

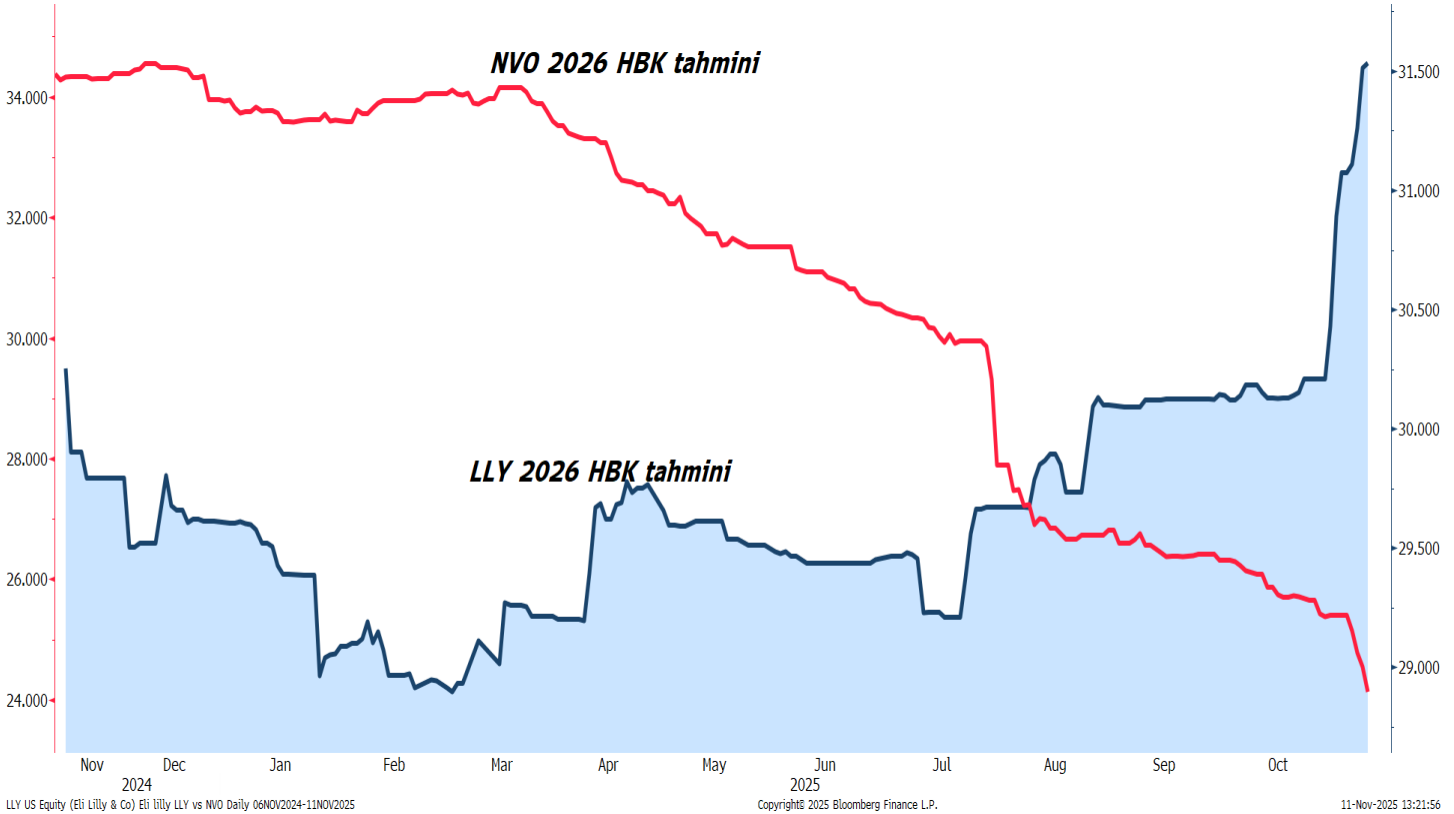
Eli Lilly’de yaşanan %50 üzerinde yükseliő, iskontoıu kapattı..

