

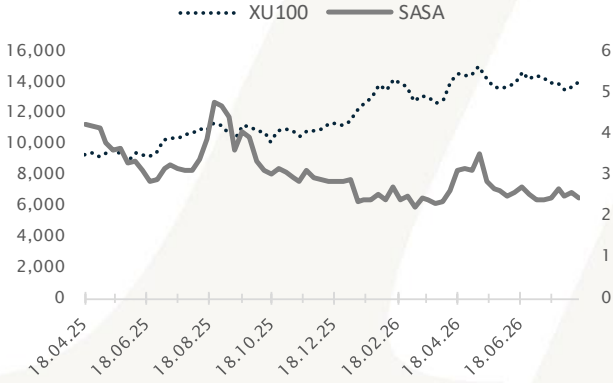
Hisse Bilgileri

Bloomberg / Bist Kodu	SASA:TI	SASA
Rapor Adı:	Analist Toplantı Notu	
Şirket Adı	Sasa Polyester	
Hisse Sektör	Tekstil Kimyasalları	
Rapor Tarihi	14.08.2026	
Kapanış Fiyatı - TL	2.45	
Öneri	-	
Hedef Fiyat - TL	-	
Önceki Hedef Fiyat - TL	-	
Getiri Potansiyeli - %	-	

Piyasa Bilgileri

Piyasa Değeri - Milyon TL	128,630
Firma Değeri - Milyon TL	264,785
Hacim - Milyon TL	8,592
Halka Açıklık - %	44.00

Hisse ve Endeks Karşılaştırması



Finansal Bilgiler - Yıllık	2024/6	2025/6	2026/6
Hasılat - Milyon TL	30,407	29,582	38,876
Brüt Kâr - Milyon TL	6,342	2,600	5,929
FAVÖK - Milyon TL	5,835	3,436	8,885
Net Kâr - Milyon TL	18,529	-11,674	492

Finansal Bilgiler - Çeyrek	2024/6	2025/6	2026/6
Hasılat - Milyon TL	14,789	16,905	21,527
Brüt Kâr - Milyon TL	2,477	1,597	4,005
FAVÖK - Milyon TL	2,649	2,589	5,634
Net Kâr - Milyon TL	2,827	-13,664	-1,362

Çarpanlar	2024/6	2025/6	2026/6
F/K (x)	5.31	0.00	0.00
FD/FAVÖK (x)	21.98	32.10	20.98

Sasa Polyester Sanayi A.Ş.

SASA'nın 2026'nın ilk yarısına ilişkin finansallarının ardından düzenlenen yatırımcı toplantısı, şirketin operasyonel toparlanmasını teyit etmekle birlikte, bu toparlanmanın kâr satırına henüz yansımadığını ortaya koydu.

Operasyonel toparlanma belirgin, ancak kâr satırı aynı iyileşmeyi yansıtmıyor.

SASA'nın ilk yarı sonuçları operasyonel tarafta geçmiş dönemlerdeki zayıflığın ardından bir toparlanmaya işaret ediyor. Satış hacmi yıllık %41 artışla 691 bin tona, ciro %45 artışla 833 mn USD'ye yükselirken Haziran ayı 148 bin ton satış ve 200 mn USD gelirle dönemin en güçlü ayı oldu. Ortalama satış fiyatı da Aralık 2025'teki 0,99 USD/kg seviyesinden Haziran'da 1,42 USD/kg'a çıktı.

Buna karşılık operasyonel iyileşme net kâra henüz aynı ölçüde yansımıyor. Şirket 2Ç26'da 1,36 mlr TL zarar açıklarken ilk yarı net kârı 492 mn TL'de kaldı. Çeyrekte 13,4 mlr TL finansman gideri ve 7,1 mlr TL ertelenmiş vergi gideri oluşurken bunları 16,5 mlr TL parasal kazanç kısmen dengeledi. Dolayısıyla 2Ç26 vergi öncesi kârının tamamından fazlasının enflasyon muhasebesi kaynaklı parasal kazançla oluşması, operasyonel performans ile raporlanan kâr arasındaki bağı zayıflatıyor.

