

## Operasyonel Toparlanma

SASA'nın ilk yarı satış hacmi yıllık bazda %41 artarak 691 kilotona, satış geliri ise %45 büyümeyle 833 milyon dolara ulaştı. Hacim ve cirodaki iyileşme dönemin geneline yayılırken mayıstaki görece sınırlı hacim artışında Kurban Bayramı tatili etkili oldu.

Ortalama satış fiyatı Aralık 2025 ve Ocak 2026'da 1 dolar/kg seviyesine kadar geriledikten sonra haziranda 1,42 dolar/kg'a yükseldi. Yönetim, fiyat toparlanmasının şubatta başladığını, bölgesel çatışmaların ürün fiyatlarına belirgin etkisinin ise nisandan itibaren görüldüğünü belirtti. Bu nedenle ilk yarıdaki iyileşme yalnızca jeopolitik gelişmelerle açıklanmadı.

İlk yarı FAVÖK'ü 182 milyon dolar, FAVÖK marjı %22 olarak gerçekleşti. Yönetim, hammadde fiyatlarındaki hızlı yükselişin stokların yeniden değerlendirilmesi üzerinden kârlılığı desteklediğini kabul etti. Bununla birlikte iyileşmenin tamamının stok etkisinden oluşmadığı, PTA entegrasyonu, artan hacim ve değişen tedarik koşullarının da sonuçlara katkı sağladığı vurgulandı.

Üretimden sevkiyata ve tahsilata uzanan döngünün 75–90 gün sürmesi nedeniyle stok değerlendirme etkisinin kalıcı olmadığı belirtildi. Yönetim, ilk yarıda %20'nin üzerinde gerçekleşen FAVÖK marjının belirgin şekilde altına inilmesini beklemiyor. Mevcut projeksiyonlarda ise ürün fiyatlarında yeni bir artış varsayılmıyor. Buna karşılık fiyatların bölgesel çatışmalar öncesindeki seviyelere dönmesi de beklenmiyor.

Üçüncü çeyreğin ikinci çeyreğe göre daha zayıf geçebileceği ifade edildi. Haziran sonunda talep hızlanırken temmuzda çatışmaların sona ereceği, fiyatların gerileyeceği ve PET ithalatındaki korunma önleminin uygulanmayacağı yönündeki beklentiler siparişlerde yumuşamaya neden oldu. Yaz aylarındaki mevsimsel yavaşlamanın ardından son çeyrekte yeniden hızlanma bekleniyor.

## Kapasite ve Talep

PTA, elyaf ve PET reçine yatırımlarının tamamlanması, satış hacmini artırırken daha önce dışarıdan tedarik edilen PTA'nın şirket bünyesinde üretilmesini sağladı. Yönetim, ürün bazında kapasite kullanım oranlarının %70–85 arasında değiştiğini ve mevcut üretimin satışında sorun yaşanmadığını açıkladı. PTA tesisi ise talep oluşması halinde tam kapasitede çalışabilecek teknik olgunluğa ulaştı.

### Şirket Bilgileri

|                     |                 |
|---------------------|-----------------|
| Hisse Kodu          | SASA            |
| Hisse Fiyatı        | 2,46            |
| Fiili Dolaşım Oranı | 45,40           |
| Hisse Başına Kar    | -0,26           |
| Ödenmiş Sermaye     | 52.501.931.146  |
| Piyasa Değeri       | 129.154.750.619 |



| 1H    | 1A   | 3A     | 6A    | YTD    | 1Y     |
|-------|------|--------|-------|--------|--------|
| %-3.9 | %1.7 | %-23.8 | %-9.2 | %-11.5 | %-25.7 |

### Piyasa Çarpanları

|                |       |
|----------------|-------|
| FD/FAVÖK       | 20,18 |
| PD/DD          | 0,67  |
| Net Borç/FAVÖK | 10,36 |

| Oranlar                    | 2026/6 | 2025/6 |
|----------------------------|--------|--------|
| Cari Oran                  | 0,58   | 0,28   |
| Kaldıraç Oranı             | 48,93  | 53,58  |
| Özkaynak Karlılığı         | -7,51  | -4,54  |
| Brüt Kar Marjı (Çeyreklik) | 18,61  | 9,45   |
| FAVÖK Marjı (Çeyreklik)    | 25,40  | 15,05  |
| Net Kar Marjı (Çeyreklik)  | -6,33  | -80,83 |

2027 yılına ilişkin FAVÖK artışı yeni bir yatırım projesinden ziyade mevcut kapasitelerin olgunlaşmasına dayanıyor. Yönetim, yatırımların 2025 sonunda tamamlanmasına rağmen ekonomik verimliliğin kademeli olarak oluştuğunu belirtti. Kapasite kullanımındaki artış, verimlilik çalışmaları ve yeni ihracat müşterilerinin kalıcı hale gelmesi 2027 performansının temel sürücülerini olarak sıralandı.