Eli Lilly hissesinde yaz aylarında yaşanan sert satış baskısı sonrasında aőağıda linkleri verilen raporlarda, \$625 seviyelerine kadar derinleően satışların alım fırsatı olduğuna ve hissede \$820 içsel değer hesapladığımıza deėinmiőtik. Sonrasında yaşanan %55 yükseliőle beraber hissede gördüğümüz içsel değere olan iskontonun kapandığını, hissenin geleceğe yönelik optimist beklentileri fiyatlamaya başladığını takip ediyoruz.

- ✖ 11 Ağustos 2025: “ [Eli Lilly’deki düşüşler alım fırsatı yaratıyor](#) “
- ✖ 17 Eylül 2025: “ [Eli Lilly Co. Update](#) “

Hissede görülen hızlı toparlanmanın arkasındaki en önemli nedenler...

- ✓ Eli Lilly’nin obezite ve diyabet tedavilerinde piyasa lideri konumuna gelmesi (3. çeyrek Zepbound+Mounjaro satıőları ~\$10 milyar, Ozempic+Wegovy satıőları ~\$8 milyar)
- ✓ Orforglipron’un piyasa ilk sürülecek hap formundaki zayıflama ilacı olacağı görüşünün saėlamlaőması ve rakip çalışmaların (Viking-VK2735 gibi) hayal kırıklığı yaratması
- ✓ Trump’ın ilaç fiyatlarını aőağıya çekmeye yönelik politikalarının olumsuz etkisinin, ilaçların kamu sigortaları tarafından geniş kapsama alınmasıyla yaratılacak ek taleple telafi edilebileceğinin anlaőılması
- ✓ Optimist beklentilerin de üzerinde gelen (senelik %54 satış büyümesi, %495 HBK büyümesi), projeksiyonların yukarıya çekildiği güçlü üçüncü çeyrek bilançosu
- ✓ ABD dışındaki satışların güçlü performansının uluslararası arena da ilaçların adaptasyonunun daha hızlı ve toplam adreslenebilir marketin daha büyük olabileceği kanısını oluőturması (global bazda 1,3 milyar civarında obezite tedavisi görebilecek insan olduğu tahmin ediliyor)
- ✓ Eli Lilly iő planını efektif bir şekilde uygularken, en önemli rakibi olan Novo Nordisk’in geride kalması, ABD’de satılan benzer ürünler gibi konulara çözüm üretmekte zorlanması ve yönetim deėiőimi sırasında oluőan kafa karıőıklığının faaliyetlere olumsuz yansıması
- ✓ Bu dinamiklerin ıőıėında ileri yönelik kar beklentilerinin grafikte de görüldüğü gibi Novo Nordisk için aőağıya, Eli Lilly için yukarıya revize edilmesi



Görmek istediğimiz güvenlik marjı aşınmış durumda ve satışlar normal karşılanmalı...

Biz Eli Lilly'nin 2026 senesinde de gerek S&P 500 endeksine, gerekse de sağlık sektörüne göre güçlü performans göstermeye devam edebileceğini düşünüyoruz. Ancak bu seviyelerde güvenlik marjının giderek aşındığını ve hissenin **olumlu dinamiklerin önemli kısmını fiyatlamaya başladığını görüyoruz**. Dolayısıyla Eli Lilly rekor yüksek seviyelere ve daha dolgun değerlemelere ulaştıkça, kısa vade odaklı yatırımcıların kar satışına gitmeleri şaşırtıcı olmayacaktır.

Büyüme profiline göre Eli Lilly halen pahalı değil...

