

## 4Ç25 Kar Tahminleri

- 2025'in dördüncü çeyreği banka finansalları 2 Şubat'ta Akbank ile açıklanmaya başlayacak.

**Banka & Sigorta:** 4Ç25'te takibimizdeki bankaların net karında çeyreksele %18 artış, yıllık olarak ise %43 artış öngörmekteyiz. Net faiz marjlarında TL kredi-mevduat makasındaki iyileşme ve TÜFE'ye endeksli tahvillerden artan katkı kaynaklı yaklaşık 50 baz puan iyileşme görmeyi bekliyoruz. Ticari&kur&swap sonuçlarında ise artan swap maliyetleri ve azalan ticari kazançlar kaynaklı düşüş tahmin ediyoruz. Artmaya devam eden takibe girişler nedeniyle kredi karşılıklarında artış bekliyoruz. Takibimizdeki bankalar arasında **VAKBN**, **AKBNK**, **ISCTR** ve **ALBRK**'nin çeyreklik bazda daha güçlü sonuçlar açıklamasını öngörüyoruz. **VAKBN**'in olumlu ayrışması beklentimiz TÜFE'ye endeksli tahviller kaynaklı güçlü marjlar kaynaklı. **AKBNK**'in güçlü karlılık gelişiminin ise sektör üzerinde TL kredi büyümesi ve azalan karşılıklar kaynaklı olmasını tahmin ediyoruz. Çeyreklik olarak zayıf sonuçlar açıklamasını beklediğimiz bankalar ise **TSKB**, **HALKB** ve **GARAN**. **AGESA** ve **ANHYT**'in ise çeyreklik karlılık artışı kaydedeceğini öngörürken, bu beklentimiz güçlü hayat sigortacılık sonuçları ve daha yüksek yatırım kazançları kaynaklı.

- **Banka-Dışı Şirketler:** 4Ç25'te inceleme kapsamımızdaki şirketlerin bir bütün olarak finansalları, yıllık ~%5 reel gelir artışı ve öncelikle düşük enerji ve personel maliyetleri ile azalan enflasyon baskıları sayesinde yıllık ~2 puanlık VAFÖK marjı iyileşmesine işaret etmektedir. Hem gelir hem de VAFÖK iyileşmesi beklerken, 4Ç25'teki net karlılığın önceki çeyreklere göre iki faktör tarafından daha fazla şekillendirileceğine inanıyoruz: (i) enflasyonun düşmesiyle birlikte etkisi azalan parasal kazanç / kayıp ve (ii) Vergi Usul Kanunu (VUK) kapsamındaki düzenlemelerden kaynaklanan ertelenmiş vergi giderleri. Daha sağlıklı VAFÖK marjlarına rağmen, özellikle muhasebe etkilerinin daha belirgin olduğu perakendeciler için ertelenmiş vergi giderlerinin net karı baskılamasını bekliyoruz. Tüketim sektöründe, maliyet azaltma girişimleri, personel giderlerindeki reel düşüş ve daha yüksek uluslararası hacim sayesinde **CCOLA** için reel büyüme ve marj iyileşmesi bekliyoruz. Benzer dinamikler **SOKM**, **BIMAS** ve **MGROS** için de geçerli fakat yüksek vergi giderlerinin karlılıkları baskılamasını tahmin ediyoruz. Ayrıca, **ASELS**, **ENKAI** ve **AKSEN** gibi güçlü bakiye siparişlere, ihracata yönelik faaliyetlere ve yapısal olarak yüksek VAFÖK marjlarına sahip şirketlerin öne çıkmasını bekliyoruz. Ayrıca, ~2 milyar TL'lik tazminata rağmen **OTKAR**'ın ve **TOASO**'nun düşük baz etkisi sayesinde güçlü büyümeler elde etmesini bekliyoruz. **AYGAZ**'in, tek seferlik geliri ve **TUPRS**'in güçlü ürün karlılıklarının da finansalları desteklemesini bekliyoruz. Olumsuz tarafta ise, **AEFES** ve **AGHOL**'ün ciro daralması; **PETKM**'in faaliyet zararı elde etmesi ve yüksek ertelenmiş vergi giderinin de net karı olumsuz etkilemesini bekliyoruz.

| (TLmn)                        | 4Ç25 YKY Tahminleri |        |         | Yıllık Değişim (%) |       |         |
|-------------------------------|---------------------|--------|---------|--------------------|-------|---------|
|                               | Satışlar            | VAFÖK  | Net Kar | Satışlar           | VAFÖK | Net Kar |
| BANKACILIK                    |                     |        | 96,245  |                    |       | 43%     |
| SİGORTA & EMEKLİLİK & YATIRIM |                     |        | 3,616   |                    |       | 24%     |
| OTOMOTİV                      | 339,914             | 16,397 | 11,849  | a.d.               | 9%    | -21%    |
| HOLDİNG                       | 200,054             | 23,848 | 11,547  | a.d.               | a.d.  | 198%    |
| SAVUNMA                       | 101,526             | 23,238 | 11,186  | a.d.               | a.d.  | a.d.    |
| ENERJİ                        | 9,953               | 3,032  | 1,437   | 268%               | a.d.  | a.d.    |
| YİYECEK & İÇECEK              | 113,170             | 16,953 | 3,869   | a.d.               | a.d.  | 190%    |
| PETROL                        | 233,561             | 16,680 | 7,644   | a.d.               | 176%  | 27%     |
| PETROKİMYA                    | 22,501              | -1,574 | -3,929  | 139%               | a.d.  | a.d.    |
| RESTORAN                      | 10,984              | 2,158  | 250     | 391%               | 486%  | -32%    |
| PERAKENDE                     | 365,702             | 21,902 | 4,469   | a.d.               | 270%  | -25%    |
| DEMİR ÇELİK                   | 77,287              | 8,809  | -2,968  | a.d.               | 209%  | a.d.    |
| TELEKOM                       | 125,487             | 50,962 | 7,530   | 193%               | a.d.  | a.d.    |
| BEYAZ EŞYA                    | 127,750             | 6,876  | -2,067  | a.d.               | a.d.  | a.d.    |