Finansman giderlerindeki sıçramanın önemli bölümü tek seferlik

Toplantının en önemli yeni bilgilerinden biri, finansman giderlerindeki sert artışın kaynağı oldu. Paya dönüştürülebilir 415 mn EUR tutarlı tahvilin şartları kapsamında beş yıllık faizin tamamının defaten ödenmesi nedeniyle Haziran ayında 98 mn EUR tutarında "make-whole" ödemesi yapıldı. Yönetim bu kalemi "borçtan kurtulmanın maliyetlerinden biri" olarak tanımladı. Tahvil dönüşümünün Temmuz ayında tamamlanması nedeniyle finansman gideri ile borç azalmasının muhasebe etkileri farklı çeyreklere yansıdı.

Vergi tarafındaki 7 mlr TL civarındaki olumsuz etkinin önemli bölümü ise üretici şirketlerde kurumlar vergisi oranının 2027'den itibaren %25'ten %12,5'e düşürülmesi nedeniyle ertelenmiş vergi varlığının yeniden değerlendirilmesinden kaynaklandı. Yönetim oran değişikliği kaynaklı bu büyüklükte bir etkinin tekrarlanmayacağını, ancak enflasyon ve teşvik endeksleme oranları arasındaki farkın daha kalıcı bir gider yaratacağını belirtti.

Kaldıraç geriliyor, ancak açıklanan 8,5x oran düzeltme içeriyor

Yönetimin toplantıdaki ana mesajlarından biri Net Finansal Borç/FAVÖK oranındaki gerileme oldu. Oranın 2Ç25'te 21x, 2025 sonunda 16x ve Haziran 2026 itibarıyla 8,5x seviyesine düştüğü vurgulandı. Ancak 8,5x yayımlanan bilanço rakamlarından doğrudan elde edilen bir oran değil. Temmuz ayında hisseye dönüşümü tamamlanan yaklaşık 300 mn USD tutarlı tahvil, 30 Haziran itibarıyla henüz bilançoda borç olmasına rağmen şirketin düzeltilmiş net borç hesabından çıkarılıyor.

Yönetim tüm borçlar dahil Net Borç/FAVÖK'ü 2026 sonunda 6x seviyelerine, 2027 sonunda 4x seviyelerine ve sonrasında kalıcı olarak 3x'in altına indirmeyi hedefliyor. Gayrikabili rücu proje finansmanı kredileri hariç tutulduğunda hedefler daha düşük. Borçluluktaki yönü olumlu bulmakla birlikte, kaldıraç görünümünü şirketin düzeltilmiş oranı kadar bilanço üzerinde raporlanan borç üzerinden de takip etmek gerektiğini düşünüyoruz.

PTA entegrasyonu işletme sermayesi yapısını değiştiriyor

Toplantının en önemli operasyonel mesajlarından biri PTA üretiminin şirketin işletme sermayesi modelini değiştirmesi oldu. Geçmişte ithal PTA alımlarında azami yaklaşık 45 gün vade elde edilirken üretim ve tahsilat döngüsünün 90 güne yaklaşması kısa vadeli banka finansmanı ihtiyacı yaratıyordu. Yeni yapıda PTA'nın hammaddesi olan paraksilen, Aramco kaynaklı ve Mitsui üzerinden Asya spot fiyatına endeksli şekilde 200-300 güne kadar vadeli akreditifle temin edilebiliyor.

Bu sayede ticari borçların yaklaşık 570 mn USD'den 700 mn USD'ye yükseldiği ve ortalama vadenin 90 günden 130 güne uzadığı belirtildi. Yönetim finansal borçları ticari borca dönüştürmeye çalıştığını açıkça ifade etti. Dolayısıyla net finansal borçtaki gerilemenin bir bölümü gerçek anlamda toplam yükümlülük azalmasından değil, borcun kompozisyon değiştirmesinden kaynaklanıyor. İşletme sermayesi açısından olumlu olan bu gelişmeyi toplam kaldıraç değerlendirmesinde daha temkinli okumak gerektiğini düşünüyoruz.