Eli Lilly için ilk raporumuzdaki kar marjı ve iskonto oranı varsayımlarımızı (AOSM:%8,2, 2025s satış beklentisi:\$62,5 milyar, faaliyet marjı 5s ortalama:%45, terminal büyüme oranı:%4) baz alarak **mevcut fiyatta nasıl bir büyüme patikasının fiyatlandığını bulmak istediğimizde**, ters İNA yöntemiyle önümüzdeki **5 sene şirketin yaklaşık %20,10 YBBO ile satışlarını büyütebileceğinin** fiyatlandığını görüyoruz ki, bu mevcut dinamiklerin devam etmesi ve Eli Lilly'nin önümüzdeki sene de bu alanda en büyük piyasa payına sahip şirket olması durumunda ulaşılabilir bir hedef. Nitekim bizim rakamlarımızda şirketin son çeyrekte yukarıya çektiği sene sonu satış beklentileri (\$63-\$63,5 milyar aralığı) henüz yok ve Ağustos ayındaki beklentilerimizi baz aldık (\$62,5milyar satış ve \$22,90 HBK).

Burada yeni hap formundaki ilacın onaylanması ve önümüzdeki sene başında satışa sunulması durumunda 2026 sonu için konservatif olduğunu düşündüğümüz hisse başına \$30 düzeltilmiş net kar tahmini de 32x gibi yine talepkâr olmayan bir ileri F/K çarpanına tekabül ediyor. Ancak Ağustos ayında gördüğümüz derin iskonto kapanmış durumda ve **konservatif yatırımcılar bu seviyelerde bir miktar rahatsız hissedebilirler**.

Öngörülebilirliğin artması 2026 senesinde hisseye destek olacaktır...

Eli Lilly'nin büyüme profili ve sektördeki ayak izi göz önüne alındığında pahalı çarpanlarla işlem gördüğünü söylemek oldukça güç. Ancak **yeni rekor seviyelerde daha rahat hissetmemiz için öngörülebilirliğin biraz daha artmasının doğru olacağını düşünüyoruz**.

Orforglipron'un piyasaya sürülmesi... Eli Lilly her ne kadar güçlü bir pipeline'a sahip olsa da, hisseye 2026 senesi için destek verebilecek ve beklentilerde önemli bir yukarı revizyona neden olacak en önemli gelişme Orforglipron, yani şirketin hap formundaki obezite tedavisi olacak. Bu ilacın **üretiminin ve uluslararası pazarda dağıtımının enjeksiyonlara göre daha kolay ve daha düşük maliyetli olması, kullanım kolaylığının enjeksiyonu reddeden ciddi sayıda yeni kullanıcıyı çekecek olması**, Eli Lilly'nin finansallarına olumlu yansıtacak ve büyümeyi önümüzdeki sene optimist beklentilerin de üzerine çıkabilecek bir gelişme olabilir. Hatta her ne kadar çok optimist bir beklenti olsa da, önümüzdeki senelerde Orforglipron bir noktada senelik satış bazında dünyada en çok satılan ilaç unvanını elinde bulunduran Merck'ün Keytruda'sının (\$30 milyar) tahtını sallayabilir, mevcut durumda 2031 senesi için en optimist analist tahmini satışların \$24 milyara ulaşabileceği yönünde.

