

Sasa Polyester Sanayi A.Ş.

25/01/2026

Toplantı Notları

En kötüsü geride kalmış olabilir

SASA Polyester, 22 Ocak 2026 tarihinde düzenlenen bir toplantıda kurumsal yatırımcılarla bir araya geldi. Toplantıda, küresel polyester piyasasındaki güncel gelişmeler, şirketin yatırım döngüsünde geline son nokta, bilanço yapısındaki normalleşme süreci ve 2026 yılına ilişkin operasyonel görünüm ele alındı. Yönetim, 2026 yılında ciro, karlılık ve net borçluluk göstergelerinde belirgin bir toparlanma öngördüklerini ifade ederken; bu öngörünün (i) 2025 yılı içinde devreye alınan yatırımlarla polyester kapasitesinin yaklaşık 2 milyon tona yükselmesi, (ii) PTA tesisinin Ekim 2025 itibarıyla ticari üretime başlaması ve (iii) 2025 sonuçları üzerinde baskı yaratan tek seferlik yatırım kaynaklı maliyetlerin ortadan kalkmasıyla destekleneceğini ifade etti. (i) PTA ürününe yönelik devam eden anti-damping soruşturması, (ii) paya dönüştürülebilir tahvillerin potansiyel dönüşümü ile bunun bilanço üzerindeki etkileri, ve (iii) Yumurtalık'ta planlanan rafineri yatırımına ilişkin olası ortaklık duyuruları yıl boyunca yakından izlenmesi gereken temel başlıkları oluşturuyor.

Kapasite artışları ve PTA tesisinin katkısıyla 2026 yılında güçlü ciro ve FAVÖK büyümesi bekleniyor. Mayıs ayında tamamlanan MTR teknoloji tekstil ve şişe cipsi tesisi (330 bin ton), Kasım'da devreye giren elyaf tesisi (350 bin ton) ve Ocak 2026'da devreye alınan düşük ergimeli polyester hattı (52,5 bin ton) ile birlikte, yatırımların tam kapasiteye yaklaşması sonucunda toplam polyester kapasitesi 2026'da yaklaşık 2 milyon tona ulaşmıştır. PTA tarafında 1,75 milyon tonluk yıllık kapasitenin yaklaşık %80'inin iç tüketimde kullanılması, 250-300 bin ton seviyesindeki PTA fazlasının ise iç ve dış piyasalara satılması planlanıyor. Yönetim, ürün fiyatlarında ilave bir toparlanma varsayımı olmaksızın, kapasite artışı sayesinde 2026 yılında %60'ın üzerinde üretim artışıyla birlikte 2 milyar doların üzerinde ciro (9A25: 940 milyon dolar) hedeflediklerini ifade etti.

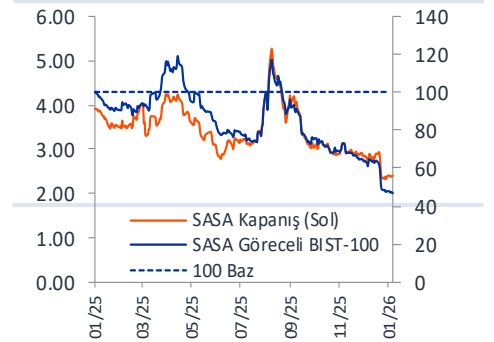
Mevcut fiyat seviyelerinde bir gerileme olmaması varsayımı altında, 2026 yılında FAVÖK marjının %15'in üzerinde kalması bekleniyor. Bununla birlikte, (i) PTA üretiminden kaynaklanan %5-%10 aralığındaki hammadde maliyeti avantajı (35-70 dolar/ton) ve (ii) 2025 yılında operasyonel performansı olumsuz etkileyen tek seferlik unsurların normalize olması beklentileri altında, şirketin %15 seviyesinin üzerinde bir marj yakalama potansiyeline sahip olduğunu değerlendiriyoruz. Orta vadede normalize edilmiş FAVÖK marjı seviyesinin ise %20'ye yakın olduğu ifade ediliyor. 2026 yılından itibaren yıllık bakım harcamalarının yaklaşık 15 milyon dolar seviyesinde seyretmesi bekleniyor.