Gorkem Goker

[gorkem.goker@ykyatirim.com.tr](mailto:gorkem.goker@ykyatirim.com.tr)

Oguzhan Vural

[oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr](mailto:oguzhan.vural@ykyatirim.com.tr)

Esra Uzun Ozbaskin

[esra.ozbaskin@ykyatirim.com.tr](mailto:esra.ozbaskin@ykyatirim.com.tr)

Eren Ercis

[eren.ercis@ykyatirim.com.tr](mailto:eren.ercis@ykyatirim.com.tr)

Yasin Sarihan

[yasin.sarihan@ykyatirim.com.tr](mailto:yasin.sarihan@ykyatirim.com.tr)

Nuray Aparı Büyükkaya

[nuray.buyukkaya@ykyatirim.com.tr](mailto:nuray.buyukkaya@ykyatirim.com.tr)

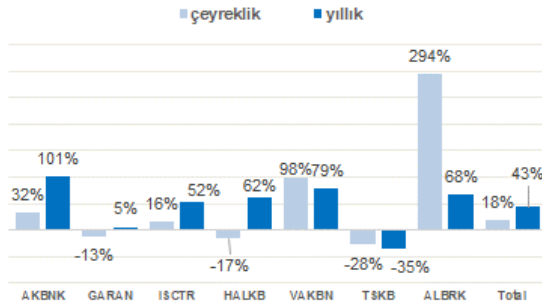
## Banka & Sigorta & Yatırım – 4Ç25 Kar Tahminleri

- 2025'in dördüncü çeyreği banka finansalları 2 Şubat'ta Akbank ile açıklanmaya başlayacak.
- **Bankacılık:** 4Ç25'te takibimizdeki bankaların net karında çeyreksele %18 artış, yıllık olarak ise %43 artış öngörmekteyiz. Son çeyrekte ortalama %10 TL kredi büyümesi öngörüyoruz. Net faiz marjlarında TL kredi-mevduat makasındaki iyileşme ve TÜFE'ye endeksli tahvillerden artan katkı kaynaklı yaklaşık 50 baz puan iyileşme görmeyi bekliyoruz. Ticari&kur&swap sonuçlarında ise artan swap maliyetleri ve azalan ticari kazançlar kaynaklı düşüş tahmin ediyoruz. Artmaya devam eden takibe girişler nedeniyle kredi karşılıklarında artış, komisyon gelirlerinin ise güçlü kalmaya devam etmesini tahmin ediyoruz. Faaliyet giderlerinin ise sezonsallık kaynaklı çeyreklik bazda yüksek seyretmesini öngörüyoruz.

Takibimizdeki bankalar arasında **VAKBN**, **AKBNK**, **ISCTR** ve **ALBRK**'nin çeyreklik bazda daha güçlü sonuçlar açıklamasını bekliyoruz. **VAKBN**'in olumlu ayrışması beklentimiz TÜFE'ye endeksli tahviller kaynaklı güçlü marjlar kaynaklı. Vakıfbank'ın çeyreklik bazda 16 milyar TL ek TÜFE'ye endeksli tahvil geliri elde etmesini beklerken, bankanın önümüzdeki çeyreklerde kar oynaklığını azaltmak doğrultusunda 4 milyar TL'de serbest karşılık ayırmasını öngörüyoruz. **AKBNK**'in güçlü karlılık gelişiminin ise sektör üzerinde TL kredi büyümesi ve azalan karşılıklar kaynaklı olmasını tahmin ediyoruz. Çeyreklik olarak zayıf sonuçlar açıklamasını beklediğimiz bankalar ise **TSKB**, **HALKB** ve **GARAN**.

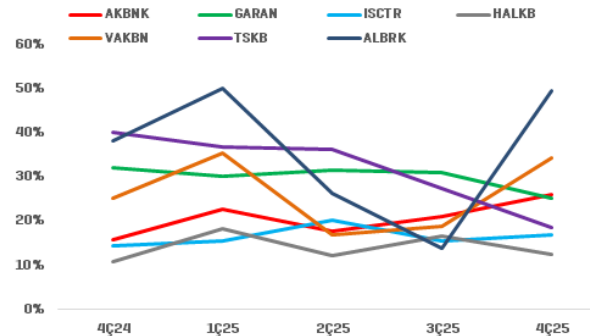
- **Sigorta & Emeklilik & Yatırım:** Sigorta şirketleri için çeyreklik gelişim oldukça farklılaşmaktadır. **AGESA** ve **ANHYT**'in ise çeyreklik karlılık artışı kaydedeceğini öngörürken, bu beklentimiz güçlü hayat sigortacılık sonuçları ve daha yüksek yatırım kazançları kaynaklı. Hayat dışı sigorta şirketleri için zorunlu trafik sigortası karşılıklarını arttıran düzenlemenin olumsuz etkisiyle **AKGRT**'nin çeyreklik olarak görece zayıf karlılık gelişimi kaydedeceğini öngörüyoruz. Ünlü Yatırım Holding'in faaliyet karında kurumsal satış ve takipteki krediler faaliyetlerinden elde edilen katkının artması sayesinde kademeli iyileşme öngörüyoruz fakat beklentimiz bu iyileşmenin karlılık yansımasının sınırlı olması.

