büyüme beklenmekte

EBITDA gelişimi. 2023, 2024 ve 2025'te Şirket sırasıyla 2.268,7 mn TL, 2.238,5 mn TL ve 2.604,9 mn TL EBITDA üretmiştir. İlgili rakamlar TMS29 etkisini barındırırken 2026 ve sonraki yıllarda beklenen EBITDA rakamları ise TMS29 etkisini içermemektedir. Değişimlere bu gözle bakılması gerekmektedir. 2026/03'te EBITDA %20,1 reel artışla 826 mn TL olarak gerçekleşirken son 4 çeyrek EBITDA ise 2,7 milyar TL'yi aşmıştır. EBITDA büyümesinin 2025-2028 arası beklenen reel büyüme nedeniyle yüksek seyredeceği öngörülmüşken 2028 sonrası büyümede ivme kaybı bütçelenmiştir. 2023, 2024 ve 2025'te %41,0, %39,2 ve %35,5 olan EBITDA marjının projeksiyonda hem reel büyümeleri yakalamak adına artırılan faaliyet giderleri kaynaklı hem de ihracat hedeflerine ulaşma amaçlı marjdan feragat edilerek 2028'de %30,5'e kadar düşeceği bir strateji olarak ortaya konmuştur.

Gelir Tablosu	Birim	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Net Satış	mn TL	5.532	5.715	7.331	10.182	14.292	18.361
<i>Değişim</i>	%		3,3%	28,3%	38,9%	40,4%	28,5%
SMM	mn TL	2.539	2.005	2.584	3.669	5.357	7.069
Brüt Kar	mn TL	2.992	3.710	4.747	6.513	8.935	11.292
<i>Brüt Marj</i>	%	54,1%	64,9%	64,8%	64,0%	62,5%	61,5%
Faaliyet Giderleri	mn TL	921,9	1719,3	2395,8	3.444,5	4.791,4	6.059,1
<i>Faaliyet Gid./Satış</i>	%	16,7%	30,1%	32,7%	33,8%	33,5%	33,0%
Amortisman	mn TL	198,3	247,8	253,3	206,8	330,7	359,3
EBITDA	mn TL	2.268,7	2.238,5	2.604,9	3.274,8	4.474,0	5.592,2
<i>EBITDA Marjı</i>	%	41,0%	39,2%	35,5%	32,2%	31,3%	30,5%
<i>Değişim</i>	%		98,9%	-1,3%	16,4%	25,7%	36,6%

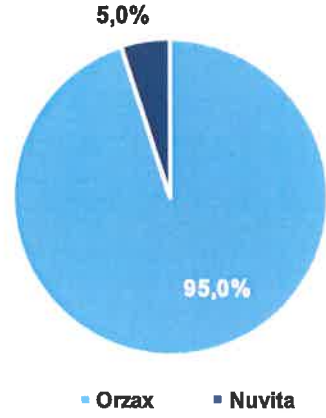
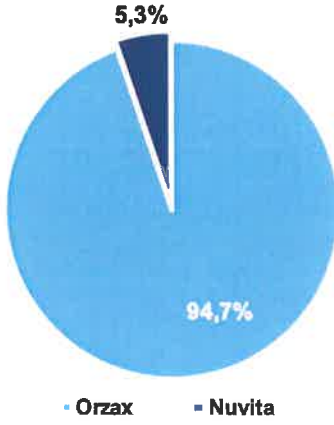
Grafik 2: 2024 ve 2025'te ortalamada %37,4 olan EBITDA marjı projeksiyonda özellikle ihracat büyümesini desteklemek adına %30,5'e kadar düşürülmüştür...



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri, 2023 verileri proforma mali tablolardan alınmıştır

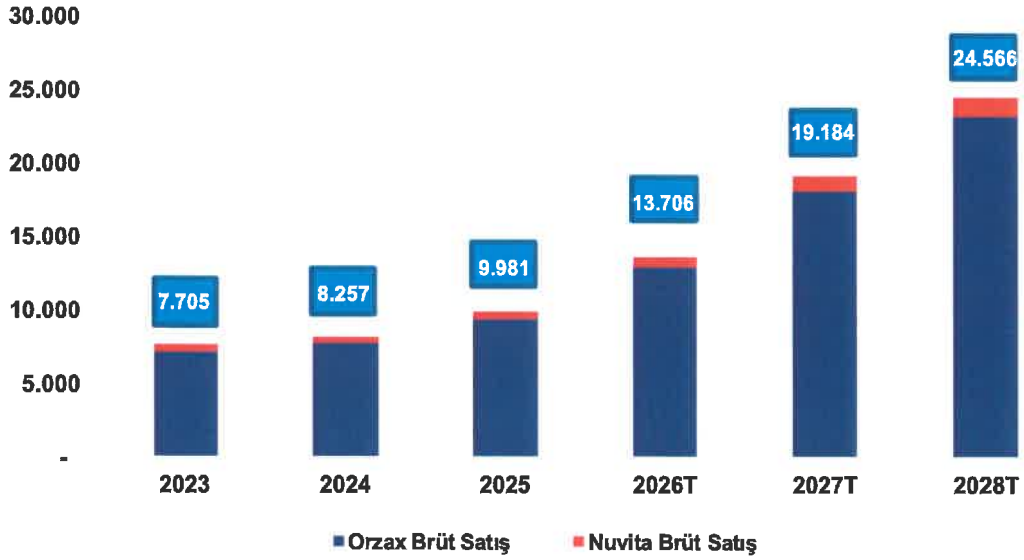
Grafik 5: Gelir Kırılımı (2025)

(2028T)



Kaynak: Şirket, Info Yatırım

Brüt Gelir Kırılımı (mTL)