Mevcut 2,4 milyar dolar piyasa değeri ve 9M25 sonu itibarıyla 3,0 milyar dolar olan net borç dikkate alındığında, 2026T 300 milyon dolar FAVÖK, 18,2x seviyesinde bir FD/FAVÖK çarpanına işaret ediyor. Şirketin 2026 yıl sonu itibarıyla Net Borç/FAVÖK oranını 8.0x seviyesine indirmesi varsayımı altında, 2026 tahmini FD/FAVÖK çarpanı, 2,4 milyar dolar net borç ve mevcut piyasa değeri esas alındığında, yine 300 milyon dolar yıllık FAVÖK (9A25: 117 milyon dolar) üzerinden 16,1x seviyesine geriliyor. Öte yandan, yukarıda belirtilen maliyet avantajlarının devreye girmesiyle birlikte 2 milyar dolar ciro üzerinden %20 FAVÖK marjına karşılık gelen 400 milyon dolar seviyesindeki orta vadeli normalize edilmiş FAVÖK senaryosu, 2026 yıl sonu için 2,3 milyar dolar net borç varsayımı ve mevcut piyasa değeriyle birlikte, FD/FAVÖK çarpanını yaklaşık 11,8x seviyesine kadar düşürüyor.

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	2.40
12 Aylık Hedef Fiyat	-
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-
Piyasa Değeri (mn)	105,157
Halka Açık PD (mn)	44,650
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	
Hisse sayısı (Adet mn)	43,816
Takas Saklama Oranı (%)	42
Yabancı Oranı (%)	19

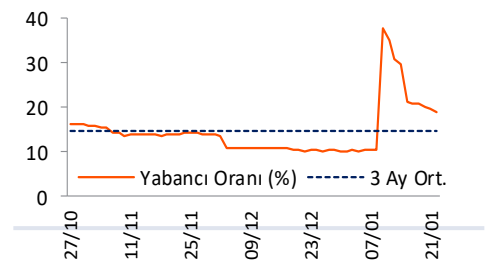
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-11.4	-13.7	-38.0
ABD \$	-12.4	-14.4	-48.9
BIST-100 Relatif	-23.0	-25.2	-51.7

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺)	2.32	3.16
---------------------------	------	------

Yabancı Oranı (%)	Cari (%)	19.04
-------------------	----------	-------



Anıl Ulaş Köseoğlu

aukoseoglu@isyatirim.com.tr

+90 212 350 21 82

PTA tesisinin gecikmeli devreye girmesi ve olumsuz sektörel koşullar, 2025 yılında SASA'nın operasyonel performansı ve net borçluluğu üzerinde baskı yarattı. Polyester sektöründe Çinli üreticilerin kamu sübvansiyonları destekli dumping uygulamaları ürün fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı oluştururken, PTA yatırımının planlanan tarihte devreye alınamaması yıl boyunca üretim hacmini ve kârlılığı sınırlandıran temel unsurlardan biri oldu. 9A25 itibarıyla net satışlar dolar bazında yıllık %7, FAVÖK ise %38 daraldı. PTA projesinde ana yüklenicinin yükümlülüklerini yerine getirememesi üzerine yatırım sürecinin şirket tarafından devralınması, bazı harcamaların yatırım harcaması yerine faaliyet gideri olarak muhasebeleştirilmesine yol açtı. Buna ek olarak, yılın başında tesisin devreye gireceği varsayımıyla PTA yerine oluşturulan paraksilen stokları stok maliyetlerini artırırken, PTA stoklarının eksikliği üretimin yaklaşık iki ay süreyle aksamasına neden oldu. Aynı dönemde yurt dışı kredi sözleşmelerinde bazı performans kriterlerinin sağlanamaması, uzun vadeli kredilerin finansal tablolarda kısa vadeli olarak sınıflandırılmasına yol açtı. Yönetim, kreditorlerle yürütülen görüşmeler sonucunda bu teknik sorunun 2025 yıl sonu itibarıyla tamamen çözüldüğünü ve borçların yeniden orijinal vade yapısına döndürüldüğünü ifade etti.