**Grafik 1: Bankalar Çeyreklik ve Yıllık Net Kar Gelişimi**



Kaynak: YKY Araştırma

**Grafik 2: Bankalar Özkaynak Karlılığı**



Kaynak: YKY Araştırma

## YKY – 4Ç25 Tahminleri

### YKY Tahminleri- 4Ç25T

| (TLmn)                        | 4Ç25 YKY Tahminleri |        |         | Yıllık Değişim (%) |       |         | Çeyreksel Değişim (%) |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------------------------------|---------------------|--------|---------|--------------------|-------|---------|-----------------------|-------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                               | Satışlar            | VAFÖK  | Net Kar | Satışlar           | VAFÖK | Net Kar | Satışlar              | VAFÖK | Net Kar |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| BANKACILIK                    |                     |        |         |                    |       |         |                       |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| AKBNK                         |                     | 18,546 |         |                    |       | 101%    |                       |       | 32%     | Çeyreklik güçlü net kar artışı beklentimiz, swap dahil net faiz marjında 50 baz puan iyileşme, %11 TL kredi artışı ve azalan karşılıklar kaynaklı. Net risk maliyetinde 3Ç25'te 340 baz puandan 4Ç25'te 170 baz puana iyileşme öngörüyoruz.        |
| ALBRK                         |                     | 2,765  |         |                    |       | 68%     |                       |       | 294%    | Yıl sonlarında gerçekleşen tek seferlik yeniden değerlemeler kaynaklı çeyreklik bazda güçlü karlılık tahmin ediyoruz                                                                                                                               |
| GARAN                         |                     | 26,604 |         |                    |       | 5%      |                       |       | -13%    | Artmasını beklediğimiz karşılık giderleri nedeniyle çeyreklik bazda zayıf karlılık öngörüyoruz. Net risk maliyetinin 3Ç25'te 190 baz puandan 4Ç25'te 240 baz puana artmasını tahmin ediyoruz.                                                      |
| HALKB                         |                     | 6,291  |         |                    |       | 62%     |                       |       | -17%    | Artan karşılıklar ve faaliyet giderleri kaynaklı çeyreklik bazda zayıf karlılık tahmin ediyoruz                                                                                                                                                    |
| ISCTR                         |                     | 16,428 |         |                    |       | 52%     |                       |       | 16%     | Diğer bankaların ortalamasına göre daha yüksek net faiz marjı trendi (+120 baz puan çeyreklik) sayesinde çeyreklik karlılık iyileşirken, emekli sandığı kaynaklı yüksek faaliyet giderlerinin olumlu etkiyi kısmen hafifletmesini tahmin ediyoruz. |
| TSKB                          |                     | 2,017  |         |                    |       | -35%    |                       |       | -28%    | Takipteki kredilere giriş kaynaklı karşılık giderlerine artış öngörüyoruz ve bu durumun karlılığı çeyreklik bazda baskılamasını tahmin ediyoruz                                                                                                    |
| VAKBN                         |                     | 23,594 |         |                    |       | 79%     |                       |       | 98%     | TÜFE'ye endeksli tahvillerin yıl sonu ayarlaması kaynaklı bankanın 16 milyar TL ek katkı elde etmesini tahmin ediyoruz ve bu durum çeyreklik karlılığı destekleyecek. Bankanın 4 milyar TL serbest karşılık ayırmasını tahmin ediyoruz.            |
| SİGORTA & EMEKLİLİK & YATIRIM |                     |        |         |                    |       |         |                       |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                    |
| AKGRT                         |                     | 575    |         |                    |       | -17%    |                       |       | -30%    | Zorunlu trafik sigortası karşılıklarını arttıran düzenlemenin olumsuz etkisiyle çeyreklik karlılıkta zayıflık tahmin ediyoruz                                                                                                                      |
| ANHYT                         |                     | 1,661  |         |                    |       | 35%     |                       |       | 15%     | Güçlü hayat sigortacılık sonuçları ve daha yüksek yatırım kazançları kaynaklı karlılıkta çeyreklik iyileşme tahmin ediyoruz                                                                                                                        |
| AGESA                         |                     | 1,377  |         |                    |       | 61%     |                       |       | 5%      | Güçlü hayat sigortacılık sonuçları ve daha yüksek yatırım kazançları kaynaklı karlılıkta çeyreklik iyileşme tahmin ediyoruz                                                                                                                        |
| UNLU                          |                     | 3      |         |                    |       | -98%    |                       |       | a.d.    | Faaliyet karında kurumsal satış ve takipteki krediler faaliyetlerinden elde edilen katkının artması sayesinde kademeli bir iyileşme öngörüyoruz fakat beklentimiz net zararın devam etmesi yönünde.                                                |