Piyasa Çarpanları

Uluslararası Çarpanlar

**Yurt dışı benzer şirket çarpanları
27.483 mn TL piyasa değerine
işaret etmekte**

18 uluslararası firma örneklemede kullanılmıştır. Yurt dışı örnekleminde yer alan firmalar, beslenme takviyeleri, sağlık ürünleri ve vitamin-mineral üretimi gibi alanlarda faaliyet göstermeleri nedeniyle Orzaks ile ürün gamı ve iş modeli açısından benzer kabul edilmiş olup; böylece değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına da yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 24.05.2026 tarihlidir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. Değerlemede EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle; TMS 29 uygulayan şirketlerde net dönem karı, net parasal kaynaklı daha az öngörülebilir olduğundan F/K çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Yurt dışı şirket çarpanları dolar bazlı olduğu için değer hesaplamasında para birimi uyumluluğunu sağlamak amacıyla Orzaks'ın finansalları, ilgili tarihlerdeki dolar/TL kurundan çevrilmiştir. TMS 29 uygulanan finansal tablolar cari satın alma gücüne göre düzeltilmiş olduğundan, finansallar 31.03.2026 kapanış kurundan dolara çevrilmiş, nihai olarak hesaplanan piyasa değeri ise değerlendirme tarihindeki kapanış kurundan Türk Lirasına çevrilmiştir.

Yurtdışı Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örnekleme Şirketler		
Şirket	Ülke	Açıklama
Hain Celestial Group Inc	ABD	Organik ve doğal gıda, içecek, bebek ürünleri ve kişisel bakım ürünleri geliştirmektedir. Avrupa, Kuzey Amerika ve Asya'da çeşitli markalarıyla faaliyet göstermektedir.
Glanbia Plc	İrlanda	Peynir, süt ürünleri ve sporcu beslenme ürünlerinde uzmanlaşmıştır. Protein tozları ve atıştırmalık gibi ürünlerinin global markalar aracılığıyla dünya çapında sunmaktadır.
Jameson Wellness Inc	Kanada	Vitaminler, mineraller ve bitkisel takviyeler sunar. Kanada merkezli olup, ürünlerini hem yerel hem de uluslararası pazarlarda dağıtmaktadır.
Church & Dwight Co Inc	ABD	Kişisel bakım, ev temizlik ve özel kimyasallar üretir. ABD ve global pazarlarda Arm & Hammer gibi markalarıyla bilinmektedir.
Nu Skin Enterprises Inc - A	ABD	Anti-aging cilt bakım ürünleri ve beslenme takviyeleri geliştirmektedir. Asya, Amerika ve Avrupa'da doğrudan satış modeliyle faaliyet göstermektedir.
Natural Alternatives Intl	ABD	Sporcu beslenmesi, bağışıklık destekleyici ve özel formülasyonu sağlık ürünleri geliştirir. Ürünlerini hem markalı hem de private label olarak global pazarlarda satmaktadır.
Medifast Inc	ABD	Kilo yönetimi ve diyet ürünler sunmaktadır. Optavia markasıyla ABD ve uluslararası pazarlarda doğrudan satış yapmaktadır.
Natures Sunshine Prods Inc	ABD	Bitkisel takviyeler, vitaminler ve mineraller üretmektedir. Kuzey Amerika, Avrupa ve Asya'da faaliyet göstermektedir.
Aker Biomarine Asa	Norveç	Krill bazlı omega-3 ürünleri ve protein takviyeleri geliştirir. Avrupa, Kuzey Amerika ve Asya pazarlarına hizmet vermektedir.
Health And Happiness H&H Intl	Hong Kong	Bebek mamaları, beslenme takviyeleri ve cilt bakım ürünleri üreticisidir. Ürünleri Asya ve Avrupa pazarlarında satılmaktadır.
Tai Co Ltd	Tayvan	Sağlık ve kozmetik ürünlerine odaklanan bir biyoteknoloji şirkettir. Ürünleri Asya ve Kuzey Amerika'da pazarlanmaktadır.
Sanofi	Fransa	Aşlar, reçeteli ilaçlar ve OTC (reçetesiz) ürünler sunmaktadır. Küresel pazarlarda sağlık sektöründe geniş bir yelpazede faaliyet göstermektedir.
Bloomage Biotechnology Cor-A	Çin	Hiyalüronik asit ve biyoteknolojik cilt bakım ürünleri üretir. Çoğunlukla Asya ve Avrupa pazarlarına hizmet sunmaktadır.
Shijiazhuang Yiling Pharma-A	Çin	Geleneksel Çin tıbbi ürünleri ve modern ilaçlar geliştirmektedir. Çin ve Asya pazarlarına odaklanmıştır.
Bellring Brands Inc	ABD	Protein tozları, içecekler ve sporcu takviyeleri sunar. ABD ve uluslararası pazarlarda aktif olarak faaliyet göstermektedir.
Laurus Labs Ltd	Hindistan	Farmasötik aktif bileşenler, jenerik ilaçlar ve beslenme takviyeleri üretir. Hindistan, Avrupa ve Amerika pazarlarında yer alır.
Dhg Pharmaceutical Jsc	Vietnam	İlaçlar, vitaminler ve sağlık ürünleri geliştirir. Vietnam, Güneydoğu, Asya ve global pazarlara ürün tedarik eder.
Probi Ab	İsveç	Probiyotik bazlı ürünler ve sağlık çözümleri geliştirir. Avrupa, Asya ve Amerika pazarlarına odaklanmaktadır.