Talep görünümünde yapısal fırsatlar var, 3Ç26'da normalleşme bekleniyor

Yönetim ilk yarıdaki güçlü performansta stok yeniden değerlendirme ve dönersellik etkilerinin bulunduğunu kabul ediyor. Buna karşılık Uzak Doğulu üreticilerin enerji ve lojistik maliyetlerindeki artış, Kızıldeniz kaynaklı nakliye ve sigorta sorunları ile uzayan teslimat sürelerinin müşterileri daha yakın tedarikçilere yönlendirdiği ve bunun SASA açısından daha yapısal bir fırsat oluşturduğu görüşünde.

Savaş ve jeopolitik gelişmelerin olumsuz etkileri de bulunuyor. Yükselen enerji ve nakliye maliyetleri, sıkılaşan finansman koşulları ve fiyat oynaklığı nedeniyle müşterilerin siparişlerini son ana bırakması talebi baskılıyor. Yönetim Temmuz ayında bir miktar yumuşama gördüğünü ve üçüncü çeyreğin mevsimsel olarak ikinci çeyreğin altında kalmasının normal olduğunu belirtti. Buna karşılık dördüncü çeyreğin tarihsel olarak yılın ilk üç çeyreğinin yaklaşık %30 üzerinde performans gösterdiği ifade edildi.

Koruma önlemleri fiyatlama açısından yukarı yönlü opsiyon sağlıyor

Çin menşeli PET ve polyester cipsi ithalatında ton başına 120 USD koruma vergisi 15 Temmuz itibarıyla kalıcı hale geldi. Yönetim etkinin henüz fiyatlara tam yansımadığını ve bundan sonraki dönemde daha net görüleceğini belirtti. PTA tarafındaki inceleme ise devam ediyor. Önemli nokta, yönetimin finansal projeksiyonlarını söz konusu koruma önlemlerinin yaratacağı olası fiyat avantajına dayandırmadığını ifade etmesi. Dolayısıyla PTA tarafında da olumlu bir karar alınması mevcut görünüm açısından yukarı yönlü opsiyon yaratabilir. Yönetim fiyatların savaş öncesi seviyelere dönmesini beklemezken rafineri kapasitesindeki küresel sıkışıklığın özellikle 2028 sonrasında hammadde marjlarını yüksek tutabileceğini düşünüyor.

Sermaye piyasası işlemleri borç vadesini rahatlatmayı hedefliyor

415 mn EUR nominal tutarlı paya dönüştürülebilir tahvilin 412,6 mn EUR'luk bölümü hisseye dönüştürüldü. Yönetim, olası nakit itfaya hazırlık amacıyla planlanan 350 mn USD Eurobond için ihtiyaç azalmış olsa da ihracı gerçekleştirilmeyi ve kısa vadeli borçları kapatarak nakit tamponunu güçlendirmeyi planlıyor. Ekim ayının ilk yarısı işaret edilirken yeni ihracın standart sabit getirili tahvil şeklinde olması bekleniyor.

Yumurtalık uzun vadeli hikâyeyi güçlendiriyor, finansman yükü sınırlı tutulmak isteniyor

Teknik çalışmaların büyük ölçüde tamamlandığını ve Vitol ile yürütülen iş birliği kapsamında rafineri ve petrokimya tesislerinin tasarımının sürdüğünü aktardı. Rafineri devreye girdiğinde Vitol ile %50-%50 ortak ticaret şirketi kurularak ürünlerin satış ve dağıtımını gerçekleştirilecek. Finansman için ilk etapta 2,5 milyar dolar, devamında 800 ve 700 milyon dolar olmak üzere toplam 4 milyar dolarlık yatırım öngörülüyor. Finansmanın %30'unun özkaynak, kalanının ise ECA destekli 2+10 veya 2+12 yıl vadeli kredilerle karşılanması planlanıyor. Rafineri iştirakine sermaye artırımı yoluyla ortak alınması hedeflenirken, üç fazın tamamlanmasıyla yaklaşık 1 milyar dolar FAVÖK katkısı bekleniyor. Yönetim, 2027-2028'de SASA'ya ek finansman yükü oluşmayacağını, 2029 sonrasında ise yükün sınırlı kalacağını belirtti.