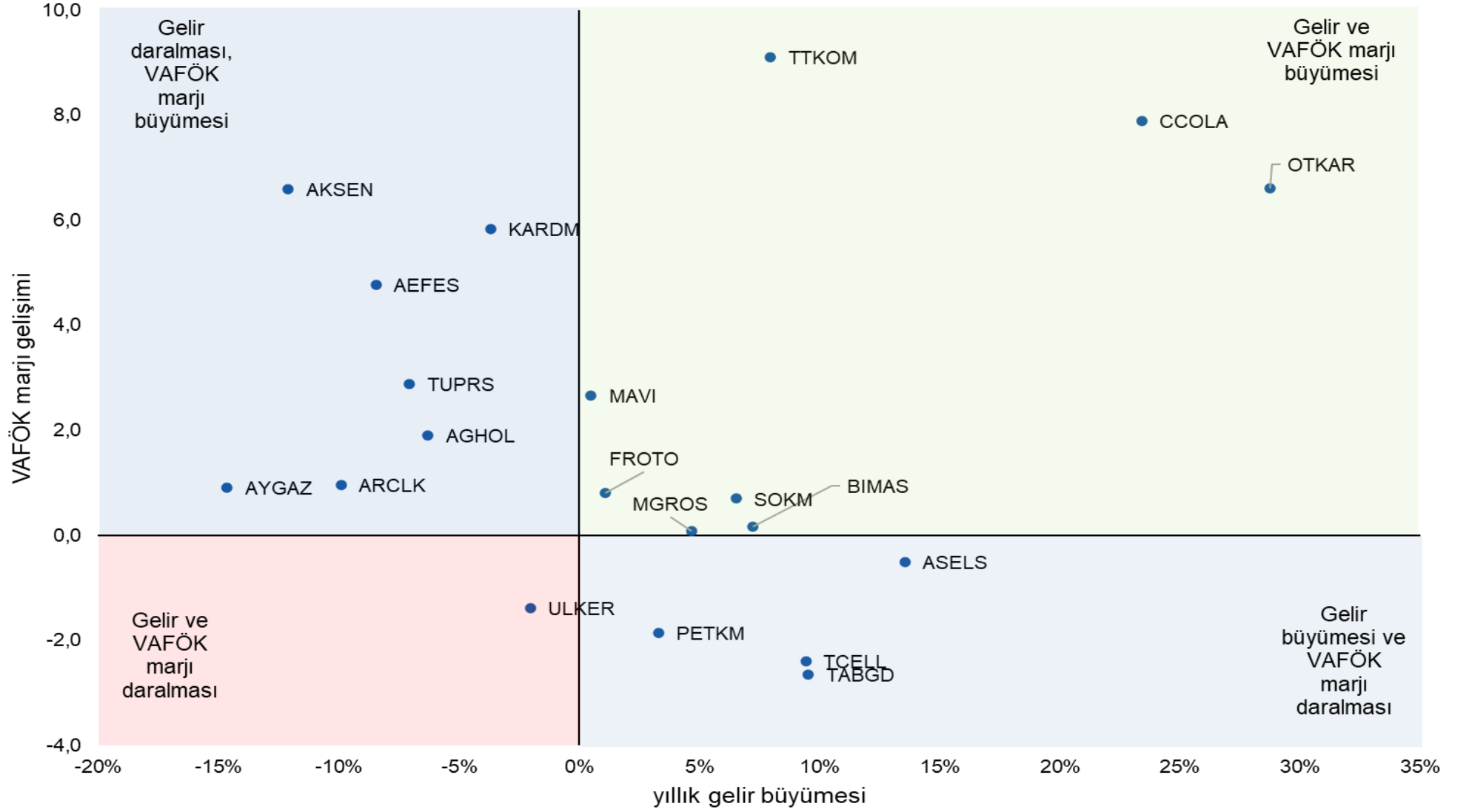
| (TLmn)   | 4Ç25 YKY Tahminleri |        |         | Yıllık Değişim (%) |       |         | Çeyreksele Değişim (%) |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|----------|---------------------|--------|---------|--------------------|-------|---------|------------------------|-------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|          | Satışlar            | VAFÖK  | Net Kar | Satışlar           | VAFÖK | Net Kar | Satışlar               | VAFÖK | Net Kar |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| OTOMOTİV |                     |        |         |                    |       |         |                        |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| FROTO    | 218,318             | 13,265 | 8,245   | 1%                 | 16%   | -46%    | 10%                    | 8%    | -6%     | İhracat gelirlerinin desteğinde operasyonel karlılık tarafında hem çeyreksele hem de yıllık bazda artış öngörüyoruz. Karlılık tarafında ise enflasyon muhasebesindeki VUK-IFRS farkı kaynaklı net karlılığın baskı altında kalmasını bekliyoruz.                                                                                                                                                                                                  |
| TOASO    | 121,596             | 3,132  | 3,604   | 209%               | a.d.  | a.d.    | 29%                    | 68%   | 186%    | Hafif ticari araç segmentinin artan ihracat geliri ile operasyonel karlılıkta güçlü iyileşme bekliyoruz. Dönem içerisinde kaydedilen varlık satışına ilaveten (+1,2 milyar TL), gerilemesini beklediğimiz efektif vergi oranı sayesinde net karlılıkta belirgin bir toparlanma öngörüyoruz.                                                                                                                                                       |
| HOLDİNG  |                     |        |         |                    |       |         |                        |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| AGHOL    | 153,772             | 14,272 | 734     | -6%                | 18%   | a.d.    | -21%                   | -46%  | -80%    | Meşrubat ve perakende tarafındaki güçlü finasalların AGHOL'un konsolide sonuçlarını desteklemesini bekliyoruz. Ayrıca, gelişen VAFÖK'ün şirketin nakit akımını destekleyeceğini ve konsolide net borç / VAFÖK'ün 4Ç25 sonu itibarıyla 0,9x'e gerilemesini bekliyoruz.                                                                                                                                                                             |
| ENKAI    | 46,283              | 9,576  | 10,813  | 46%                | 18%   | 48%     | 4%                     | 14%   | 1%      | Şirketin inşaat segmentinde 4Ç25 sonu itibarıyla 9,3 milyar USD bakiye siparişlere ulaşmasını bekliyor ve bunun gelirleri desteklemesini bekliyoruz. Ayrıca, enerji segmentinin artan payının da gelirler için destekleyici olmasını bekliyoruz. VAFÖK marjının geçen senenin yüksek bazından kaynaklı bir nebze gerilemesini bekliyor, ancak finansal yatırımların desteğiyle net karın güçlü büyümeye devam etmesini bekliyoruz.                |
| SAVUNMA  |                     |        |         |                    |       |         |                        |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| ASELS    | 82,786              | 21,783 | 11,310  | 14%                | 11%   | -1%     | 139%                   | 155%  | 127%    | Şirketin 4Ç25 sonu itibarıyla yıllık ~%32'lik artışla 18,4 milyon USD bakiye siparişlere ulaşmasını bekliyoruz. Bunun hem gelir hem de VAFÖK tarafına yansımalarını bekliyoruz. Şirketin ertelenmiş vergi geliri elde etmesini ve bunun da net karı desteklemesini bekliyoruz.                                                                                                                                                                    |
| OTKAR    | 18,740              | 1,454  | -124    | 29%                | a.d.  | a.d.    | 87%                    | a.d.  | a.d.    | Şirketin Ocak'26'daki tazminat davası kaynaklı hem ciro hem de marjlara ilişkin daha önceki beklentilerimizi ~2 milyar TL aşağıya revize ediyoruz. Ayrıca, 278 adet olarak teslim edilmesini beklediğimiz Cobra II teslimatlarının da 194 adet olarak gerçekleşmesi de hem gelir hem de marj beklentilerimizi aşağı yönlü etkiledi. Öte yandan, Romanya teslimatları sayesinde gelirlerde güçlü reel büyüme ve VAFÖK marjı iyileşmesi bekliyoruz. |
| ENERJİ   |                     |        |         |                    |       |         |                        |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| AKSEN    | 9,953               | 3,032  | 1,437   | -12%               | 12%   | a.d.    | 0%                     | -6%   | 44%     | Yıl içerisinde devreye alınan santrallerin katkısıyla operasyonel karlılıkta iyileşmenin 4Ç25'te de devam etmesini bekliyoruz.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