Bölgesel çatışmalar, Basra Körfezi kaynaklı girdilere bağımlı Uzak Doğulu üreticilerde tedarik sorunlarına yol açtı. Uzun teslimat süreleri, gemi ve konteyner sıkıntısı ile yükselen navlun ve sigorta maliyetleri Türkiye'deki üreticilerin göreceli konumunu destekledi. Yönetim, 2026 yılında daha önce SASA'dan ürün almayan bazı ihracat müşterilerinden ilk kez sipariş alındığını ve bu ilişkilerin kalıcı hale gelmesini beklediğini ifade etti.

Buna karşılık yüksek faizler ve fiyat oynaklığı müşterilerin stok taşıma isteğini sınırlıyor. Siparişlerin mümkün olan son tarihe bırakılması kısa vadeli talebi dalgalandırırken yönetim, tedarikin Uzak Doğu'dan daha yakın üreticilere kaymasının yapısal bir eğilim olduğunu değerlendiriyor.

PET reçine ithalatında 19 Temmuz 2026'dan itibaren 120 dolar/ton tutarında korunma önlemi uygulanmaya başladı. PTA ithalatına yönelik korunma soruşturması da devam ediyor. Yönetim, bu düzenlemelerin olası etkilerini finansal projeksiyonlarına dahil etmedi. Oluşabilecek avantajın fiyat artışı yoluyla marja yansıtılması veya fiyatlar korunarak pazar payı ve hacim kazanımında kullanılması piyasa koşullarına göre belirlenecek. PET düzenlemesi ve PTA soruşturması Ticaret Bakanlığının açıklamalarıyla örtüşüyor.

## Kaldıraç ve Nakit

Net finansal borç/FAVÖK oranı, geçen yılın aynı dönemindeki 20,9x seviyesinden Haziran 2026 itibarıyla düzeltilmiş olarak 8,5x'e geriledi. Düzeltilmiş hesapta, finansal tablolarda henüz görünmeyen ancak temmuzda tamamlanan 300 milyon dolarlık paya dönüşümün etkisi net borçtan çıkarıldı.

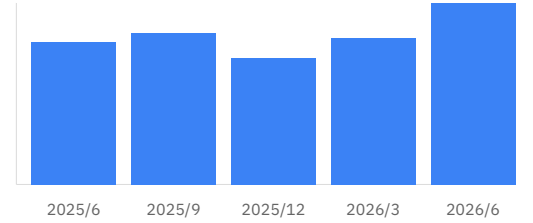
Şirket, tüm finansal borçlar dahil net finansal borç/FAVÖK oranını 2026 sonunda 6,4x'e, 2027 sonunda 4,7x'e indirmeyi öngörüyor. Gayrikabili rücu proje finansmanı kredileri hariç hesaplandığında oranların aynı tarihlerde sırasıyla 4,5x ve 3,4x seviyelerine gerilemesi bekleniyor.

Projeksiyonlar, şirketin 2025 yılında bazı finansal koşulları karşılayamamasının ardından kreditorlerle yeniden müzakere

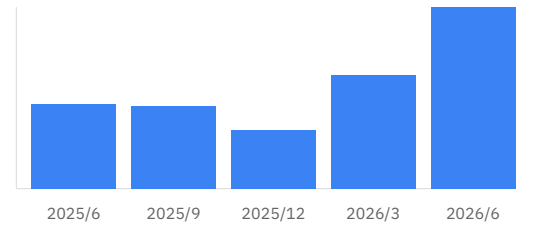
| Özet Gelir Tablosu | 2026/6   | 2025/6   | %     |
|--------------------|----------|----------|-------|
| Satışlar           | 38.9 mr  | 29.6 mr  | %31   |
| Brüt Kar           | 5.9 mr   | 2.6 mr   | %128  |
| Faâl. Karı         | 3.5 mr   | 559.0 mn | %522  |
| FAVÖK              | 8.9 mr   | 3.4 mr   | %159  |
| Net Kar            | 492.0 mn | -11.7 mr | %-104 |