Merinos yatırımı SASA için doğrudan tehdit değil

Merinos'un 330 bin tonluk polyester cips yatırımı SASA açısından doğrudan pazar kaybı yaratmayacak. Merinos'un PTA müşterisi haline gelmesi ve Türkiye ile yakın coğrafyadaki cips açığı, yatırımın SASA açısından da fırsat yaratabileceğine işaret ediyor. Yönetim, grup şirketleri arasındaki işlemlerde uluslararası standartların gözetildiğini ve SASA'daki kapasite durumunun Merinos'un yatırım kararını etkilememesi gerektiğini belirtti.

Merinos'un halka arzında ortak satışından elde edilecek kaynağın SASA'nın sermaye yapısını güçlendirmek için kullanılması planlanıyor. Zamanlama net olmamakla birlikte kaynak için 2026-2027 dönemi işaret edilirken, SASA'nın borçluluk projeksiyonundaki iyileşmenin bir bölümünün ana ortaktan sağlanacak bu kaynağa dayanması bekleniyor.

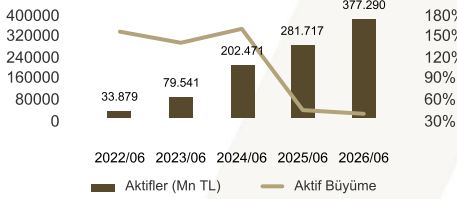
Değerlendirme

SASA toplantısından çıkan ana mesajı operasyonel toparlanmanın güçlü, ancak finansal yapının hâlâ dikkatle izlenmesi gerektiği şeklinde değerlendiriyoruz. Satış hacmindeki %41'lik büyüme, yükselen birim fiyatlar, PTA entegrasyonunun işletme sermayesine sağladığı avantaj ve koruma önlemleri operasyonel görünümü destekliyor. Buna karşılık net kârn finansman, ertelenmiş vergi ve parasal kazanç kalemlerine yüksek bağımlılığı nedeniyle manşet kârlılık şirketin temel faaliyet performansını sağlıklı biçimde yansıtmıyor.

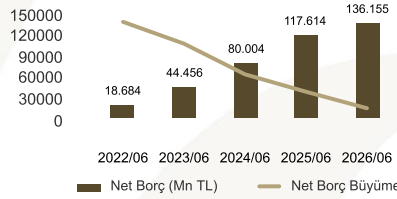
Borçlulukta aşağı yönlü eğilim olumlu olsa da 8,5x olarak paylaşılan Net Borç/FAVÖK oranının bilanço sonrası tahvil dönüşümünü peşinen içeren düzeltilmiş bir rakam olması ve finansal borcun bir bölümünün ticari borca dönüşmesi, kaldıraç iyileşmesinin kalitesini sınırlıyor. Buna karşılık paya dönüştürülebilir tahvilin büyük ölçüde özkaynağa dönüşmesi ve planlanan Eurobond ile kısa vadeli borçların yeniden finanse edilmesi bilanço açısından destekleyici olabilir. Önümüzdeki dönemde ana takip alanlarımızı satış hacmi ve birim fiyatların 3Ç26'daki seyri, PTA entegrasyonunun işletme sermayesine katkısı, Net Borç/FAVÖK'teki gerçek gerileme, koruma önlemlerinin fiyatlara yansımaları ve Yumurtalık projesinin finansman yapısı oluşturuyor.