| (TLmn)           | 4Ç25 YKY Tahminleri |        |         | Yıllık Değişim (%) |       |         | Çeyreksele Değişim (%) |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|------------------|---------------------|--------|---------|--------------------|-------|---------|------------------------|-------|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                  | Satışlar            | VAFÖK  | Net Kar | Satışlar           | VAFÖK | Net Kar | Satışlar               | VAFÖK | Net Kar |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| YİYECEK & İÇECEK |                     |        |         |                    |       |         |                        |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| AEFES            | 48,624              | 6,898  | 1,115   | -8%                | 38%   | a.d.    | -32%                   | -57%  | -80%    | Rusya operasyonlarının olmamasından kaynaklı yıllık karşılaştırma yapmak pek anlamlı değildir. Ancak, i) Kur kaynaklı daha yüksek kaydedilen riskten korunma gideri, ii) Ukrayna'dan gelen daha az katkı ve iii) artan ertelenmiş vergi giderinin bira operasyonları finansalları tarafında baskı yaratabileceğini düşünüyoruz. Öte yandan meşrubat tarafından gelen olumlu katkının bu durumu bir nebze kompanse etmesini bekliyoruz.                                                                                               |
| COLA             | 35,761              | 5,269  | 2,160   | 23%                | 166%  | a.d.    | -34%                   | -57%  | -71%    | Uluslararası operasyonlarda özellikle Özbekistan ve Kazakistan'ın katkısıyla beraber yıllık %11 artan uluslararası satış hacmi ve Türkiye tarafındaki fiyatlama aktiviteleriyle beraber (örneğin, Aralık başında büyük paketlere yapılan zam), şirketin geçen seneki düşük bazdan da fayda sağlayarak güçlü gelir ve VAFÖK büyümesi açıklamasını bekliyoruz.                                                                                                                                                                         |
| ULKER            | 28,786              | 4,786  | 594     | -2%                | -10%  | -83%    | 9%                     | 2%    | -47%    | Geçen senenin yüksek bazından kaynaklı (4Ç24: yıllık %7 artış) gelirlerde ~%2 daralma öngörüyoruz. VAFÖK görece güçlü seyretmeye devam etse bile i) yıllık olarak azalan parasal kazanç, ii) artan faiz gideri ve iii) ertelenmiş vergi gideri kaynaklı net karda yıllık ~%80 daralma hesaplıyoruz.                                                                                                                                                                                                                                  |
| PETROL           |                     |        |         |                    |       |         |                        |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| AYGAZ            | 22,510              | 807    | 1,787   | -15%               | 14%   | 90%     | 2%                     | -23%  | 1%      | İyileşen marjlar ve yükselen SP fiyatları sayesinde stok kârının VAFÖK'ü desteklemesini bekliyoruz. Net kârı ise arsa satışından gelen 1.2 milyar TL'lik tek seferlik katkı ile TUPRS'tan yansıyan equity pick-up gelirinin destekleyeceğini öngörüyoruz.                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| TUPRS            | 211,051             | 15,873 | 5,857   | -7%                | 51%   | 15%     | -8%                    | -23%  | -54%    | 4Ç25'te dizel, jet yakıtı ve benzin marjlarının sırasıyla yıllık bazda %77, %94 ve %67 arttı. Güçlü marjların VAFÖK'ü desteklemesini beklerken, ertelenmiş vergi giderinin net kâr üzerinde baskı yaratacağını öngörüyoruz.                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| PETROKİMYA       |                     |        |         |                    |       |         |                        |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| PETKM            | 22,501              | -1,574 | -3,929  | 3%                 | a.d.  | a.d.    | -3%                    | a.d.  | a.d.    | Yüksek maliyetler ve zayıf ürün spreadleri nedeniyle faaliyet zararı öngörüyoruz. Azalan parasal kazanç ve yüksek ertelenmiş vergi giderinin zarar pozisyonunu artırmasını bekliyoruz.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| RESTORAN         |                     |        |         |                    |       |         |                        |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| TABGD            | 10,984              | 2,158  | 250     | 10%                | -4%   | -32%    | -14%                   | -24%  | -75%    | Şirketin ekonomik menü (örneğin ikili menü) stratejisi 4Ç24'te başlamıştı ve bu yüzden şirket oldukça güçlü bir 4Ç24 geçirmişti. Buna rağmen, devam eden güçlü fiş sayısı trendinin devam etmesini ve şirketin yılı sistem genelinde 60 milyondan fazla fiş sayısı ile bitirmesini bekliyoruz. Ancak, fiyatlamadan ziyade hacmen büyüme VAFÖK marjını baskılıyor. Böylece, artmasını beklediğimiz ertelenmiş vergi gideriyle beraber (net kar üzerinde ~%10-%15'lik aşağı yönlü etki) net karda yıllık ~%30'luk daralma öngörüyoruz. |

