



ORZAKS İLAÇ VE KİMYA SANAYİ TİCARET A.Ş.

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

Haziran 2026



İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. ÖZET FİNANSAL GÖRÜNÜM	5
IV. DEĞERLEME	7
V. GÖRÜŞ	11

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29. maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ziraat Yatırım") tarafından İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (kısaca "İno Yatırım") lider olduğu Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. ("Orzaks" veya kısaca "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İno Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin İzahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	■ 307.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	■ 338.500.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 31.500.000 TL nominal – Sermaye Artırımı ■ 21.000.000 TL nominal – Ortak Satışı* ■ Toplam – 52.500.000 TL nominal
Dağıtım Yöntemi	■ Eşit Dağıtım (Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara ve Grup Çalışanlarına)
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyat ile Talep Toplama Yöntemi
Halka Arz Fiyatı	■ 69,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 3.622.500.000,00 TL
Halka Arz Oranı	■ %15,51
Halka Arz Tarihi	■ 29-30 Haziran, 1 Temmuz 2026
Borsada İşlem Görmeye Tarihi (tahmini) / Pazarı	■ 7-8 Temmuz 2026 / Yıldız Pazarı
Halka Arz Tahsisatı	■ 29.925.000 TL nom. - %57- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ■ 1.575.000 TL nom. - %3- Grup Çalışanları ■ 15.750.000 TL nom. - %30- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar ■ 5.250.000 TL nom. - %10- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar
Halka Arz Liderleri	■ İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Lider)
Taahhütler	■ Şirket, -Halka arz edilen payların Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, Şirket tarafından herhangi bir bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımı yapılmamasına ve Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının bu suretle artırılmamasına, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arz konusuna edilmemesine bu doğrultuda bir karar alınmamasına ve/veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmamasına, bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapılmamasına ilişkin taahhüt vermiştir. ■ Şirket'in mevcut ortakları, -Şirket'in mevcut pay sahipleri, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca sahip oldukları Şirket paylarını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arz konusuna etmeyeceklerini ve/veya Borsa İstanbul'a veya Sermaye Piyasası Kurulu'na veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunmayacaklarını ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapmayacaklarını ve ayrıca Şirket paylarının halka arzına ilişkin İzahname'nin onay tarihinden itibaren 1 (bir) yıl, boyunca sahip oldukları Şirket paylarını, payların halka arz fiyatından bağımsız olarak, Borsa İstanbul'da veya Borsa İstanbul dışında satmayacaklarını, başka yatırımcı hesaplarına virmanlamayacaklarını veya Borsa İstanbul'da özel emir ile ve/veya toptan satış işlemlerine konu etmeyeceklerini kabul, beyan ve taahhüt etmişlerdir.
Günlük Alım Emri Taahhüdü	■ Şirket'in mevcut pay sahiplerinden olan ve aynı zamanda ortak satış yöntemiyle paylarını halka arz edecek olan Yunus Emre Alimoğlu adına Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı gün dahil olmak üzere 5 işlem günü süreyle (Günlük Alım Emri Taahhüdü Süresi) her gün açılış seansında, halka arz fiyatından, İno Yatırım aracılığı ile 2.625.000 günlük geçerli alım emri girecektir. Günlük Alım Emri Uygulaması boyunca satın alınan Şirket payları, Borsa'da Günlük Alım Emri Taahhüdü Süresi içinde (5 iş günü) satışa konu olamayacaktır. Halka Arz Eden Pay Sahibi, aynı zamanda geri alım emri taahhüdü kapsamında pay alınması halinde, alınan payların 1 yıl süreyle halka arz fiyatının altında satışa sunulmayacağını kabul, beyan ve taahhüt etmiştir.
Fiyat İstikrarı	■ Planlanmamaktadır.

* Mevcut ortaklardan Yunus Emre ALIMOĞLU'nun sahip olduğu 21.000.000 TL nominal değerli B grubu paylar halka arz konusuna edilecektir.