Ekim 2025 itibarıyla tam anlamıyla üretime geçen PTA tesisi, hammadde maliyetleri ve işletme sermayesi yönetiminde yapısal bir iyileşmenin önünü açtı. Invista P8 teknolojisi sayesinde tesis, fabrika çıkışı maliyetler açısından Çinli üreticilerle rekabet edebilir seviyede PTA üretimi sağlarken, şirketin daha önce yüksek navlun ve sigorta maliyetlerine katlanarak ağırlıklı peşin ödeme koşullarıyla tedarik ettiği PTA yerine paraksilen bazlı bir hammadde yapısına geçmesine imkân tanıyor. Bu dönüşüm, polyester üretiminde birim başına daha düşük girdi ihtiyacı sayesinde değer zincirinde daha geniş bir marjın şirket bünyesinde kalmasını sağlıyor; yönetimin paylaştığı örneklere göre 100 birim polyester üretimi için PTA bazlı süreçte yaklaşık 85 birim girdi gerekirken, paraksilenden başlayan entegre yapı bu ihtiyacı yaklaşık 62 birime indiriyor. PTA fiyatlarında piyasalardaki aşırı arz nedeniyle son yıllarda gözlenen gerileme sonucunda yatırımın salt hammadde maliyeti katkısının 2026 itibarıyla yaklaşık %5 seviyesine düştüğü ifade edilirken, PTA'ya yönelik olası anti-damping önlemleri ve kapasite artışlarının bu katkıyı %10 seviyesine taşıyabileceği belirtildi. Daha düşük fiziksel girdi ihtiyacı, aynı üretim hacmi için daha az stok tutulmasına imkân verirken, stok gün sayısının da aşağı çekilmesini destekliyor. Paraksilen tedarikinde daha uzun vadeli, akreditif ve benzeri nakit dışı finansman araçlarının kullanılabilmesi, kısa vadeli banka kredileriyle finanse edilen işletme sermayesi ihtiyacının kademeli olarak ticari borçlara dönüştürülmesine olanak tanıyor. Yönetim, bu yapı sayesinde hem stok-nakit döngüsünde iyileşme hem de finansal borçların ticari borçlara evrilmesi yoluyla bilanço esnekliğinin artırılmasını hedeflediklerini belirtti.

Yeni teknolojiyle düşen üretim maliyetleri, artan koruma önlemleri ve lojistik avantajının SASA'nın bölgesel rekabet gücünü artıracakları değerlendiriliyor. Şirket yönetimi, kamu sübvansiyonları sayesinde Çinli üreticilerin zaman zaman fabrika çıkışı maliyetlerinin %10–15 altına satış yapabildiklerini ve bu durumun küresel polyester ve PTA fiyatları üzerinde baskı yaratmaya devam ettiğini belirtti. Avrupa'nın Çin'e karşı daha korumacı bir ticaret çizgisine yönelmesi, bölgedeki üreticiler üzerindeki baskının hafiflemesine katkı sağlayabilecek bir unsur olarak değerlendiriliyor. Şirketin daha önce tamamladığı kapasite artışı yatırımıyla üretim kapasitesini yıllık 800 bin ton seviyesine çıkardığı polyester cipsi (PET) ithalatına yönelik ton başına 100 dolar tutarındaki ek mali yükümlülük Resmi Gazete ile yürürlüğe girdi. PTA ürününe ilişkin devam eden anti-damping soruşturmasının da benzer bir sonuç doğurabileceği beklentisi toplantıda paylaşıldı. Yönetim, bu adımların özellikle Çin kaynaklı ürünlerin fiyat baskısını zaman içerisinde sınırlayabileceğini, yüksek navlun maliyetleri ve daha kısa teslim sürelerinin de SASA açısından doğal bir rekabet avantajı yarattığını vurguladı. Süveyş Kanalı ve Kızıldeniz hattındaki riskler nedeniyle Çin'den çıkan sevkiyatların Afrika'nın güneyinden dolaşarak Avrupa'ya ulaşmasının iki ayı aşan teslim sürelerine uzayabildiği ifade edilirken, Türkiye'den Akdeniz havzasındaki limanlara yapılan sevkiyatların 1 hafta gibi kısa bir sürede tamamlanabilmesi önemli bir fark yaratıyor.