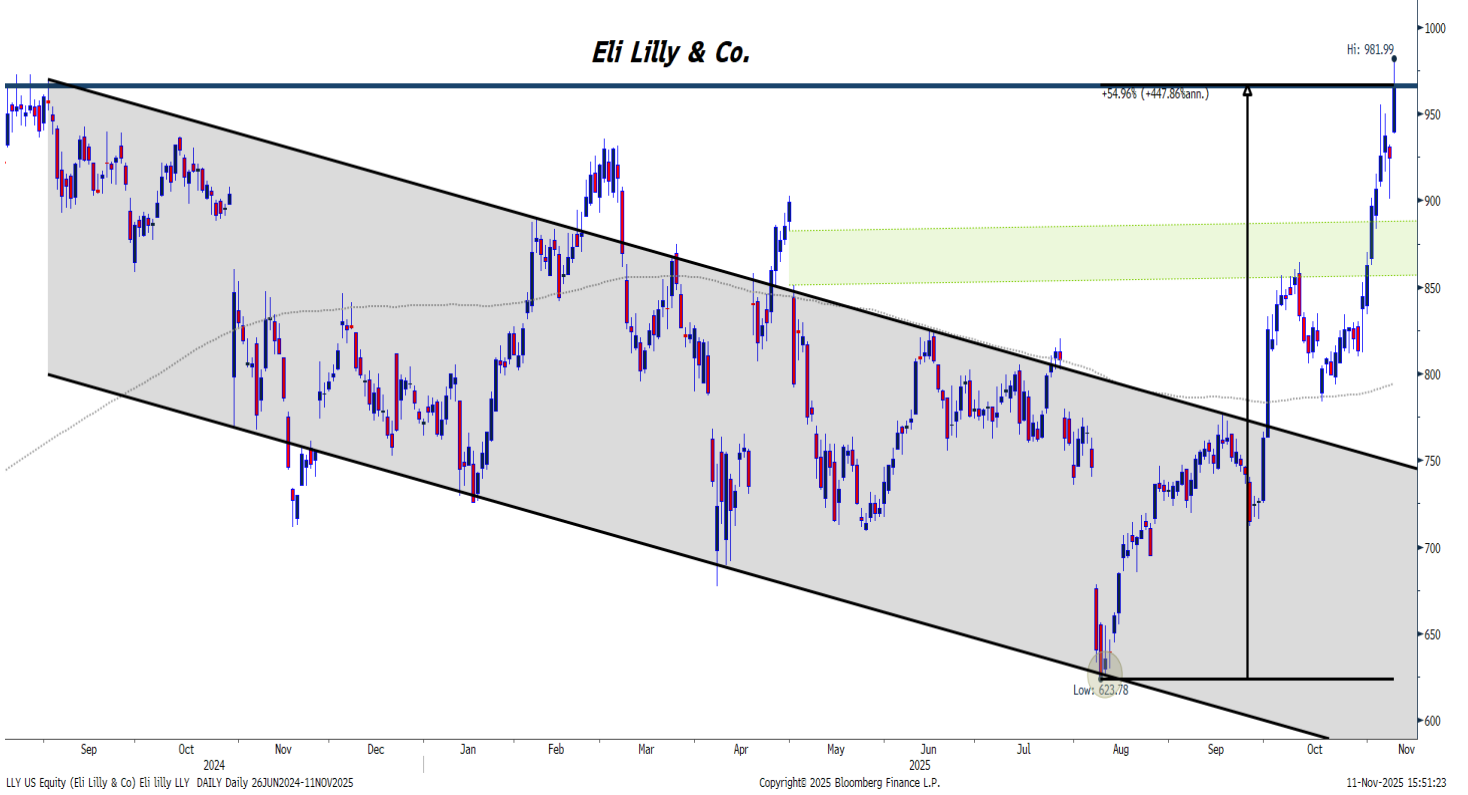
Bu sene sonuna doğru şirketin Orforglipron için FDA'e son onay başvurusu yapılması beklenirken, satışların finansallara 2026 senesinin ikinci yarısında yansıdığını görebiliriz. Eli Lilly de bunları göz önüne alarak geçtiğimiz senelerde ani talep artışı ile karşılaştığı üretim sıkıntılarını tekrar yaşamamak için yatırımlarını artırırken, Puerto Rico'daki üretim tesisine \$1,2 milyarlık ek yatırım ve Texas'ta \$6,5 milyarlık bir tesis kurulumu planlıyor. Son çeyrekte **Eli Lilly'nin envanterinin %63 artışla (imal edilmekte olan mal envanterinde %80 artış var) satışlarının çok üzerinde artması** şirketin hızlı bir şekilde yeni ürünün satışına hazırlandığını gösteriyor. Son dönemde yaşanan gelişmelerle beraber Trump hükümeti ile anlaşmaya varılması ve bu anlaşmanın içerisinde henüz onay almadığı Orforglipron'un dayer alması, bize FDA onayının ve ilacın piyasaya sürülme sürecinin de çabuklaşabileceğini de düşündürüyor.