Uluslararası: Borsalar Şirketler Finans Çözümleri				31 Mayıs	Son 12 Ay				Net Borç/ EBITDA Ortası		EBITDA Marj	Son 12 Ay	Carı		
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	FKK	PD/DD	EV/EBITDA A24T	Son Üç Yıl YBBO (%)	Son Üç Yıl YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
Kuzey Amerika Gelişmiş Ülkeler	Hain Celestial Group Inc	HAIN US Equity	Amerika	67	3,4	0,4	1,7	0,3	6,2	-8,2%	M.D	12,4%	M.D	2,6	
	Jameson Wellness Inc	JWEL CN Equity	Kanada	1.047	12,1	2,2	18,7	2,9	9,6	14,7%	6,6%	18,4%	2,8	0,8	
	Church & Dwight Co Inc	CHD US Equity	Amerika	22.647	18,9	3,9	29,8	5,4	16,2	4,8%	-0,2%	22,8%	1,4	0,4	
	Nu Skin Enterprises Inc - A	NUS US Equity	Amerika	288	2,7	0,3	5,1	0,4	M.D	-12,6%	-24,9%	10,8%	0,5	0,1	
	Natural Alternatives Int'l	NAI US Equity	Amerika	16	M.D	0,5	M.D	0,3	M.D	-7,3%	M.D	-2,0%	M.D	0,9	
	Medifast Inc	MED US Equity	Amerika	140	M.D	M.D	M.D	0,7	M.D	-37,6%	-51,4%	5,6%	(47,8)	(0,8)	
	Nature's Sunshine Prods Inc	NATR US Equity	Amerika	300	7,8	0,7	17,7	2,3	5,6	4,4%	4,2%	8,2%	(1,6)	(0,4)	
	Baking Brands Inc	BRBR US Equity	Amerika	1.038	10,6	1,3	7,4	M.D	6,6	18,1%	11,9%	12,3%	3,7	(2,9)	
	Ortalama			3.204	11,9	1,3	15,7	1,2	8,8	-2,6%	-9,0%	11,2%	(6,8)	0,2	
	Medyan			339	11,3	0,7	17,7	0,5	6,6	-0,9%	2,0%	11,8%	0,9	0,3	
	Minimum			16	2,7	0,3	1,7	0,3	5,6	-37,6%	-51,4%	-2,0%	(47,8)	(2,3)	
	Maksimum			22.647	18,9	3,9	29,8	5,4	16,2	19,1%	11,9%	22,8%	3,7	2,6	
Asya Pasifik Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Health And Happiness H&H Int'l	1112 HK Equity	Hong Kong	1.027	7,5	1,0	35,4	1,2	5,7	4,2%	-3,0%	M.D	4,1	1,2	
	To Co Ltd	8436 TT Equity	Tayvan	450	6,6	1,7	12,9	1,6	5,2	-1,8%	-4,1%	26,0%	(1,7)	(0,3)	
	Bloomeg Biotechnology Cor-A	688363 CH Equity	Çin	2.764	M.D	4,8	72,6	2,6	19,2	-12,6%	M.D	M.D	M.D	(0,1)	
	Shijiazhuang Yiting Pharma-A	002603 CH Equity	Çin	3.896	M.D	3,3	18,3	2,3	8,7	-11,4%	M.D	M.D	M.D	(0,2)	
	Laurus Labs Ltd	LAURUS N Equity	Hindistan	7.586	31,4	8,2	81,6	13,7	M.D	5,7%	2,8%	26,1%	1,4	0,4	
	Dhg Pharmaceutical Jsc	DHG VN Equity	Viyetnam	468	9,8	2,1	14,1	2,8	6,7	4,2%	7,8%	21,2%	(2,0)	(0,5)	
	Ortalama			2.698	13,8	3,5	38,3	4,0	8,1	-2,0%	0,8%	24,4%	0,4	0,1	
	Medyan			1.895	8,7	2,7	27,4	2,5	5,7	1,2%	-0,1%	26,0%	(0,2)	(0,1)	
	Minimum			450	6,6	1,0	12,9	1,2	5,2	-12,6%	-4,1%	21,2%	(2,0)	(0,5)	
	Maksimum			7.586	31,4	8,2	81,6	13,7	19,2	5,7%	7,8%	26,1%	4,1	1,2	
	Avrupa Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Glanbia Plc	GLB ID Equity	İrlanda	5.705	5,4	1,2	32,2	3,0	11,3	-11,7%	5,2%	M.D	1,5	0,3
		Sanofi	SAN FP Equity	Fransa	108.270	8,9	2,4	18,0	1,3	6,8	1,2%	-5,6%	25,5%	1,0	0,1
Probi Ab		PROB SS Equity	İsviçre		26,4	4,4	M.D	M.D	M.D	-4,3%	-8,6%	16,6%	(2,6)	(0,2)	
Aker Biomarine Asa		AKBM NO Equity	Norveç	1.027	18,3	5,0	M.D	7,3	16,2	-6,1%	9,4%	27,4%	3,4		
Ortalama				38.334	15,7	2,6	25,6	2,1	11,5	-5,2%	0,3%	23,2%	0,8	0,1	
Medyan				5.705	13,8	2,4	25,6	2,1	11,3	-5,2%	0,3%	25,5%	1,3	0,1	
Minimum			1.027	8,9	1,2	19,0	1,3	6,9	-11,7%	-8,6%	16,6%	(2,6)	(0,2)		
Maksimum			108.270	26,4	5,0	32,2	7,3	16,2	1,2%	9,4%	27,4%	3,4	0,3		
Global	Ortalama			12.765	13,8	2,0	28,1	1,7	9,5	-3,0%	-3,5%	16,6%	-2,6	12%	
	Medyan			1.027	10,2	1,7	19,0	1,6	6,9	-3,0%	1,3%	17,5%	1,2	10%	
	Minimum			16	2,7	0,3	1,7	0,3	5,6	-37,6%	-51,4%	-2,0%	-47,8	-231%	
	Maksimum			108.270	26,4	5,0	32,2	7,3	16,2	18,1%	11,8%	27,4%	4,1	256%	
	Ortalama			27.483	10,2	1,7	19,0	1,6	6,9	2,8%	5,3%	34,0%	47,9%	39,4%	