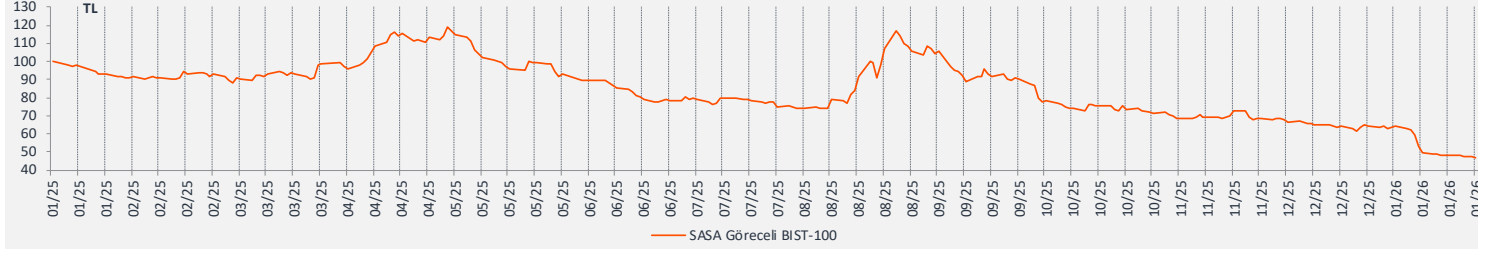
9A25 itibarıyla 18–19x seviyelerinde bulunan Net Borç/FAVÖK rasyosunun, 2026 sonunda 8x seviyelerine düşürülmesi hedefleniyor. Bu iyileşmede belirleyici olacak başlıca unsurlar; (i) yıllık bazda güçlü FAVÖK büyümesi, (ii) PTA yatırımıyla birlikte kısa vadeli borçların bir bölümünün ticari borca dönüşmesi ve stok günlerinde düşüş beklentisi olarak sıralanıyor. PTA yatırımıyla ilişkin finansman yapısında yaşanan geçici bozulma ise 2025 yıl sonu itibarıyla giderilmiş durumda. Yabancı ihracat kredi kuruluşlarının sigortası altında sağlanan proje finansmanı kredilerinde bazı performans kriterlerinin karşılanamaması nedeniyle uzun vadeli borçların kısa vadeli sınıflamaya geçmesi, kredi verenlerle yürütülen müzakereler sonucunda çözüme kavuşturuldu. 31 Aralık 2025 itibarıyla kredi koşullarına ilişkin geçmişe dönük herhangi bir ihlal kalmadığı, yıl sonu finansallarında ilgili borçların yeniden uzun vadeli olarak raporlanmasının beklendiği belirtildi. Önümüzdeki 12–24 aylık dönemde vadesi gelen yüklü ana para geri ödemelerinin ise daha uzun vadeye yayılacak şekilde yeniden finanse edildiği ifade edildi.

Yönetim, 2026 yılının başında tamamlanan paya dönüştürülebilir tahvil ihracını, orta vadede pay sahipleri açısından değer artırıcı ve finansal esnekliği güçlendiren önemli bir araç olarak değerlendiriyor. 415 milyon avro tutarındaki işlem, borç vade yapısını uzatırken, dönüşüm gerçekleşmesi halinde net kaldıraç oranlarının düşürülmesine yönelik bir opsiyon da sunuyor. 2026 başında ihraç edilen 2031 vadeli paya dönüştürülebilir tahvilin dönüşüm fiyatı hisse başına 0,05676 avro olarak belirlenirken, dönüşümün gerçekleşmemesi halinde ise yönetim, %4,75 kupon faizi ile görece düşük maliyetli bir finansman sağlandığını vurguluyor. Bilanço perspektifinden bakıldığında, yönetim tahvillerin paya dönüşmesi durumunda borcun özkaynakla yer değiştireceğini ve bunun kaldıraç oranlarında ilave bir iyileşme yaratacağını ifade etti. Tahvillerin paya dönüşümü özkaynak bazında bir seyrelmeye yol açacak olsa da yönetim; mevcut hissedarların daha düşük kaldıraçlı ve daha büyük bir yapıda oransal olarak daha küçük paylara sahip olacağını vurguladı ve bu durumu orta vadede hissedar açısından değer yaratıcı bir gelişme olarak nitelendirdi. Yatırımcı katılımını ve buna bağlı riskten korunma (hedging) faaliyetlerini kolaylaştırmak amacıyla, ana hissedar Erdemoğlu Holding, HSBC Bank plc ile bir pay ödünç sözleşmesi imzalamış olup, bu sözleşme kapsamında başlangıçta şirket sermayesinin %16,2'sine karşılık gelen adette pay ödünç verilmiştir. 20 Ocak tarihinde kamuya açıklanan bilgilere göre, söz konusu düzenlemeye ilişkin pay pozisyonu %9,4 seviyesine gerilemiş olup, bu düşüş ilave delta hedging ihtiyacının azaldığına işaret etmektedir.