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Orzaks Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret A.Ş. ("Orzaks" veya "Şirket") 22.10.2004 tarihinde İstanbul'da kurulmuş olup, 07.09.2012 tarihinde limited şirketten anonim şirkete dönüşerek güncel ünvanını almıştır.
- Şirket'in mevcut ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Orzaks Ortaklık Yapısı					
Pay Sahibi	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
	Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Yunus Emre Alimoğlu	A	30.060.000	9,79%	30.060.000	8,88%
	B	128.940.000	42,00%	107.940.000	31,89%
Alyors	A	62.040.000	20,21%	62.040.000	18,33%
	B	85.960.000	28,00%	85.960.000	25,39%
Halka Açık Kısım	B	-	-	52.500.000	15,51%
Toplam		307.000.000	100,0%	338.500.000	100,0%

- Şirket, takviye edici gıdalar sektöründe Omega 3 ürünleri, vitamin-mineral destekleri, bitkisel ekstratlar, özel takviyeler, probiyotik, kolajen, çığnenebilir 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 alt yapıya sahiptir. Bu yolla Şirket, ürünlerini yaklaşık 30.000 eczaneye ulaştırırken, tahsilatını ise sadece birkaç ecza deposu üzerinden, satışların ardından alınan vadeli çeklerle gerçekleştirebilmektedir.
- Şirket'in 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 Orzaks Centrel Asia (Kazakistan), Orzaks L.L.C-FZ (Birleşik Arap Emirlikleri)) bağlı ortaklığı bulunmakta olup bununla birlikte yurt içinde kozmetik sanayi sektöründe 1 adet (Estetik Bakım) de dolaylı olarak iştirak ettiği bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Estetik Bakım'ın sermayesinin %100'üne sahip olan Nuvita'nın sermayesini teşkil eden payların tamamı Orzaks'a aittir.
- Şirket'in markalı ürünleri, Şirket'in bağlı ortaklığı Nuvita tarafından üretilmekte olup yurt dışındaki bağlı ortaklıklar ise Şirket'in ilgili ülkelerde, online kanallar üzerinden Orzaks ürünlerinin satışını gerçekleştirmek üzere kurulmuştur.
- Şirket ve bağlı ortaklıklarının, toplamda 9.400 m²'lik Orzaks ve Nuvita Şirket yönetim merkezi, Ofisleri, Nuvita üretim tesisi 1 ve ARGE merkezi; 5.250 m²'lik Nuvita üretim tesisi; 2.576 m²'lik Nuvita depo ve satış ofisi bulunmaktadır.
- Şirket'in bağlı ortaklıklarından Nuvita, Nuvita tesislerinde ürün üretmek isteyen ve üretim tesisi olmayan ya da üretim tesisleri yetersiz olan firmalardan ürün geliştirme hizmeti veya üretip ticari faaliyette bulunmak isteyen firmalara fason üretim hizmeti vermektedir.
- Şirket'in Nuvita Biosearch Center'da gerçekleştirdiği çalışmalar Avrupa Birliği Yeşil Mutabakat Eylem Planı çerçevesinde karbon ayak izi negatif olan projelerdir.
- Şirket'in portföyünde 150'nin üzerinde ürün çeşidi bulunmaktadır.

- Şirket, omega 3, vitamin mineral, çiğnenebilir jel form, kas iskelet sistemi, bağışıklık, özel takviyeler, bitkisel ekstratlar, kolajen, güneş ürünleri, saç sağlığı ve probiyotik kategorileri olmak üzere 11 kategoride kendi markası altında ürün satışı gerçekleştirmektedir.