Piyasa Çarpanları Yurtiçi Çarpanlar

BİST Sağlık ve İlaç şirketleri çarpanları ile 29.739 mn TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

BİST Sağlık ve İlaç şirketleri baz alındı. BİST'te işlem gören ve Şirket ile birebir aynı konuda faaliyet gösteren herhangi bir şirket bulunmamaktadır. Bununla birlikte, Şirket'in bağımsızlık destek ürünleri ve dermokozmetik gibi sağlık odaklı ürün grupları, ilaç ve sağlık sektörü ile ortak tüketici kitlesi ve pazar dinamikleri paylaşmaktadır. Değerlemede EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. Değerlemede medyan çarpanlar kullanılmıştır. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle, TMS 29 uygulayan şirketlerde net dönem karı, nominal bir kar değil, enflasyona göre göreceli bir kar seviyesini ifade etmekte olduğundan F/K çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. 2026/03 yurt içi çarpanları ile şirket için hesaplanan piyasa değeri 33.043 mn TL olmasına rağmen, özellikle örneklemedeki şirketlerin finansal tablo dönemleri itibarıyla volatil bir çarpan seyri izlemesi sebebiyle yurt içi çarpanlardan bulunan değere %10 iskonto uygulanmıştır. İskonto sonrası nihai değere baz olan yurt içi çarpan piyasa değeri 29.738,5 mn TL'dir.

BİST Sağlık & İlaç							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2026/03	2026/03	2026/03
BİST Kodu	Şirket Adı	PD (MilyonTL)	EV/ EBITDA 2026/03	EV/ Satış lar 2026/03	F/K 2026/03	PD/DD 2026/03	2022-2026/03 YBBO(%)	2022-2026/03 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
LKMNH	Lokman Hekim Sağlık	3.532	5,8	1,4	25,2	1,4	23,1%	35,2%	23,4%	2,3	0,92
MPARK	MLP Sağlık	89.919	6,4	1,9	15,8	2,2	27,5%	34,6%	29,1%	0,9	0,38
EGEPO	Nasmed Egepol	9.265	40,6	6,5	235,3	4,4	22,6%	-6,3%	15,9%	(0,7)	(0,07)
TNZTP	Tapdi Tınaztepe	9.760	6,6	2,7	14,4	1,1	30,6%	60,8%	40,1%	(0,4)	(0,06)
ANGEN	Anatolia Tanı Ve Biyoteknoloji	2.418	37,9	3,8	(7,5)	1,4	40,6%	1,3%	9,9%	4,9	0,21
DEVA	Deva Holding	12.831	10,0	0,8	(13,9)	0,4	8,6%	-19,4%	7,7%	1,5	0,08
RTALB	RTA Laboratuvarları	1.895	77,1	7,6	6,3	0,6	30,9%	A.D	9,8%	0,9	0,01
TRILC	Türk İlaç Serum	2.572	4,9	1,3	(120,6)	1,3	30,9%	65,7%	26,8%	3,0	2,05
GENIL	Gen İlaç	37.755	15,1	2,0	49,0	3,2	28,7%	30,5%	13,1%	1,3	0,29
Ortalama		18.883	24,9	2,0	22,1	1,8	27,0%	25,3%	19,5%	1,5	0,4
Medyan		9.265	12,5	1,9	15,8	1,4	28,7%	32,5%	15,9%	1,3	0,2
Minimum		1.895	4,9	0,8	(120,6)	0,4	8,6%	-19,4%	7,7%	-0,7	-0,1
Maksimum		89.919	77,1	7,6	235,3	4,4	40,6%	65,7%	40,1%	4,9	2,1
Orzaks		33.043	12,5	4,3	26,2	9,9	2,6%	5,3%	34,0%	0,5	0,4
Orzaks - İskonto Uygulanmış*		29.739	11,3	3,8	23,6	8,9	2,6%	5,3%	34,0%	0,5	0,4

*Örneklemedeki şirketlerin finansal tablo dönemleri itibarıyla volatil bir çarpan seyri izlemesi sebebiyle yurt içi çarpanlardan bulunan değere %10 iskonto uygulanmıştır

Çarpan Değerlemesi**EV/EBITDA çarpanı tercih edilmiştir.**

EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. Değerlemede EV/EBITDA çarpanı kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir. TMS 29 uygulayan şirketlerde net dönem karı, nominal bir kar değil, enflasyona göre göreceli bir kar seviyesini ifade etmektedir. Enflasyon muhasebesinde net dönem karının tahmini zor olduğundan, bu belirsizlik üzerine değerlendirme yapmak makul bir yaklaşım olarak değerlendirilmemektedir. Bu nedenle, enflasyon muhasebesine tabi finansal tablolar için yapılan değerlemelerde F/K çarpanı kullanılmamıştır. Ayrıca faaliyet karlılığı ile doğrudan ilişkide bulunmamaları nedeniyle PD/DD ve EV/Satış rasyoları da çalışmada kullanılmamıştır. Değerlemede İNA ve Çarpan metodunda gelen değerlere %50'şer ağırlık verilerek nihai değer tespit edilmiştir. 2026/03 yurt içi çarpanları ile şirket için hesaplanan piyasa değeri 33.043 mn TL olmasına rağmen, özellikle örneklemedeki şirketlerin finansal tablo dönemleri itibariyle volatil bir çarpan seyri izlemesi sebebiyle yurt içi çarpanlardan bulunan değere %10 iskonto uygulanmıştır. İskonto sonrası nihai değere baz olan yurt içi çarpan piyasa değeri 29.738,5 mn TL'dir