Aktifler (Mn TL)	2025/12	2026/03	2025/06	2026/06	Değ.	Dikey
Dönen Varlıklar	35.049	42.068	29.216	42.000	44%	11%
Nakit ve Benzerleri	1.266	5.767	3.305	3.812	15%	1%
Ticari Alacaklar	11.648	13.873	9.291	12.811	38%	3%
Stoklar	17.227	17.807	13.393	21.423	60%	6%
Duran Varlıklar	342.451	311.727	252.501	335.290	33%	89%
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	-	0%
Maddi Duran Varlıklar	262.914	243.426	181.930	259.122	42%	69%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.085	976	1.451	992	-32%	0%
Toplam Varlıklar (Aktifler)	377.500	353.795	281.717	377.290	34%	100%
Pasifler (Mn TL)	2025/12	2026/03	2025/06	2026/06	Değ.	Dikey
Kısa Vadeli Yükümlülükler	79.481	67.066	103.013	72.595	-30%	19%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	30.289	20.429	66.640	24.074	-64%	6%
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	22.392	14.877	19.046	13.897	-27%	4%
Ticari Borçlar	24.436	25.338	12.234	32.446	165%	9%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	116.316	115.036	47.935	112.020	134%	30%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	91.853	108.426	35.233	101.996	189%	27%
Toplam Yükümlülükler	195.797	182.102	150.948	184.614	22%	49%
Toplam Özkaynaklar	181.703	171.692	130.769	192.676	47%	51%
Ödenmiş Sermaye	43.816	43.816	43.816	47.041	7%	12%
Geçmiş Yıl Karları veya Zararları	47.510	20.203	35.570	21.620	-39%	6%
Net Dönem Karı veya Zararı	-21.986	1.725	-11.674	492	-	0%
Toplam Kaynaklar (Pasifler)	377.500	353.795	281.717	377.290	34%	100%

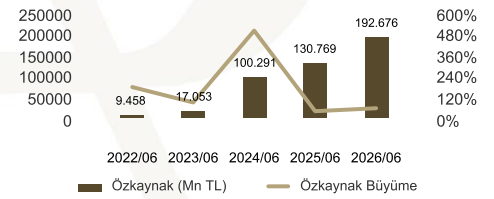
Aktifler ve Aktif Büyüme



Net Borç ve Net Borç Büyüme

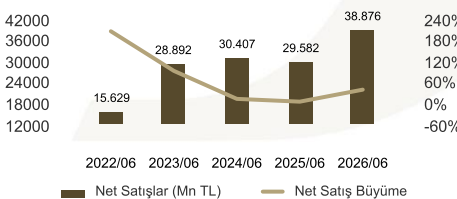


Özkaynak ve Özkaynak Büyüme

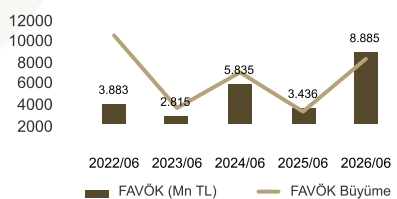


Gelir Tablosu (Mn TL)	2025/12	2026/03	2025/06	2026/06	Değ.	Dikey
Net Satışlar	53.119	16.138	29.582	38.876	31%	100%
Satışların Maliyeti	49.555	14.348	26.982	32.947	22%	85%
Brüt Kar (Zarar)	3.564	1.789	2.600	5.929	128%	15%
Faaliyet Giderleri	3.573	963	2.045	2.191	7%	6%
Genel Yönetim Giderleri	983	243	597	542	-9%	1%
Pazarlama Giderleri	2.540	716	1.438	1.638	14%	4%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	50	4	11	11	4%	0%
Net Esas Faaliyet Karı veya Zararı	-9	826	555	3.738	573%	10%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	8.539	1.376	5.013	3.361	-33%	9%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	7.472	1.225	5.009	3.619	-28%	9%
Esas Faaliyet Karı veya Zararı	1.057	977	559	3.480	522%	9%
FAVÖK (Faiz,Amortisman,Vergi Öncesi Kar)	6.535	3.190	3.436	8.885	159%	23%
Finansman Gelirleri	899	1.813	576	2.133	270%	5%
Finansman Giderleri	50.153	8.130	42.683	22.125	-48%	57%
Vergi Öncesi Kar veya Zarar	-18.086	1.274	-15.316	7.141	-	18%
Ana Ortaklık Dönem Karı veya Zararı	-21.986	1.725	-11.674	492	-	1%

