

Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Kuveyt Türk Yatırım) tarafından hazırlanan Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş.	
Borsa Kodu	UCAYM
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %70 Yüksek Başvurulu Yatırımcılar (Asgari Pay Başvuru Miktarı 10.001 adet) : %10 Yurt İçi Kurumsal : %20
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	14.-15.16 Ocak 2026
Halka Arz Öncesi Sermaye	175.000.000 TL
Sermaye Artırımı	50.000.000 TL
Ortak Satışı	10.000.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	225.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	26,67%
Talep Toplama Fiyatı	18,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1.080.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	3.150.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Net Borç (Net Nakit)	-127.120.781 TL
Firma Değeri	3.022.879.219 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	4.050.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2025/09	51,47
FD/FAVÖK 2025/09	5,72
FD/FAVÖK2* 2025/09	7,31
PD/DD 2025/09	3,14

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2025/09	66,18
FD/FAVÖK 2025/09	5,72
FD/FAVÖK2* 2025/09	7,31
PD/DD 2025/09	2,13

*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre

Özet Bilgi

Üçay Mühendislik, 24 Kasım 2000 tarihinde Türkiye'de kurulmuştur.

Şirket konutlarda ve küçük işletmelerde ısıtma, soğutma, havalandırma, klima ve iklimlendirme sistemlerinin kurulumu (İklimlendirme Hizmetleri), endüstriyel tesislerde, arazilerde ve tarlalarda güneş enerjisi sistemlerinin ve tesislerinin kurulumu (Enerji Hizmetleri), toplu konutlara, turizm tesislerine ve diğer her türlü tesislere yönelik olarak zayıf akım sistemleri, alçak gerilim sistemleri, endüstriyel ısıtma, soğutma ve havalandırma sistemleri ile yangın önleme, söndürme, sıhhi tesisat, arıtma ve otomasyon sistemlerinin kurulumu (Elektrik ve Mekanik Hizmetleri) işleri ile birlikte bu kurulumlarla ilgili projeleri hazırlama, bu projeler ile ilgili inşaa, montaj ve taahhüt hizmetleri verme, mühendislik ve müşavirlik hizmetleri sunma, bakım, onarım ve servis hizmetleri verme faaliyetleri göstermekte ve bu faaliyetleri tamamlayıcı her türlü yazılım, uygulama, donanım ve otomasyon sistemleri geliştirme (Teknoloji Hizmetleri) çalışmaları yürütmektedir.

Ana Ortaklık 30 Eylül 2025 tarihi itibarıyla 22 ilde (ağırlıklı olarak Marmara, Ege ve Karadeniz bölgelerinde) 35 lokasyonda şube, depo ve showroamları ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

Üçay Mühendislik tarafından yürütölen faaliyetler aşağıdaki grup başlıkları altında toplanmıştır:

- İklimlendirme
- Enerji-GES
- Elektrik
- Mekanik
- EA Şarj ve Online Ticaret

Şirket'in bağılı ortaklığı olan Elaris Enerji Yatırımları Anonim Şirketi (Elaris/Bağılı Ortaklık) 18 Şubat 2019 tarihinde 1.000.000 TL sermaye ile kurulmuş ve 22 Mayıs 2025 tarihinde sermayesini 80.000.000 TL'ye çıkarmıştır.

Elaris, 2021-2023 yıllarında 'İSOMER' unvanı ile iklimlendirme sektöründe kullanılan kombi, klima, kazan, termosifon, radyatör, şofben ve radyant gibi ısıtma ve soğutma cihazlarının işletmeden işletmeye (B2B) ticaretini yapmıştır. Elaris, 2022 yılından itibaren, T.C. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (EPDK) tarafından verilen 11 Ağustos 2022 ve ŞH/11116-2000025 numaralı 2072 yılına kadar geçerli lisansla ELARİS, 'Elektrikli Araç Şarj Ağı İşletmecisi' olmuştur. Alınan bu lisansla birlikte, Bağılı Ortaklık 2024 yılından itibaren ana faaliyet konusunu tamamen elektrikli araç şarj işletmeciliğine ve hizmetlerine yönlendirmeye başlamıştır. Söz konusu faaliyet kapsamında, 30 Eylül 2025 tarihi itibarıyla Elaris'in 33 adet AC Konut, 29 adet AC Ticari ve 9 adet DC istasyon olmak üzere toplamda 71 adet elektrikli araç şarj istasyonu aktif haldedir.