Mn TL	Değer
Orzaks EBITDA 2026/03 4Ç	2.743
BIST Sağlık & İlaç Medyan EV/EBITDA (x)	12,5
BIST Sağlık & İlaç Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	34.357
Orzaks Net Borç 2026/03	1.314
BIST Sağlık & İlaç EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	33.043
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	100%
BIST Sağlık & İlaç Endeksinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	33.043
<i>BIST Sağlık & İlaç Endeksine Uygulanan İskonto Oranı</i>	<i>10,0%</i>
İskonto Sonrası BIST Sağlık & İlaç Endeksinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	29.739

Mn USD	Değer
Orzaks EBITDA 2026/03 4Ç	62
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	10,2
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri (USD)	631
Orzaks Net Borç 2026/03	30
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (USD)	602
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	100%
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri Mn USD	601,8
<i>24.05.2026 USD/TL Kur</i>	<i>45,67</i>
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri Mn TL	27.483

Nihai Değer

21.183 mn TL iskonto sonrası halka arz piyasa değeri

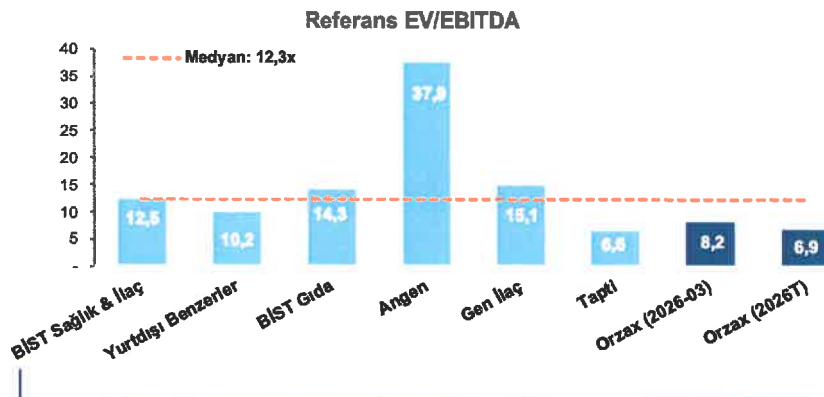
Halka arz piyasa değeri 2026/03 EBITDA verisine göre 8,2x EV/EBITDA ve 16,8x F/K çarpanlarına işaret etmektedir

6,9x EV/EBITDA 2026T. Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Şirket'in ana faaliyeti gereği BİST Sağlık & İlaç şirketleri yurtiçi benzer grup olarak belirlenirken borsada şirket ile tam benzer faaliyette bulunan bir firma bulunmamaktadır. Yurtdışında ise firma ile daha benzer alanda faaliyet gösteren şirket bulmak daha kolay olduğu için yurtdışı benzerlere de yurtiçi kadar ağırlık verilmiştir. **Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu sonrası 21.183 mn TL piyasa değeri ve pay başı 69,0 TL değer tespit edilmiştir. Bulunan değer cari 8,2x EV/EBITDA ve 16,8x F/K çarpanlarına işaret etmektedir. Bununla birlikte Şirket'in geçmiş yıllarda olduğu gibi (ortalama yıllık %27,1 büyüme) gelecekte kapasite artışı yatırımı ile yıllık ortalamada %19 reel büyüme beklemesi cari verilerden ziyade gelecek yıllardaki beklenen çarpanları öne çıkarmaktadır. 2026 yılı için önemli bir büyüme potansiyeli barındırması 2026 EBITDA beklentisine göre çarpanı öne çıkarmaktadır. Ayrıca doktorlar ile uzun yıllara dayanan güçlü ilişkiler, güvenin önemli olduğu sağlık sektöründe sektöre ilk girenlerden olması ve Orzax markasının sektörde güçlü olması ve ihracat tarafında 50 ülkede bayilik anlaşmalarının imzalanması ve yurtdışında stratejik ülkelerde satışları desteklemek adına şirketler kurulması ihracat kaynaklı yüksek büyüme hikayesi anlamına gelmektedir. Şirket'in katma değer anlamına gelen yüksek kar marjı da dikkate değerdir. Yeni ürün üretilmesi sektörde büyümeleri desteklerken 2024 yılında 114 olan ürün çeşidinin 2025 yılında 140'a aşmış olması da 2026 büyümesini öne çıkarmaktadır. 2026 sonu beklentilerine göre EV/EBITDA'nın 6,9x ile sağlık ve ilaç sanayi şirketlerine göre makul bir seviye olduğu kanaatine varılmıştır. TMS29 sonrası bu çarpan daha da gerileyecektir.**

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başlı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	24.504	50,0%	79,82
Yurtdışı Benzerler	27.483	25,0%	89,52
BİST Sağlık & İlaç	29.739	25,0%	96,87
Halka Arz Piyasa Değer	26.557	100%	86,51
Halka Arz İskontosu	-20%		
Nihai Değer	21.183		69,00

Değer Çarpanları	2026/03	2026T	2027T
EV/EBITDA	8,2	6,9	5,0
F/K	16,8	m.d.	m.d.
EV/Net Satış	2,8	2,2	1,6
PD/DD	6,3	m.d.	m.d.

Grafik: 6 Sektör çarpanlarının altından Orzax fiyatlandı...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Sektör

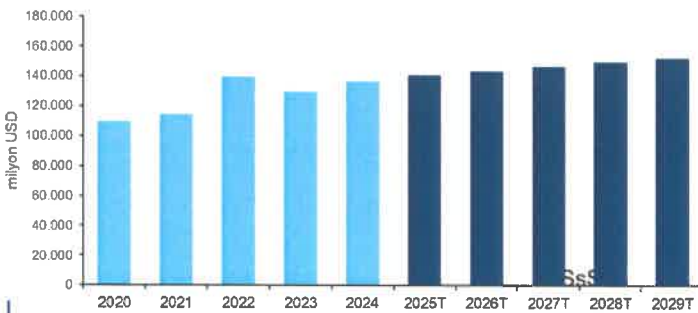
2024 yılında takviye edici gıda pazarı 138 milyar USD büyüklüğe ulaşmış olup 2025-2029 yılları arasında yıllık bileşik büyüme oranının %2,3 olacağı tahminlenmektedir.