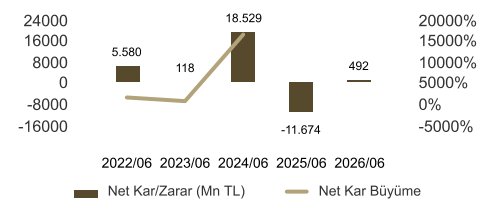
Net Satışlar ve Net Satış Büyüme



FAVÖK ve FAVÖK Büyüme

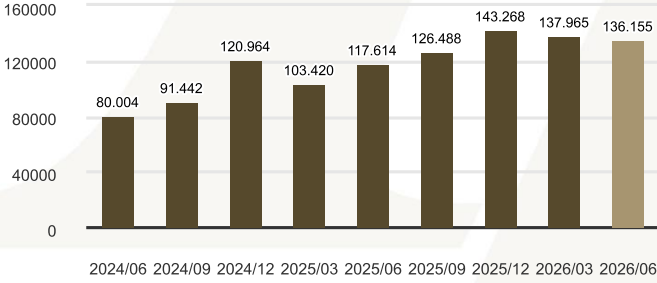


Net Kar/Zarar ve Net Kar Büyüme

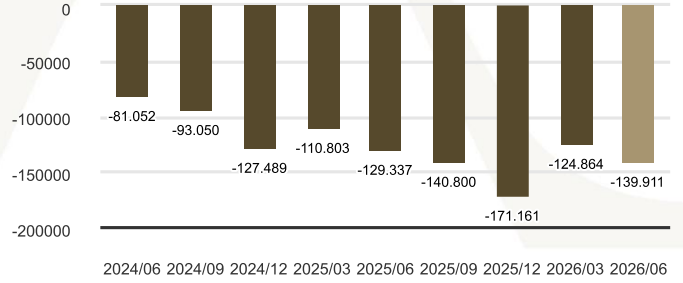


Finansal Oranlar	2025/12	2026/03	2025/06	2026/06
Likidite Oranları				
Nakit Oran	1,6	8,6	3,2	5,3
Cari Oran	0,4	0,6	0,3	0,6
Faaliyet Oranları				
Stok Devir Süresi (Gün)	108,0	107,0	98,9	115,3
Alacak Devir Süresi (Gün)	68,4	75,3	55,5	74,4
Ticari Borç Devir Süresi (Gün)	126,5	119,4	76,9	146,9
Nakit Döndürme Süresi (Gün)	49,9	62,9	77,4	42,9
Finansal Yapı Oranları				
Dönen Varlıklar / Aktifler	9,3	11,9	10,4	11,1
Duran Varlıklar / Aktifler	90,7	88,1	89,6	88,9
Toplam Borç / Aktifler	51,9	51,5	53,6	48,9
Toplam Borç / Özsermaye	107,8	106,1	115,4	95,8
Yabancı Para Net Pozisyonu (Mn TL)	-171.161,3	-124.864,5	-129.336,7	-139.910,6
Yabancı Para Net Pozisyonu / FAVÖK	-2.619,0	-1.404,4	-1.649,4	-1.167,5
Net Borç (Milyon TL)	143.268,1	137.964,9	117.614,3	136.155,1
Net Borç / FAVÖK (Yıllık)	21,9	15,5	15,0	11,4
İhracat Oranı (%)	36,2	33,7	41,7	31,8
Karlılık Oranları				
Aktif Karlılığı	-6,5	0,6	-4,8	0,1
Aktif Karlılığı (Yıllık)	-6,5	-7,3	-2,6	-3,0
Özsermaye Karlılığı	-12,9	1,1	-10,1	0,3
Özsermaye Karlılığı (Yıllık)	-12,9	-14,7	-5,4	-6,1
Esas Faaliyet Kar Marjı	0,0	5,1	1,9	9,6
Esas Faaliyet Kar Marjı (Yıllık)	0,0	1,1	5,8	5,1
FAVÖK Marjı	12,3	19,8	11,6	22,9
FAVÖK Marjı (Yıllık)	12,3	15,5	12,5	19,2
Net Kar Marjı	-41,4	10,7	-39,5	1,3
Net Kar Marjı (Yıllık)	-41,4	-38,5	-10,0	-15,7