III. ÖZET FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Orzaks Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Durum Tablosu (TL)				
Dönem	30.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Dönen Varlıklar	4.304.396.078	4.599.302.766	7.658.668.890	8.502.765.102
Nakit ve Nakit Benzerleri	103.188.667	253.025.170	298.642.426	963.137.291
Finansal Yatırımlar	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 Giderler	206.945.465	120.800.769	852.233.577	1.078.884.159
Diğer Dönen Varlıklar	68.517.466	172.845.093	216.722.817	322.242.969
Duran Varlıklar	922.080.922	923.693.012	1.161.289.269	1.339.962.433
Finansal Yatırımlar	1.522.219	777.341	3.478.118	3.478.118
Diğer Alacaklar	589.163	2.378.425	3.656.643	3.973.489
Kullanım Hakkı Varlıkları	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
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	19.685.214	119.903.139	207.863.376	219.263.645
Peşin Ödenmiş Giderler	1.039.793	13.364.453	18.176.970	13.163.930
Ertelemiş Vergi Varlığı	31.903.252	0	0	0
Toplam Varlıklar	5.226.477.000	5.522.995.778	8.819.958.159	9.842.727.535
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.743.338.303	2.489.993.459	4.263.303.708	5.286.822.126
Kısa Vadeli Borçlanmalar	397.041.371	8.366.198	2.158.954.262	3.143.777.499
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	817.827.992	1.428.603.656	630.319.171	294.755.612
Diğer Finansal Yükümlülükler	1.213.979	0	2.242.853	963.584
Ticari Borçlar	526.084.191	610.954.327	784.569.319	924.159.358
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	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
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>216.019.854</i>	<i>11.263.224</i>	<i>47.011.005</i>	<i>20.363.282</i>
Ertelemiş Gelirler	16.419.687	26.068.355	64.121.180	38.824.814
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	337.915.246	11.204.414	134.293.090	150.275.863
Kısa Vadeli Karşılıklar	343.145.469	287.245.090	299.298.872	239.149.778
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.696.038	0	3.694.150	188.177.099
Uzun Vadeli Yükümlülükler	393.234.062	217.425.539	693.297.515	1.219.751.756
Uzun Vadeli Borçlanmalar	378.232.153	178.495.642	482.046.167	945.174.192
Diğer Borçlar	3.821.403	0	0	0
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>3.821.403</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Uzun Vadeli Karşılıklar	11.180.506	36.639.362	38.392.392	65.204.640
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	0	2.290.535	172.858.956	209.372.924
Özkaynaklar	2.089.904.635	2.815.576.780	3.863.356.936	3.336.153.653

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Durum Tablosu (TL)				
Dönem	30.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2.089.904.635	2.815.576.780	3.863.356.936	3.336.153.653
Ödenmiş Sermaye	307.000.000	307.000.000	307.000.000	307.000.000
Sermaye Düzeltmesi Olumlu 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
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	7.022.483	3.152.526	(1.711.404)	(1.711.404)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	0	3.217.776	3.060.833	9.343.628
<i>Yabancı Para Çevrim Farkları</i>	<i>0</i>	<i>3.217.776</i>	<i>3.060.833</i>	<i>9.343.628</i>
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	19.238.208	19.238.208	19.238.208	167.025.555
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	(493.613.824)	473.864.563	1.349.771.045	1.523.415.669
Dönem Net Karı/Zararı	966.407.657	725.253.596	1.052.801.030	348.535.869
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	5.226.477.000	5.522.995.778	8.819.958.159	9.842.727.535

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Kâr Zarar Tablosu (TL)					
Dönem	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Hasılat	7.617.840.663	5.714.622.082	7.331.467.605	1.894.477.235	2.631.799.185
Satışların Maliyeti (-)	(4.047.423.673)	(2.004.582.621)	(2.584.150.499)	(671.907.369)	(930.896.953)
Brüt Kar	3.570.416.990	3.710.039.461	4.747.317.106	1.222.569.866	1.700.902.232
Esas Faaliyet Karı	2.054.265.323	2.057.414.939	2.477.153.249	651.449.593	821.727.391
Finansman Geliri/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı	2.362.950.112	2.079.571.390	2.529.623.748	667.449.604	824.572.868
Parasal Kayıp/Kazanç	(765.248.127)	(757.109.220)	(606.261.001)	(202.087.853)	(79.108.603)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	1.309.834.646	1.012.687.934	1.558.666.266	260.404.543	535.325.699
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri)/Geliri	(402.561.966)	(287.434.338)	(505.865.236)	(120.239.708)	(186.789.830)
Dönem Vergi Gideri	(476.215.549)	(262.164.704)	(333.675.505)	(53.666.735)	(150.275.862)
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	73.653.583	(25.269.634)	(172.189.731)	(66.572.973)	(36.513.968)
Net Dönem Karı/Zararı	907.272.680	725.253.596	1.052.801.030	140.164.835	348.535.869