Piyasaya ilk giriş avantajı... Bu noktada Viking Therapeutics'in VK2735 molekülünün son çalışmalarda kullanıcılarda ciddi yan etkilere yol açması, Novo Nordisk'in amycretin, Roche'nin CT-966, Rhythm Pharma'nın bivamelagon gibi oral formdaki obezite ilaçlarının, Eli Lilly'nin ilacının takvim olarak veya etkinlik anlamında geride olması, Orforglipron'un piyasaya ilk giren avantajını kullanabileceğini düşündürüyor. Pfizer burada önemli bir rakip

olma potansiyeline sahip dev bir farma şirketi ancak obezite piyasasına ısrarlı girme çabaları geçmişte başarısız alımlarla sonuçlandı. Son çare olarak Metsera'ya yaptığı \$10 milyarlık alım teklifi ve Novo Nordisk'le olan savaşı ABD hükümetinin de desteğiyle kazanması, şirketlerin bu hızla büyüyen alana girmek için ne kadar istekli olduklarını gösteriyor. **Metsera'nın gerek enjeksiyon gerekse de hap formunda başarılı giden çalışmaları var ancak henüz faz 2'nin ötesine geçen bir çalışması olmadığı unutulmamalı.** Dolayısıyla Eli Lilly'nin hap formundaki obezite ilacı konusunda muhtemelen piyasa ilk sürülen ilaç olacak burada rekor satış gelirleri elde edilebilir. Biz yine de önümüzdeki günlerde diğer farma şirketlerinin çalışmalarının da yakından takip edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Özel sigortalarla anlaşmalar... Eli Lilly hissesine geçtiğimiz dönemde olumsuz yansıyan önemli bir konu, CVS'in Zepbound'u kapsam dışı bırakması ve Novo Nordisk'in ilaçlarını daha ucuz fiyat dolayısıyla kapsamına alması idi. 20 milyondan fazla sigortalıyı etkileyen bu karara Eli Lilly karşı çıkarken, iki ilacın farklı etkinliğe sahip olduğunu ve bu network içerisinde kalması gerektiğini savunuyor.

Obezite ilaçlarının kamu sigorta programlarına dahil edilmesi... Sürdürülen yeni çalışmaların obezite ilaçlarının kullanımının bir çok kronik hastalığa da (kalp, tansiyon, kanser, uyku apnesi, Alzheimer, vs) olumlu etkisinin olduğunu göstermesi ile beraber daha fazla sigorta şirketinin bu ilaçları kapsama alması ve Trump hükümeti ile yapılan anlaşma çerçevesinde düşük fiyatlarla da olsa Medicare ve Medicaid gibi kamu programlarına daha geniş kapsamda dahil edilmesi (mevcut durumda Zepbound obezite değil, sadece uyku apnesi için kabul ediliyordu) de talebe ek katkı yapabilecek bir gelişme ve bu anlaşma ile hükümetin ilaç fiyatlarını sınırlamaya yönelik adımlarının netleşmiş olması da önemli bir belirsizliği ortadan kaldırıyor. Anlaşmalar sonrasında Nisan ayı ile beraber Medicare üyeleri(69 milyon üye) Zepbound için \$50'dan fazla ödemeyecekler ve Lilly'nin direk satış kanallarında \$299-\$499 arasında fiyatlar olacak ki bu da mevcut fiyatlardan %50 civarında bir iskontoya işaret ediyor.





ÇEKİNCE:

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