2024 ve 2030 yılları arasında Avrupa'daki takviye edici gıdalar pazarının bileşik bazda yıllık %7, Orta Doğu'daki takviye edici gıdalar pazarının ise bileşik bazda yıllık %10,1 büyüme oranı ile büyümesi beklenmektedir.

Dünya çapında takviye edici gıdaların perakende satışları bütün satışlar içinde %80'lik bir paya sahiptir.

Küresel takviye edici gıdalar pazarı. Şirket, takviye edici gıda sektöründe faaliyet göstermektedir. Amerika Birleşik Devletleri'nde 1990'lı yıllara kadar takviye edici gıdalar, kısıtlı bir alanda kullanım içerisindeyken 1994 yılı itibarıyla DSHEA'in (Dietary Supplement and Health Education Act) takviye edici gıdalara yaklaşımının değişmesiyle beraber bu sayıların artmaya başladığı görülmüştür. NHANES (National Health and Nutrition Examination Survey) verileri uyarınca 1999'dan 2012'ye kadar gıda takviyeleri kullanımının %17,7 oranında sabit kalmış olup 2016 yılında yetişkinlerin yaklaşık yarısının takviye edici gıda kullandığı tespit edilmiştir. Grandview Research'ün "2024 yılındaki Bileşene (Vitaminler, Mineraller, Probiyotikler), Forma (Kapsüller, Sakızlar, Sıvılar), Son Kullanıcıya, Uygulamaya, Türe, Dağıtım Kanalına, Bölgeye ve Segment Tahminlerine Göre Besin Takviyeleri Pazar Büyüklüğü, Payı ve Trend Analizi 2025 – 2033 Raporu" uyarınca, takviye edici gıda pazarı, 2024 yılında dünya çapında toplam 192,7 milyar ABD doları büyüklüğe ulaşmıştır ve bu pazarın 2025-2033 yılları arasında dünya çapında bileşik bazda yıllık %8,9 büyümesi beklenmektedir. Precedence Research verilerine göre ise diyet takviyeleri pazarının 2024 yılında 189,2 milyar ABD Doları büyüklüğe ulaştığı belirtilmiştir. IADSA (International Alliance of Dietary/Food Supplement Associations) verilerine göre ise küresel vitamin ve diyet takviyeleri pazarı 2024 yılında 138 milyar USD büyüklüğe ulaştığı belirtilmektedir birlikte 2025-2029 yılları arasında bileşik bazda yıllık %2,3 büyümesi beklenmektedir. Dünya çapında vitamin ve diyet takviyeleri pazarında 2020-2024 yılları arasında bileşik bazda yıllık %5,4 büyüme gerçekleşmiştir. Tüketicilerin spor salonları, bisiklet, koşu, yürüyüş, trekking vb. spor ve fitness aktivitelerine artan katılımının ve önleyici sağlık uygulamalarının önümüzdeki yıllarda pazar büyümesi üzerinde önemli bir etkiye sahip olması beklenmektedir. Dünya takviye edici gıdalar pazarındaki gelirlerin %30'u vitamin takviyelerinden elde edilmiştir. Form bakımından 2024 yılında dünya takviye edici gıdalar pazarındaki gelirlerin %31,6'sı tablet formundaki takviye edici gıdalardan gelmiştir. Toz formundaki takviye edici gıdalara olan talep ise, kullanım kolaylığı ve diğer gıda maddelerine daha kolay entegre edilmesi nedeniyle dünya pazarında 2024'ten 2030'a kadar yaklaşık %9'luk bir bileşik bazda yıllık büyüme oranı ile artması beklenmektedir. Toz formundaki besin takviyesi segmentinin değeri 20 milyar ABD dolarını aşmıştır. Dünya çapında likit formdaki takviye edici gıdalar pazarının ise 2024'ten 2030'a kadar bileşik bazda yıllık %12,2 büyüme oranı ile büyüyeceği öngörülmektedir. 2023 yılında dünya çapında takviye edici gıdaların perakende satışları bütün satışlar içinde %80'lik bir paya sahiptir. Dünya çapında süpermarketler ve hipermarketler aracılığıyla yapılan satışların da bu mağazaların tüketicilere sunduğu kolaylık ve erişilebilirlik sayesinde önümüzdeki yıllarda bileşik bazda yıllık yaklaşık %8,5 büyüme oranı ile büyümesi beklenmektedir. Vitamin ve diyet takviyeleri özelinde ise, dünya çapında e-ticaret satışlarının payı her yıl artış göstererek 2024 yılında %30'a çıkmıştır.

Vitamin ve Besin Takviyesi Küresel Pazarı Genel Bakış

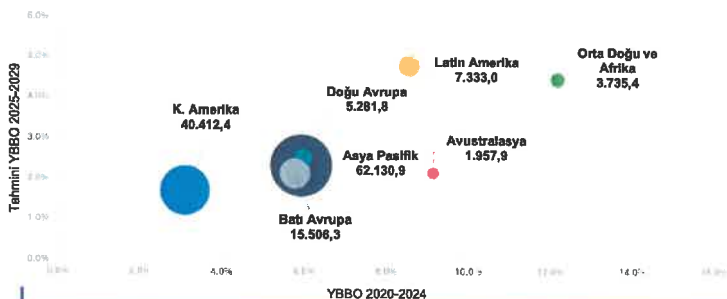


Kaynak: IADSA (International Alliance of Dietary/Food Supplement Association) – Global Market Data