| (TLmn)      | 4Ç25 YKY Tahminleri |        |         | Yıllık Değişim (%) |       |         | Çeyreksele Değişim (%) |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-------------|---------------------|--------|---------|--------------------|-------|---------|------------------------|-------|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|             | Satışlar            | VAFÖK  | Net Kar | Satışlar           | VAFÖK | Net Kar | Satışlar               | VAFÖK | Net Kar |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| PERAKEENDE  |                     |        |         |                    |       |         |                        |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| BIMAS       | 181,137             | 10,069 | 4,031   | 7%                 | 10%   | -20%    | -3%                    | -27%  | -27%    | Gelirlerin hızlı mağaza açılışlarıyla ve benzer mağaza satışlarındaki büyümeyle beraber reel olarak yıllık %7 artmasını ve VAFÖK marjının geçen seneki yüksek baza rağmen büyük ölçüde gelir büyümesine yatay seyretmesini bekliyoruz. Öte yandan ertelenmiş vergi giderinin net karı baskılamasıyla beraber (görece diğer perakendecilere göre daha az) net karda yıllık %20 daralma tahmin ediyoruz. |
| MAVI        | 11,913              | 1,843  | 168     | 0%                 | 21%   | 37%     | -7%                    | -35%  | -84%    | 4Ç24'teki gelir daralmasına rağmen şirketin büyük ölçüde yatay bazda seyreden bir gelir açıklamasını bekliyoruz. Bunun temel sebebi hacimlerin hala daha görece baskı altında kalması ve mağaza açılışlarının sınırlı katkısıdır. Öte yandan, VAFÖK tarafının şirketin yoğun promosyonlara girmemesiyle beraber dirençli kalmasını bekliyoruz.                                                         |
| MGROS       | 102,148             | 7,039  | 319     | 5%                 | 6%    | -66%    | -8%                    | -28%  | -92%    | Şirketin ~%3 satış alanı büyümesiyle beraber gelirlerini reel ~%5 büyütmesini ve VAFÖK marjını korumasını bekliyoruz. Benzer mağaza trafiğinde yıllık ~%2'lik büyüme ve sepet büyüklüğünde ~%1 reel artış bekliyoruz.Öte yandan azalan parasal kazanç ve artan ertelenmiş vergi gideri kaynaklı net karın yıllık ~%70 daralmasını bekliyoruz.                                                          |
| SOKM        | 70,505              | 2,951  | -49     | 7%                 | 28%   | a.d.    | -5%                    | -9%   | a.d.    | Şirketin 4Ç25'te i) 25 mağaza açılışı, ii) %1,5 benzer mağaza trafiği büyümesi elde etmesini ve iii) ~%1 reel sepet büyüklüğü artışı yakalamasını bekliyoruz. Operasyonel sonuçlar iyi olsa da, net kar tarafında yıllık bazda daha düşük parasal kazanç ve artan ertelenmiş vergi giderinin net karlılığı baskılamasını ve şirketin 4Ç25'te net zarar kaydetmesini bekliyoruz.                        |
| DEMİR ÇELİK |                     |        |         |                    |       |         |                        |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| EREGL       | 61,009              | 6,563  | -2,859  | 11%                | 148%  | a.d.    | 15%                    | 39%   | a.d.    | Ton başına VAFÖK'ün düşük baz etkisiyle yıllık bazda genişlemesini beklemekle birlikte, verimlilik yatırımlarının katkısına rağmen çeyreksele bazda yatay seyretmesini bekliyoruz. Ertelenmiş vergi gelirinin ise nette zarara yol açmasını öngörüyoruz.                                                                                                                                               |
| KRDMD       | 16,278              | 2,246  | -109    | -4%                | 67%   | a.d.    | -3%                    | 21%   | a.d.    | Maliyetlerdeki düşüş ve katma değerli ürünlerin satışlar içindeki payının artışının ton başına VAFÖK'ü (85 USD, y/y +%35) desteklemesini bekliyoruz. Ancak azalan parasal kazanç pozisyonu ve vergi gideri etkisiyle nette zarar öngörüyoruz.                                                                                                                                                          |
| TELEKOM     |                     |        |         |                    |       |         |                        |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| TCELL       | 61,083              | 24,005 | 2,662   | 4%                 | 3%    | 21%     | -2%                    | -13%  | -53%    | 4Ç25'te satış gelirlerinde reel büyümenin devam edeceğini yönelik beklentimize karşılık mevsimselliğinde etkisiyle operasyonel tarafta yavaşlama öngörüyoruz. Net karlılık tarafında TOGG'un negatif etkisinin devam etmesini, buna ilaveten enflasyon muhasebesindeki VUK-IFRS farkından şirketin negatif etkilenmesi bekliyoruz.                                                                     |
| TTKOM       | 64,404              | 26,957 | 4,868   | 8%                 | 38%   | a.d.    | 4%                     | -3%   | -54%    | Şirketin yıl içerisindeki operasyonel performansının 4Ç25'te yavaşlamasına rağmen devam ettiğini takip ediyoruz. Operasyonel karlılık seyrini korusa da, enflasyon muhasebesindeki VUK-IFRS farkının net karlılığı baskılayacağını öngörüyoruz.                                                                                                                                                        |
| BEYAZ EŞYA  |                     |        |         |                    |       |         |                        |       |         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| ARCLK       | 127,750             | 6,876  | -2,067  | -10%               | 10%   | a.d.    | -2%                    | -23%  | a.d.    | Fiyatlamaya zorlukları ve yıl sonu kampanyalarının gelirleri ve VAFÖK'ü baskılamasını bekliyoruz. Azalan finansman giderine karşın yüksek ertelenmiş vergi gideri ve düşen parasal kazanç nedeniyle nette zarar öngörüyoruz.                                                                                                                                                                           |