IV. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Orzaks Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Info Yatırım") tarafından 24.06.2026 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (kısaca "KAP") yayınlanmış olan "Orzaks İlaç ve Kimya Sanayi Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu"nda (kısaca "Rapor") İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Piyasa Çarpanları yöntemlerinin kullanıldığı ifade edilmiştir.

Rapor'da kullanılan Enflasyon, GSYH Büyümesi ve USD/TL varsayımları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Makro Beklentiler	Birim	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Enflasyon-Yıl Sonu	%	53,9%	58,5%	34,9%	30,2%	21,3%	13,9%
Ort. USD/TL	TL	23,75	32,79	39,5	48,1	63,8	73,1
GSYH Büyümesi	%	4,0%	3,5%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%

IV.1 İndirgenmiş Nakit Akımı

Orzaks için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Analizi'nde AOSM hesaplamasında risksiz oran olarak 10 yıllık devlet tahvilinin fiyat hareketleri incelenerek projeksiyon için risksiz faiz oranının tahmin edildiği ifade edilmiştir. 2026 yılında tahvil getirisinin 1 yıllık ortalamasına yakınsayacağı varsayılırken sonraki yıllarda 3 yıllık ve 5 yıllık ortalamasına göre hareket edeceği öngörülmüş olup gelecekte enflasyonda beklenen düşüş ve yurtdışında faiz indirim süreci bu durumu destekleyeceği belirtilmiştir. Uzun vadede ise 10 yıllık devlet tahvilinin tüm zamanlar ortalaması olan %14,8 seviyesinde dengeleneceği varsayılmıştır. Rapor'da risk primi olarak %5,5, beta ise 1 olarak kabul edilmiştir. Söz konusu varsayımlar doğrultusunda sermaye maliyeti 2026 için %34,8 hesaplanmış, 2032 yılına doğru ise %16,0 düzeyine gerilemiştir.

AOSM hesaplamasında kullanılan verilerin yer aldığı tablo aşağıda yer almaktadır.

Özsermaye Fiyatlandırma Modeli	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
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	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
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%
-------------------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Rapor'da Şirket'in 31.03.2026 tarihli özel bağımsız denetimden geçen konsolide finansal tablolarına göre net borç, özkaynak ve finansal kaldıraç pozisyonu aşağıdaki şekilde sunulmuştur.

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç (Milyon TL)	2026/03
Nakit ve Nakit Benzerleri	963,1
Finansal Yatırım	48,0
Diğer Alacaklar*	2.080,0
Kısa Vadeli Borçlanmalar	3.118,1
Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	294,8
Kiralama Yük.*	1,0
Diğer Borçlar*	194,5
Uzun Vadeli Finansal Borç	776,4
Net Borç (TFRS16 Dahil)	1.313,9
Net Borç (TFRS16 Hariç)	1.119,4
Özkaynak	3.336,2
Net Borç/Özkaynak	39,4%
Net Borç/EBITDA	0,5
EBITDA	2.743,0

*Uzun ve kısa vadeli diğer alacak, borçları ve kiralama yükümlülüğünü kapsamaktadır.

Rapor'da Şirket'in 2023, 2024 ve 2025 yıl sonlarında sırasıyla 2.268,7 milyon TL, 2.238,5 milyon TL ve 2.604,9 milyon TL EBITDA ürettiği ifade edilirken EBITDA'nın TMS29 etkisini barındırdığı 2026 ve sonraki yıllarda beklenen EBITDA rakamlarının ise TMS29 etkisini içermediği belirtilmiştir. 2026/03'te EBITDA %20,1 reel artışla 826 milyon TL olarak gerçekleşirken son 4 çeyrek EBITDA ise 2,7 milyar TL olarak hesaplanmıştır.