| Özet Bilanço | 2026/6   | 2026/3   | %   |
|--------------|----------|----------|-----|
| Dönen Var.   | 42.0 mr  | 45.0 mr  | %-7 |
| Duran Var.   | 335.3 mr | 333.6 mr | %1  |
| Fin. Borçlar | 140.0 mr | 153.8 mr | %-9 |
| Net Borç     | 136.2 mr | 147.6 mr | %-8 |
| Özkaynaklar  | 192.7 mr | 183.7 mr | %5  |

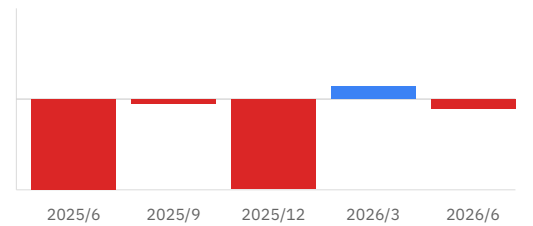
## Çeyreklik Satışlar



## Çeyreklik FAVÖK



## Çeyreklik Net Kâr



edilen anlaşmalardaki performans kriterlerine göre hazırlandı. Yönetim, yeni projeksiyonlarda kredi koşullarının tekrar ihlal edilmemesi amacıyla muhafazakâr varsayımlar kullanıldığını belirtti. Korunma önlemleri, yeni projeler ve diğer ilave gelir ihtimalleri tahminlere dahil edilmedi.

Net borçtaki gerilemenin yalnızca FAVÖK artışından gelmesi beklenmiyor. Yeni büyüme yatırımlarının tamamlanmasıyla yatırım harcamalarının oldukça sınırlı kalması, yaratılan nakdin finansal varlık birikimine ve borç azaltımına yönelmesini sağlayacak. Uzun vadeli ve uygun koşullu proje finansmanı kredilerinin erken kapatılması yerine net nakit pozisyonunun güçlendirilmesi planlanıyor.

PTA entegrasyonu işletme sermayesi yapısını da değiştirdi. SASA geçmişte ithal PTA için peşin veya en fazla 45 gün vadeli ödeme yaparken üretim ve tahsilat döngüsü 75–90 gün sürüyordu. Bu fark kısa vadeli banka finansmanı ihtiyacını artırıyordu. Şirket artık PTA üretiminde kullanılan paraksileni Aramco kaynaklı olarak Mitsui üzerinden, Asya spot fiyatlarına endeksli ve 200–300 güne ulaşabilen akreditif vadeleriyle temin ediyor. Böylece finansmanın bir bölümü banka kredisinden ticari borca taşınırken kısa vadeli borç çevirme ihtiyacı azalıyor.

Yatırımcı sunumunda serbest nakit akışı, FAVÖK'ten bakım yatırımlarının çıkarılmasıyla hesaplanıyor ve nakit dönüşüm oranı %99 olarak gösteriliyor. Bu tanım; işletme sermayesi, finansman gideri, vergi ve büyüme yatırımlarını içermiyor. Yönetimin borç azaltımına ilişkin sözlü açıklamaları ise yatırım harcamalarındaki düşüşün yanı sıra işletme sermayesi finansmanının banka kredilerinden ticari borçlara kaymasına dayanıyor.

## Finansman Yapısı

Ocak 2026'da ihraç edilen 415 milyon euro tutarındaki paya dönüştürülebilir tahvilin 412,6 milyon euroluk bölümü paya dönüştürüldü. Yalnızca 2,4 milyon euroluk kısım için nakit itfa talep edildi. İşlem sonucunda çıkarılmış sermaye 52,5 milyar TL'ye ulaştı.

Paya dönüşüm borcu azaltırken ikinci çeyrekte tek seferlik finansman maliyeti yarattı. Tahvil sözleşmesindeki faiz tamamlama hükmü nedeniyle yatırımcılar ana para alacağından vazgeçerek paya dönüşse bile belirli faiz haklarını korudu. Bu ödemeler hazıranda yapıldı, sermaye artırımları işlemleri ise temmuzda tamamlandı. Yönetim, ilgili nakit çıkışının üçüncü çeyreğe taşınmadığını belirtti.