KRDMD tahminleri tüm grup için (A, B, D) paylaşılmıştır  
Kaynak: YKY Araştırma

Gelir Büyümesi ve VAFÖK marjı gelişimi



# YKY İnceleme Kapsamı – Çeyrekssel Bazda Yıllık Büyümeler

|             | Çeyrekssel bazda yıllık gelir büyümesi |      |      |      |      |      |      |       | Çeyrekssel VAFÖK marjı |      |      |      |      |      |      |       | Net kar marjı |      |      |      |      |      |      |       |
|-------------|----------------------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|------------------------|------|------|------|------|------|------|-------|---------------|------|------|------|------|------|------|-------|
| TMS29 dahil | 1Ç24                                   | 2Ç24 | 3Ç24 | 4Ç24 | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25T | 1Ç24                   | 2Ç24 | 3Ç24 | 4Ç24 | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25T | 1Ç24          | 2Ç24 | 3Ç24 | 4Ç24 | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25T |
| AEFES       | 5%                                     | -5%  | 2%   | 0%   | -26% | -21% | -17% | -8%   | 13%                    | 20%  | 21%  | 9%   | 8%   | 18%  | 22%  | 14%   | 7%            | 7%   | 9%   | -3%  | 4%   | 6%   | 8%   | 2%    |
| AGHOL       | 10%                                    | 0%   | 2%   | 5%   | -8%  | -6%  | -2%  | -6%   | 6%                     | 12%  | 13%  | 7%   | 6%   | 11%  | 14%  | 9%    | 2%            | 1%   | 2%   | -2%  | 0%   | 0%   | 2%   | 0%    |
| AKSEN       | -59%                                   | -37% | -28% | -12% | 19%  | 22%  | -13% | -12%  | 20%                    | 26%  | 21%  | 24%  | 27%  | 25%  | 32%  | 30%   | 12%           | 12%  | 8%   | -5%  | 4%   | 9%   | 10%  | 14%   |
| ARCLK       | 5%                                     | 23%  | 14%  | 19%  | 9%   | -12% | -11% | -10%  | 8%                     | 5%   | 4%   | 4%   | 5%   | 6%   | 7%   | 5%    | 2%            | 15%  | -4%  | -12% | -2%  | -2%  | -2%  | -2%   |
| ASELS       | 5%                                     | 11%  | 27%  | 12%  | 9%   | 13%  | 14%  | 14%   | 22%                    | 26%  | 23%  | 27%  | 23%  | 27%  | 25%  | 26%   | 9%            | 12%  | 9%   | 16%  | 10%  | 14%  | 14%  | 14%   |
| AYGAZ       | -26%                                   | 3%   | -11% | -12% | -11% | -16% | -21% | -15%  | 1%                     | 0%   | 4%   | 3%   | 3%   | 3%   | 5%   | 4%    | 0%            | 1%   | 5%   | 4%   | 0%   | 5%   | 8%   | 8%    |
| BIMAS       | 17%                                    | 8%   | 9%   | 5%   | 3%   | 4%   | 7%   | 7%    | 4%                     | 3%   | 4%   | 5%   | 4%   | 6%   | 7%   | 6%    | 4%            | 4%   | 3%   | 3%   | 2%   | 2%   | 3%   | 2%    |
| CCOLA       | 3%                                     | -7%  | -9%  | -8%  | -4%  | -3%  | 7%   | 23%   | 16%                    | 22%  | 20%  | 7%   | 12%  | 19%  | 22%  | 15%   | 10%           | 15%  | 14%  | -2%  | 4%   | 10%  | 14%  | 6%    |
| FROTO       | 9%                                     | -18% | 3%   | 6%   | -6%  | 35%  | 0%   | 1%    | 8%                     | 7%   | 7%   | 5%   | 6%   | 6%   | 6%   | 6%    | 7%            | 6%   | 6%   | 7%   | 4%   | 3%   | 4%   | 4%    |
| KARDM       | -24%                                   | -21% | -19% | -33% | -15% | -2%  | -17% | -4%   | 14%                    | 3%   | 4%   | 8%   | 8%   | 8%   | 11%  | 14%   | -7%           | -8%  | -7%  | 1%   | -10% | 9%   | -4%  | -1%   |
| MAVI        | 20%                                    | -7%  | 1%   | -1%  | -14% | -4%  | -1%  | 0%    | 24%                    | 16%  | 19%  | 13%  | 20%  | 15%  | 22%  | 15%   | 12%           | 7%   | 8%   | 1%   | 9%   | 2%   | 8%   | 1%    |
| MGROS       | 12%                                    | 11%  | 12%  | 14%  | 8%   | 6%   | 8%   | 5%    | 1%                     | 5%   | 8%   | 7%   | 4%   | 5%   | 9%   | 7%    | 2%            | 1%   | 4%   | 1%   | 1%   | 0%   | 4%   | 0%    |
| OTKAR       | 12%                                    | 13%  | -30% | -25% | 18%  | 10%  | -1%  | 29%   | -12%                   | 0%   | -2%  | 1%   | -3%  | 13%  | 2%   | 8%    | -9%           | -12% | -12% | -5%  | -6%  | 4%   | -4%  | -1%   |
| PETKM       | 1%                                     | -2%  | -21% | -23% | -23% | -21% | -3%  | 3%    | 0%                     | 3%   | -5%  | -5%  | -5%  | -3%  | 0%   | -7%   | 5%            | 9%   | -17% | -37% | -15% | -3%  | -5%  | -17%  |
| SOKM        | 3%                                     | 1%   | 8%   | 7%   | 5%   | 3%   | 5%   | 7%    | -1%                    | -1%  | -1%  | 3%   | 0%   | 1%   | 4%   | 4%    | 0%            | 0%   | 0%   | 0%   | -1%  | -1%  | 0%   | 0%    |
| TABGD       | 7%                                     | 4%   | -4%  | 54%  | 11%  | 9%   | 15%  | 10%   | 17%                    | 24%  | 23%  | 22%  | 17%  | 22%  | 22%  | 20%   | 2%            | 10%  | 7%   | 4%   | 4%   | 10%  | 8%   | 2%    |
| TCELL       | 11%                                    | -1%  | 6%   | 13%  | 12%  | 12%  | 11%  | 9%    | 46%                    | 47%  | 43%  | 42%  | 47%  | 47%  | 47%  | 39%   | 9%            | 9%   | 37%  | 4%   | 7%   | 8%   | 10%  | 4%    |
| TOASO       | 4%                                     | -42% | -50% | -45% | -48% | 116% | 205% | 235%  | 13%                    | 11%  | 1%   | 1%   | 3%   | 3%   | 2%   | 3%    | 8%            | 5%   | 1%   | 0%   | -1%  | 3%   | 1%   | 3%    |
| TTKOM       | 6%                                     | 4%   | 16%  | 20%  | 18%  | 13%  | 11%  | 8%    | 34%                    | 39%  | 40%  | 33%  | 36%  | 42%  | 45%  | 42%   | 9%            | 10%  | 7%   | -3%  | 11%  | 10%  | 17%  | 8%    |
| TUPRS       | 3%                                     | 4%   | -33% | -35% | -31% | -29% | -16% | -7%   | 6%                     | 7%   | 8%   | 5%   | 6%   | 8%   | 9%   | 8%    | 0%            | 3%   | 4%   | 2%   | 0%   | 5%   | 6%   | 3%    |
| ULKER       | 13%                                    | -7%  | 2%   | 7%   | 0%   | 12%  | 5%   | -2%   | 21%                    | 19%  | 16%  | 18%  | 20%  | 15%  | 18%  | 17%   | 11%           | 8%   | 3%   | 12%  | 9%   | 3%   | 4%   | 2%    |
| TMS29 hariç | 1Ç24                                   | 2Ç24 | 3Ç24 | 4Ç24 | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25T | 1Ç24                   | 2Ç24 | 3Ç24 | 4Ç24 | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25T | 1Ç24          | 2Ç24 | 3Ç24 | 4Ç24 | 1Ç25 | 2Ç25 | 3Ç25 | 4Ç25T |
| ENKAI       | 4%                                     | 59%  | 16%  | 51%  | 64%  | 46%  | 66%  | 46%   | 16%                    | 25%  | 22%  | 26%  | 22%  | 26%  | 19%  | 21%   | 26%           | 27%  | 23%  | 23%  | 13%  | 34%  | 24%  | 23%   |
| EREGL       | 89%                                    | 35%  | 30%  | 18%  | 8%   | -18% | 9%   | 11%   | 15%                    | 13%  | 9%   | 5%   | 8%   | 10%  | 9%   | 11%   | 11%           | 9%   | 2%   | 5%   | 1%   | 3%   | 1%   | -5%   |