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Analizi'nde projeksiyon süresi 2032'de tamamlanmış ve normalize yıl sonrası ise uç değer (devam eden değer) %5 alınmıştır. Buna istinaden İNA'da elde edilen değerlerin %58,3'ünün uç değerden kaynaklandığı belirtilmiştir. Rapor'da İNA modeli kapsamında 24.504 mn TL değer tespit edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımı Tablosu

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%	

İNA (mTL)	2023	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	Normalize	Uç değer
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	1119
Piyasa Değeri (31.03.2026)	23382
Piyasa Değeri (24.05.2026)	24504
Hisse Sayısı	307
Hedef Hisse Fiyatı	79,82

IV.2 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Rapor'da, çarpan analizi kapsamında yurt içinde BİST Sağlık ve İlaç şirketleri, yurt dışında ise 18 adet uluslararası firma baz alınmıştır. Söz konusu analiz kapsamında EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır.

Orzaks için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Analizi'nde Borsa'da işlem gören ve Şirket ile birebir aynı konuda faaliyet gösteren herhangi bir şirket bulunmamaktadır. Bununla birlikte, Şirket'in bağışıklık 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.

Milyon 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
Net Borç 2026/03 TL	1.314,0
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	33043
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	10%
İskonto Sonrası BIST Sağlık & İlaç Endeksinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	29.739

Milyon TL	Değer
Milyon 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	631
Orzaks Net Borç 2026/03 TL	30
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (X) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	602
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	100%
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Piyasa Değeri Milyon USD	601,8
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	45,67
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri Milyon TL	27.483

IV.3 SONUÇ

Orzaks Fiyat Tespit Raporu Analizi'nde Şirket'in pay başına değeri tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımı ve Piyasa Çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. Yukarıda açıklanan yöntemlerden İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli'ne %50 ve Piyasa Çarpanları'nın %50 oranında ağırlıklandırılması sonucu hesaplanan şirket değeri 26.557 milyon TL olup, %20 halka arz iskontosu sonrası 21.183 milyon TL olarak bulunmuş ve pay başına değer 69,00 TL olarak hesaplanmıştır. Değerleme çalışması sonucunda bulunan piyasa değerinin detayı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Nihai Değer (milyon TL)			
Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Firma Değeri	Pay Başına Değer (TL)
İNA	50%	24.504	79,82
BIST Sağlık & İlaç	25%	29.739	96,87
Yurtdışı Benzerler	25%	27.483	89,52
Halka Arz Piyasa Değeri	100%	26.557	86,51
Halka Arz İskontosu			20,00%
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.

V. GÖRÜŞ

İnfo Yatırım tarafından Orzaks için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemlerinden İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yöntemi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır. Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin ve projeksiyonların gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmadığımız hususu göz önünde bulundurulmalıdır.

Değerlemede Piyasa Çarpanları Yöntemi'nin yanı sıra İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli'ne yer verilmesi ve ileriye dönük nakit akım projeksiyonlarının yatırımcılar ile paylaşılmış olmasının olumlu olduğunu düşünüyoruz. Ancak, değerlendirme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Şirket'in nihai değerinin hesaplanmasında

- Nihai değerde İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli'ne ve Piyasa Çarpanları Modeli'ne %50 oranında eşit ağırlık verilmesini ve iki yöntemin de kullanılmış olmasını,
- Şirket'in ana faaliyeti kapsamında tam benzer faaliyette bulunan bir firma bulunmamasıyla birlikte BİST Sağlık & İlaç şirketlerinin dikkate alınmasını ve uluslararası benzer şirketlere nihai çarpan değerinde eşit ağırlık verilmesini,
- Projeksiyon döneminin 2026-2032 yılları arasında alındığı dönemde sermaye maliyeti için alınan değerlerin makul seviyelerde olmasını,
- Halka arz iskontosunun %20,0 seviyesinde uygulanmasını

değerleme açısından olumlu olarak değerlendirmekteyiz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.