Küresel Vitamin ve Diyet Takviyeleri Pazarının Bölgelere ve Pazar Büyüklüklerine Göre Kırılımı, 2024

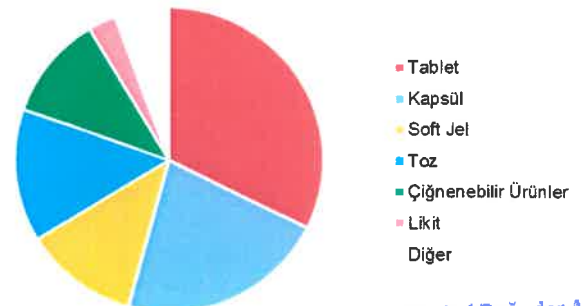
Bölge	Pazar Büyüklüğü (milyar USD)
Asya-Pasifik	62.131
Kuzey Amerika	40.412
Batı Avrupa	15.506
Doğu Avrupa	5.282
Latin Amerika	7.333
Orta Doğu ve Afrika	3.735
Avustralasya	1.958

Küresel Vitamin ve Diyet Takviyeleri Pazarının Bölgelere ve Pazar Büyüklüklerine Göre Kırılımı, 2024 (milyar USD)



Balon büyüklükleri, market büyüklüğünü göstermektedir.
Kaynak: IADSA, Passport

Formlarına Göre Takviye Gıdalarının Dağılımı



Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah. İhlamur Bld. No:3 Ağaçlı My Network
İç Kapı No: 88 Nispetiye / İstanbul
Boğaziçi Kurumlar M.D.47 / 0436 187
Mersis No:04780036700001

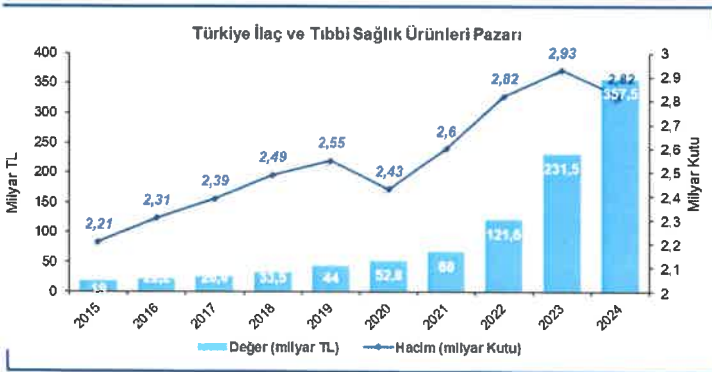
Sektör

Türkiye ilaç ve tıbbi sağlık ürünleri pazarı, 2024 yılında 357,5 milyar TL büyüklüğe, sağlık ürünleri pazarı ise 20,9 milyar TL büyüklüğe ulaşmıştır.

2024 yılında sağlık ürünleri pazarında yer alan ithal ürünler yıllık %52,7 büyümeye 10 milyar TL'ye, imal ürünler ise %69,1 büyümeye ile 10,9 milyar TL'ye ulaşmıştır.

Insights10 verilerine göre Türkiye'de yapılan anketler sonucunda takviye edici gıda kullanımı için en sık belirtilen sebepler genel sağlığı iyileştirmek (%48,9) ve hastalıkları önlemek (%43,7).