## YKY İnceleme Kapsamı – Tahminlerimizdeki Değişiklikler

[2026 Hisse Senedi Görünümü](#) raporumuzun yayınlanmasının ardından şirketlerin yatırımcı ilişkileri ekipleriyle görüştük ve 4Ç25'e ilişkin tahminlerimiz daha da netleştiği için 2025 tahminlerimizi hafif güncelliyoruz. En dikkat çekici değişiklik olumsuz anlamda **OTKAR**'da yaşandı. Bunun sebebi, şirketin Romanya'ya yaptığı teslimatlarla ilgili olarak tazminat davasıdır.

|       | 2025T   |         |         |         |         |         |         |         |         |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|       | Gelir   |         |         | VAFÖK   |         |         | Net Kar |         |         |
|       | Güncel  | Önceki  | Değişim | Güncel  | Önceki  | Değişim | Güncel  | Önceki  | Değişim |
| AEFES | 245.461 | 244.373 | 0%      | 40.388  | 39.392  | 3%      | 13.209  | 13.339  | -1%     |
| AGHOL | 698.816 | 680.756 | 3%      | 69.693  | 67.528  | 3%      | 5.498   | 5.375   | 2%      |
| ARCLK | 523.537 | 530.030 | -1%     | 30.570  | 32.383  | -6%     | -8.783  | -10.711 | a.d.    |
| ASELS | 177.617 | 188.896 | -6%     | 45.439  | 51.265  | -11%    | 23.468  | 25.119  | -7%     |
| AYGAZ | 90.099  | 93.753  | -4%     | 3.185   | 3.623   | -12%    | 4.655   | 4.854   | -4%     |
| BIMAS | 716.236 | 716.884 | 0%      | 40.734  | 42.377  | -4%     | 15.774  | 17.393  | -9%     |
| CCOLA | 187.245 | 187.552 | 0%      | 32.644  | 31.904  | 2%      | 16.838  | 15.765  | 7%      |
| ENKAI | 155.249 | 156.706 | -1%     | 33.565  | 35.005  | -4%     | 37.091  | 39.874  | -7%     |
| EREGL | 208.924 | 207.110 | 1%      | 19.561  | 19.725  | -1%     | -475    | 2.592   | a.d.    |
| FROTO | 826.042 | 828.871 | 0%      | 51.605  | 51.779  | 0%      | 31.583  | 27.914  | 13%     |
| KARDM | 66.577  | 68.117  | -2%     | 6.718   | 6.159   | 9%      | -1.106  | -963    | a.d.    |
| MAVI  | 47.446  | 47.980  | -1%     | 8.727   | 8.957   | -3%     | 2.502   | 2.502   | 0%      |
| MGROS | 409.837 | 408.209 | 0%      | 26.320  | 26.874  | -2%     | 5.922   | 5.929   | 0%      |
| OTKAR | 51.025  | 55.021  | -7%     | 2.986   | 4.233   | -29%    | -579    | 1.617   | a.d.    |
| PETKM | 89.038  | 87.520  | 2%      | -3.385  | -2.108  | a.d.    | -8.913  | -6.400  | a.d.    |
| SOKM  | 277.577 | 276.452 | 0%      | 6.964   | 7.293   | -5%     | -584    | -614    | a.d.    |
| TABGD | 46.650  | 47.652  | -2%     | 9.521   | 9.751   | -2%     | 2.876   | 2.957   | -3%     |
| TCELL | 230.592 | 234.918 | -2%     | 103.080 | 102.390 | 1%      | 16.672  | 17.284  | -4%     |
| TOASO | 319.306 | 322.533 | -1%     | 8.540   | 9.368   | -9%     | 6.662   | 5.947   | 12%     |
| TTKOM | 237.315 | 231.280 | 3%      | 97.965  | 97.035  | 1%      | 27.130  | 26.477  | 2%      |
| TUPRS | 835.454 | 836.212 | 0%      | 64.199  | 70.966  | -10%    | 28.630  | 37.698  | -24%    |
| ULKER | 113.236 | 114.418 | -1%     | 19.795  | 20.853  | -5%     | 5.387   | 5.818   | -7%     |

## 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 dayanılarak 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 dayanılarak 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, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.