Kısa vadede yeni bir paya dönüştürülebilir tahvil ihracı planlanmıyor. Buna karşılık standart sabit getirili bir eurobond ihracı için hazırlıklar devam ediyor. Eurobond başlangıçta, yatırımcıların paya dönüşüm yerine nakit itfayı seçmesi halinde oluşabilecek likidite ihtiyacına karşı planlandı. Dönüşümlerin tamamlanmasıyla bu ihtiyaç ortadan kalksa da şirket, ihracı kısa vadeli finansal borçları kapatmak ve likidite rezervini güçlendirmek amacıyla sürdürmeye karar verdi. İşlemin ekimin ilk yarısında tamamlanması öngörülüyor.

Erdemoğlu Holding'e olan borç için vergi düzenlemeleri gereği faiz tahakkuk ettiriliyor ancak yükümlülük finansal borç hesabında gösterilmiyor. Bağımsız denetim kapsamında borcun bir yıldan kısa sürede geri çağrılmayacağına ilişkin teyit alındığı için uzun vadeli sınıflandırılıyor. Geçmişte benzer alacaklar tahsisli sermaye artırımlarıyla özkaynağa dönüştürülmüş olsa da mevcut tutar için alınmış bir sermayeye dönüşüm kararı bulunmuyor.

## Vergi Etkisi

İlk yarıdaki ertelenmiş vergi gideri nakit çıkışı yaratmadı. Yönetim, giderin iki temel muhasebe etkisinden kaynaklandığını açıkladı. Üretici şirketler için 2027'den itibaren geçerli olacak kurumlar vergisi oranının %25'ten %12,5'e düşmesi, geçmiş yatırımlardan doğan ertelenmiş vergi varlığının daha düşük oranla yeniden ölçülmesine neden oldu.

İkinci etki, yatırım teşviklerinden doğan vergi varlığının finansal tablolardaki enflasyon düzeltmesinden farklı bir yeniden değerlendirme oranıyla güncellenmesinden kaynaklandı. Vergi oranındaki değişimin oluşturduğu büyük yeniden ölçüm etkisi tek seferlik. Buna karşılık enflasyon ile yeniden değerlendirme oranı arasındaki fark devam ettiği müddetçe ertelenmiş vergi varlığındaki değer kaybı gelir tablosuna gider olarak yansiyabilecek.

Dolayısıyla ikinci çeyrekte görülen vergi gideri, ödenmiş veya tahakkuk etmiş bir kurumlar vergisini ifade etmiyor. Operasyonel kârlılık arttıkça net kâra olumlu katkı oluşacak ancak net sonuç finansman giderleri, TMS 29 kapsamında parasal pozisyon etkisi ve ertelenmiş vergi hareketlerinden etkilenmeye devam edecek.

## Uzun Vadeli Planlar

Yumurtalık yatırımının 2027 ve 2028 yıllarında SASA üzerinde ilave finansman yükü yaratması beklenmiyor. Yönetim, SASA'ya yansiyabilecek finansman ihtiyacının 2029'dan itibaren başlayabileceğini ve ilk aşamada sınırlı kalacağını belirtti. Yatırımcı sunumunda ilk fazın 2028'de başlaması, sonraki aşamalarda rafineri, aromatikler ve diğer petrokimya üniteleriyle entegrasyonun genişletilmesi öngörülüyor.

Merinos'un polyester cips yatırımı SASA açısından bire bir satış kaybı olarak değerlendirilmiyor. Merinos'un kendi cipsini üretmesi durumunda SASA'nın nihai ürün yerine PTA tedarikçisi haline gelmesi mümkün olacak. Yönetim, Türkiye ve yakın coğrafyadaki talebin SASA'nın üretim kapasitesinin üzerinde olduğunu ve Merinos yatırımının önemli ölçüde ithal ikamesi sağlayacağını belirtti.

Merinos halka arzında ortak satışından Erdemoğlu Holding'e gelebilecek kaynağın SASA'nın sermaye yapısını güçlendirmede kullanılması planlanıyor. Halka arzın zamanlaması kesinleşmemekle birlikte söz konusu kaynağın 2027 yılı net borç projeksiyonunda SASA'ya aktarılacağı varsayılıyor. İşlemin 2026'da gerçekleşmesi halinde katkı daha erken görülebilecek.