Net Borç (Mn TL)



Yabancı Para Net Pozisyonu (Mn TL)



Değerleme Oranları							Karlılık Oranları								
	Piyasa Değeri (Mn TL)	Defter Değeri (TL)	PD / DD	F / K	FD / FAVÖK	FD / Net Satış	Esas Faaliyet Kar Marjı	FAVÖK Marjı	Net Kar Marjı	Özser. Karlılığı	Aktif Karlılık	FAVÖK Yıllık (Mn TL)	FAVÖK Çeyrek (Mn TL)	Net Kar Yıllık (Mn TL)	Net Kar Çeyrek (Mn TL)
SASA	128.629,73	3,67	0,67	-	22,09	4,24	5%	19%	-16%	0%	0%	11.984	5.634	-9.820	-1.362
AKSA	47.746,65	9,69	1,30	8,25	10,01	1,95	6%	20%	16%	6%	3%	7.075	2.215	5.786	1.327
Tekstil Kimyasalları Ort.		1,49	17,32	9,94	1,08		6%	11%	6%	10%	2%	-	-	-	-
XU100		1,32	19,68	13,37	1,16		6,0%	10,5%	5,6%	11,1%	-	-	-	-	-

Ahlatcı Yatırım Araştırma Departmanı Tarafından Hazırlanmıştır.

Bizi seçtiğiniz için teşekkürler.

GENEL MÜDÜRLÜK

İstanbul Genel Müdürlük Merkez Ofis
Yamanevler Mahallesi Ahmet Tevfik İleri Caddesi
No:22-26 İç Kapı No:49 Ümraniye / İstanbul

ŞUBELERİMİZ

İstanbul Sarıyer Şube
Sarıyer Mahallesi Meserburnu Caddesi No: 25 Sarıyer / İSTANBUL
Çorum Şube
Gülübey Mahallesi, Eğridere Sokak No:17 Merkez / ÇORUM

İRTİBAT BÜROLARIMIZ

Ankara İrtibat Bürosu

Söğütözü Caddesi No:2 Koç Kuleleri B Blok No:16 Söğütözü Çankaya/
ANKARA

Denizli İrtibat Bürosu

Gazi Mustafa Kemal Bulvarı Bina No: 53 Kat:4 Bağımsız Bölüm
Pamukkale/DENİZLİ

Isparta İrtibat Bürosu

Çelebiler Mahallesi, Cadde 112, No:7, İç Kapı No: 11, 32000 Merkez/
İSPARTA

İstanbul Bağdat Caddesi İrtibat Bürosu

Feneryolu Mahallesi Gazi Muhtar Paşa Sk. No:59 Feneryolu Sitesi
D:204 K:2 Kadıköy/İstanbul

İstanbul Göktürk İrtibat Bürosu

Göktürk Merkez Mah. İstanbul Cad. Telekom Sk. No:2 İç Kapı No: 36
34077 Eyüpsultan/İSTANBUL

İstanbul Maslak İrtibat Bürosu

Maslak Mahallesi, Taşyoncası Sokak T4a Blok
Kat: -1 NO: 256 Maslak 34485 Sarıyer / İSTANBUL

İzmir İrtibat Bürosu

Mansuroğlu Mah. 1593/1 Sok. Lider Centrio C Blok No:6 K2:D17
Bayraklı/İZMİR

Gaziantep İrtibat Bürosu

Batıkent Mah. Kürşat Tüzmen Bulvarı 9075 Sok. Trio Terrace Kat : 1 B
Blok NO:31 Şehitkamil/GAZİANTEP

Konya İrtibat Bürosu

Musella Bağları Mah. Kule Cad. Kule Plaza İş Merkezi K:13 N:2/18
Selçuklu/KONYA

Mersis No: 0010056453000026

Sermaye Piyasası Kurulunun "Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar" Hakkında Tebliği
Uyarınca Yayınlanması Zorunlu Olan

Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeler 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.