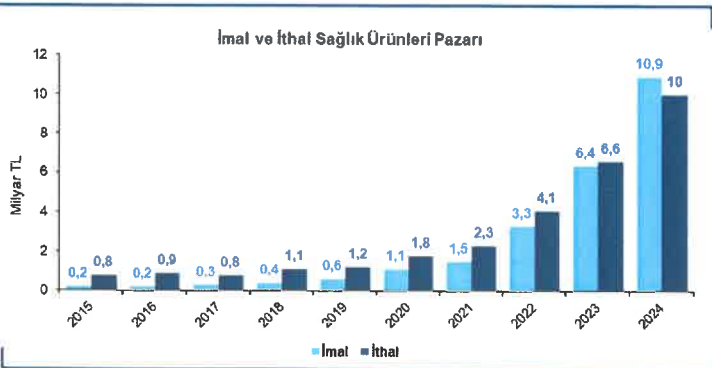
Türkiye'de ilaç ve tıbbi sağlık ürünleri pazarı. Türkiye'de sağlık ürünleri pazarı, Söz konusu pazar, ilaç şirketlerinin de portföylerinde yer alan T.C. Sağlık Bakanlığı'ndan onaylı geleneksel bitkisel tıbbi ürünler, farmasötik formdaki bazı tıbbi cihazlar ile T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı'ndan onaylı mamalar, vitaminler ve gıda takviyelerinden oluşmaktadır. İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası 2024 Türkiye İlaç Sektörü Raporu uyarınca, Türkiye ilaç ve tıbbi sağlık ürünleri pazarı 2024 yılı hastane ve eczane kanalında değer bazında %54,4 büyümeye ile 357,5 milyar TL'ye ulaşırken, kutu ölçeğinde ise %3,5 gerileme ile 2,8 milyar kutu seviyesine inmiştir. İlaç, özel tıbbi amaçlı diyet gıda, geleneksel bitkisel tıbbi ürün gibi Sağlık Bakanlığı onaylı ürünler ile Tarım ve Orman Bakanlığı'ndan onaylı mamalar, vitaminler ve gıda takviyelerinden oluşan sağlık ürünleri pazarı 2023 yılında ise kutuda %3,6, değerde %90,4 oranında büyümüştü. 2015-2024 yılları arası dönemsel olarak incelendiğinde ilaç pazarının 17,6 milyar TL düzeyinden %1.749 oranında artışla 324,6 milyar TL düzeyine ulaştığı görülmektedir. Bu büyümeye, bileşik bazda yıllık %38,3 düzeyinde bir artış ifade ederken aynı dönemdeki %1.403 düzeyindeki üretici fiyatları enflasyonu göz önüne alındığında reelde sadece %23,1 oranında bir büyümeye işaret etmektedir. İlaç pazarı 2015-2024 yılları arasında hacim ölçeğinde incelendiğinde ise pazarın 2,06 milyar kutudan %24,8 artışla 2,57 milyar kutuya ulaştığı görülmektedir. Bu artış, bileşik bazda yıllık %2,5 seviyesindedir. Özellikle son 5 yıldır ilaç kuru ile güncel kur arasındaki makasın iyice açılması, ilaç sektörünün mücadele gücünü iyice zayıflatmış sanayi üretim verilerinde ilk defa gerileme gözlenmiştir. Sektör 10 yıllık dönemde hacimde %24,8 oranında büyümesine rağmen değer bazında reel büyümeye sadece %23,1 seviyesinde kalmıştır. 2024 yılında sağlık ürünleri pazarında yer alan ithal ürünler değerde %52,7 büyümeye ile 10 milyar TL'ye, imal ürünler ise değerde %69,1 büyümeye ile 10,9 milyar TL'ye ulaşmıştır. İthal ilaçların pazar büyüklüğü 2024 yılında %57,9 artış oranı ile 88,9 milyar TL'den 140,4 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2015-2024 yılları arası dönemde ise ithal ürünler değerde %1.293,3 oranında yükseliş göstermiştir. Toplam sağlık ürünleri pazarı aynı dönemde %2.148,3 oranında büyümesine rağmen reel olarak incelendiğinde büyümeye %49,6 seviyesinde kalmaktadır. Sağlık ürünleri pazarında 2024 yılında ithal ürünler %7,8 oranında düşüşle 37,1 milyon kutuya, imal ürünler %1,2 oranında düşüşle 55,6 milyon kutuya gerilemiştir. 2015-2024 döneminde ise ithal ürünler kutuda %14 gerilerken, imal ürünler %150,4 oranında artmış, tüm sağlık ürünleri pazarı ise toplamda %41,8 oranında büyümüştür. Sağlık ürünleri pazarının fiyat dağılımına ilişkin olarak ise, 2015 yılında 14,2 olan ortalama fiyat %1485,4 oranında artarak 2024 yılında 225,4 seviyesine yükselmiştir. Aynı dönemde ithal ürünlerin ortalama fiyatı %1.431,9 artarak 17,6 TL seviyesinden 269,8 TL'ye, imal ürünlerin ortalama fiyatı ise %2.470,5 artarak 7,6 TL'den 195,8 TL'ye ulaşmıştır.



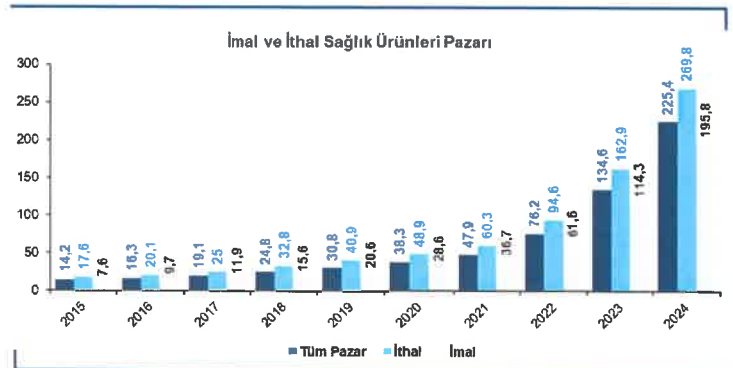
Kaynak: IQVIA, IEIS, İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası 2024 Türkiye İlaç Sektörü Raporu



Kaynak: IQVIA, IEIS, İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası 2024 Türkiye İlaç Sektörü Raporu



Kaynak: IQVIA, IEIS, İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası 2024 Türkiye İlaç Sektörü Raporu



Kaynak: IQVIA, IEIS, İlaç Endüstrisi İşverenler Sendikası 2024 Türkiye İlaç Sektörü Raporu

Lisans Belgeleri:

**SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.
LİSANS DURUM BELGESİ****MERNİS KİMLİK BİLGİLERİ**

T.C. Kimlik No : 26288042136
Adı Soyadı : HÜSEYİN GÜLER

LİSANS BİLGİLERİ

Lisans Adı : SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI
Belge Numarası : 203904
Geçerlilik Tarihi : 20.01.2029
Düzenlenme Tarihi : 23.02.2017
Lisans Durumu : AKTİF LİSANS

İLGİLİ MAKAMA

Lisans kayıtlarının Kuruluşumuz nezdinde tutulduğu Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinde yapılan sorgulama sonucunda; HÜSEYİN GÜLER ismi kişinin ilgili lisansına ait bilgiler yukarıda verilmiştir.

Bu belgenin doğruluğu <https://www.turkiye.gov.tr/belge-dogrulama> adresinden veya <https://lts.spl.com.tr/bilgi-sorgulama> adresinden kontrol edilebilir. Ayrıca mobil cihazlardan yükleyeceğiniz e-Devlet Kapısı'na ait Elektronik Belge Doğrulama uygulaması ile yukarıki karekod okutularak da doğrulama yapılabilir.



Sermaye Piyasası Kurulu

Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na

Mustafa Kemal Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu)

No:156 06530 Çankaya/Ankara

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahnamenin bir parçası olan işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah. İhlamur Biv. No:3 Aşağılı My Newwork
İç Kapı No:156 Eskişehir / İstanbul
Boğaziçi Kurumlar V.D.419 133 787
Mersis No:047800367870001

Engin Emre SEÇEN

Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER

Genel Müdür Yardımcısı