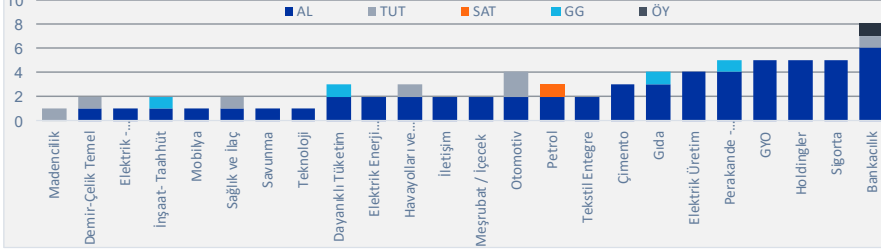
Yumurtalık'ta planlanan rafineri ve entegre petrokimya yatırımı, SASA'nın uzun vadeli dikey entegrasyon stratejisinin merkezinde konumlanıyor. Projenin ilk aşamasında yıllık yaklaşık 13 milyon ton ham petrol ve doğal gaz kondensatı işleme kapasitesine sahip bir rafinerinin kurulması hedeflenirken, bunu takiben benzen, toluen ve ksilen (BTX) üretimine yönelik aromatik tesislerin devreye alınması planlanıyor. Daha ileri aşamalarda ise ikinci bir PTA veya paraksilen tesisi, savunma sanayii dahil olmak üzere daha yüksek katma değerli petrokimyasal ürünlere yönelik yatırımlar ile artacak ticaret hacmini destekleyecek liman ve lojistik altyapı projelerinin gündeme gelebileceği ifade edildi. Rafinerinin hem hafif ham petrol hem de doğal gaz kondensatı işleyebilecek esnekliğe sahip, modüler bir tasarımla hayata geçirilmesi öngörüldürken; bu kapsamda doğal gaz kaynaklarına sahip bazı üreticilerle potansiyel ortaklık seçeneklerinin de değerlendirildiği belirtildi. Üretilen ürünlerin küresel pazarlara satışı ve dağıtımının, Vitol'ün ağırlıklı rol üstleneceği bir yapı üzerinden yürütülmesi ve bu yolla satış-dağıtım riskinin paylaşılması hedefleniyor. Yatırımın zamanlaması açısından 2027 sonu–2028 başı dönemi öne çıkarken, yönetim önümüzdeki birkaç yıl içinde paraksilen tarafında küresel arz açığı oluşmasını beklediklerini ve araştırma kuruluşlarının projeksiyonlarının bu açığın 2030'a doğru belirginleşeceğine işaret ettiğini ifade etti. Küresel paraksilen piyasasında halen arz fazlası bulunması nedeniyle yatırımın başlangıcının bilinçli şekilde ötelenerek bilanço gücünün artırılmasının tercih edildiği vurgulanırken, 2027 sonunda başlanması planlanan rafineri yatırımının 24–36 ay içinde tamamlanarak tam kapasiteyle üretime geçmesi hedefleniyor. Bu çerçevede, tek parça ve yüksek maliyetli bir kompleks rafineri yerine, ilk modülün hızla devreye alınabildiği ve talep koşullarına bağlı olarak ölçeği büyütülebilen, daha düşük maliyetli ve petrokimya ürünlerine odaklı modüler bir yapı tercih edilirken; proje kapsamında iskele ve depolama alanı yatırımlarının da yer alacağı ifade edildi.

Sasa Polyester Sanayi A.Ş.

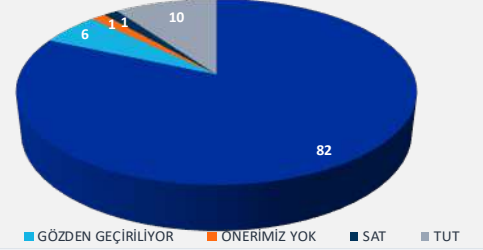
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. 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.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.