Şirket ve bağılı ortaklığı Elaris, enerji tasarrufu ve sürdürülebilirlik hedeflerine uygun olarak, iklimlendirme, elektrik, mekanik, güneş enerjisi sistemleri ("GES") ve elektrikli araç ("EA") şarj hizmetleri alanlarında faaliyetlerini teknolojik gelişmelere adapte olan çözümler sunarak sürdürmektedir. Şirket ve bağılı ortaklığı Elaris ("Grup"), enerji verimliliği yüksek sistemler ve çevre dostu teknolojiler üzerine odaklanarak, sektördeki yenilikçi ve güvenilir bir EPC (EPC: Engineering, Procurement and Construction) grubu olarak konumlanmaktadır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket, sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek yeni payların halka arzından elde edilecek gelirin,

- %40-50'si Şirket adına lisanssız ya da lisanslı GES kurulumu ya da satın alınmasında,
- %10-15'i şube ağının genişletilmesinde
- %30-40'ı sürdürülebilirlik yatırımlarında
- %5-10'u bağlı ortaklığı Elaris tarafından işletilen elektrikli araç şarj istasyonu ağının genişletilmesinde

kullanılması planlamaktadır.

Ortaklık Yapısı

Üçay Mühendislik Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Grup	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Ayhan Karacabey	A	25.000.000	14,29%	25.000.000	11,11%
	B	62.500.000	35,71%	57.500.000	25,56%
Mustafa Bozkurt	A	25.000.000	14,29%	25.000.000	11,11%
	B	62.500.000	35,71%	57.500.000	25,56%
Halka Açık Kısım	B			60.000.000	26,67%
Toplam		175.000.000	100,00%	225.000.000	100,00%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş. Bilanço, TL				
VARLIKLAR	2022	2023	2024	30.09.2025
Dönen Varlıklar	1.660.181.461	2.192.168.790	1.485.914.765	1.361.526.934
Nakit ve Nakit Benzerleri	226.180.002	112.999.688	222.844.873	190.670.094
Finansal Yatırımlar	62.344.680	66.212.628	38.146.301	35.356.619
Ticari Alacaklar	485.295.753	549.598.803	605.819.335	609.319.547
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	5.555.518	278.944	4.644.791	21.274.110
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	479.740.235	549.319.859	601.174.544	588.045.437
Diğer Alacaklar	877.837	461.349	254.051	148.752
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	877.837	461.349	254.051	148.752
Devam Eden İnşaat, Taahhüt Söz. Alacaklar	146.850.700	752.528.972	106.585.651	55.215.214
Stoklar	587.367.040	478.861.389	312.290.181	270.349.676
Peşin Ödenmiş Giderler	122.874.849	136.135.067	125.216.980	112.970.426
Diğer Dönen Varlıklar	28.390.600	95.370.894	65.253.342	82.765.276
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar			9.504.051	4.731.330
Duran Varlıklar	690.179.346	601.512.796	583.525.764	577.440.567
Finansal Yatırımlar	24.225.742			
Ticari Alacaklar	102.796.463	46.842.757	6.240.566	201.299
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	102.796.463	46.842.757	6.240.566	201.299
Diğer Alacaklar	13.730.100	33.003.008	37.158.568	79.226.591
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	13.730.100	33.003.008	37.158.568	79.226.591
Kullanım Hakkı Varlıkları	88.115.301	103.262.289	63.082.175	104.199.051

Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş. Bilanço, TL				
VARLIKLAR	2022	2023	2024	30.09.2025
Maddi Duran Varlıklar	409.289.590	339.385.662	391.663.023	229.143.936
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	33.181.344	50.322.317	57.177.078	57.932.756
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	18.840.806	28.696.763	28.204.354	106.736.934
TOPLAM VARLIKLAR	2.350.360.807	2.793.681.586	2.069.440.529	1.938.967.501
KAYNAKLAR	2022	2023	2024	30.09.2025
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.538.783.009	1.762.464.122	923.653.362	707.821.758
Kısa Vadeli Borçlanmalar	8.653.396		8.348.138	16.601.111
<i>Banka Kredileri</i>	8.653.396		8.348.138	16.601.111
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	86.161.439	64.576.209	13.960.003	10.560.883
<i>Banka Kredileri</i>	86.161.439	64.576.209	13.960.003	10.560.883
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	6.376.278	46.980.640	19.497.655	36.606.106
Diğer Finansal Yükümlülükler	349.936.090	129.880.047	19.410	
Ticari Borçlar	380.732.450	455.508.653	451.463.834	437.722.750
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>		24.951.419	35.397.647	9.869.640
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	380.732.450	430.557.234	416.066.187	427.853.110
Çalışanlara Sağ.Faydalar Kısımında Borçlar	29.094.105	50.154.463	52.507.524	34.804.209
Diğer Borçlar	29.716.751	10.292.491	1.317.825	2.171.295
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	20.248.968	5.729.723		
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	9.467.783	4.562.768	1.317.825	2.171.295
Devam Eden İnşaat, Taahhüt Söz. Borç	314.308.361			
Ertelenmiş Gelirler	289.787.157	973.491.833	360.644.631	132.890.956
<i>İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>				1.866.000
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ertelenmiş Gelirler</i>	289.787.157	973.491.833	360.644.631	131.024.956
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	30.118.553	18.405.659	190.446	20.412.193
Kısa Vadeli Karşılıklar	13.868.903	13.133.699	12.265.386	13.384.815
<i>Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Kısa Vadeli Kar.</i>	7.005.740	8.464.921	9.370.536	12.242.015
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	6.863.163	4.668.778	2.894.850	1.142.800
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	29.526	40.428	3.438.510	2.667.440
Uzun Vadeli Yükümlülükler	109.284.202	221.374.470	194.848.218	228.391.614
Uzun Vadeli Borçlanmalar	22.038.949	1.091.751	7.525.775	3.744.228
<i>Banka Kredileri</i>	22.038.949	1.091.751	7.525.775	3.744.228
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yük.	14.769.582	18.193.388	14.887.324	31.393.604
Ticari Borçlar	5.754.784	60.779.375	14.820.602	
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>		60.596.302	14.820.602	
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	5.754.784	183.073		
Uzun Vadeli Karşılıklar	10.740.783	8.097.976	9.021.641	10.307.231
<i>Çalışanlara Sağ.Fayd. İlişkin Uzun Vadeli Kar.</i>	10.740.783	8.097.976	9.021.641	10.307.231
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	55.980.104	133.211.980	148.592.876	182.946.551
ÖZKAYNAKLAR	702.293.596	809.842.994	950.938.949	1.002.754.129
Ödenmiş Sermaye	70.000.000	70.000.000	175.000.000	175.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	614.965.401	614.965.401	509.965.401	509.965.401
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	4.076.044	15.006.416	15.006.416	20.591.061
Ortak Kontrolde Tabi Teşebbüs veya İş. İç. Bir. Etkisi	-9.736.881	-9.736.881	-9.736.881	-9.736.881
Kar veya Zar.Yen. Sınıf. Birikmiş Diğer Kap. Gel veya Gid.	113.515.139	45.759.298	7.616.633	-8.695.979
<i>Yeniden Değerleme Ölçüm Kazanç/(Kayıpları)</i>	123.161.703	55.138.252	26.587.412	9.412.707
<i>Tan.ayda planları yeniden ölçüm kazançları ve kay.</i>	-9.646.564	-9.378.954	-18.970.779	-18.108.686
Geçmiş Yıllar Kar/Zarar	-36.228.860	-14.342.194	125.859.508	264.677.440
Net Dönem Karı	-54.297.247	88.190.954	127.227.872	50.953.087
TOPLAM KAYNAKLAR	2.350.360.807	2.793.681.586	2.069.440.529	1.938.967.501

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş. Gelir Tablosu						
TL	2022	2023	2024	30.09.2024	30.09.2025	Son 4Ç
Hasılat	3.290.596.506	3.924.234.497	3.711.066.155	2.650.538.007	1.939.082.893	2.999.611.041
Yıllık Değişim		19,3%	-5,4%		-26,8%	
Satışların Maliyeti (-)	-2.533.092.835	-2.890.875.965	-2.727.194.417	-1.930.100.912	-1.493.524.398	-2.290.617.903
Yıllık Değişim		14,1%	-5,7%		-22,6%	
Brüt Kar/Zarar	757.503.671	1.033.358.532	983.871.738	720.437.095	445.558.495	708.993.138
Yıllık Değişim		36,4%	-4,8%		-38,2%	
Brüt Kar Marjı	23,0%	26,3%	26,5%	27,2%	23,0%	23,6%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-188.359.994	-245.336.704	-220.952.565	-200.305.329	-98.192.137	-118.839.373
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-264.754.401	-292.656.092	-284.995.075	-261.388.181	-127.000.692	-150.607.586
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-1.762.719	-898.574	-439.686	-206.947		-232.739
Faaliyet Karı	302.626.557	494.467.162	477.484.412	258.536.638	220.365.666	439.313.440
Yıllık Değişim		63,4%	-3,4%		-14,8%	
Faaliyet Kar Marjı	9,2%	12,6%	12,9%	9,8%	11,4%	14,6%
Amortisman	76.832.361	117.353.502	109.738.113	95.125.846	74.385.274	88.997.541
FAVÖK1	379.458.918	611.820.664	587.222.525	353.662.484	294.750.940	528.310.981
Yıllık Değişim		61,2%	-4,0%		-16,7%	
FAVÖK1 Marjı	11,5%	15,6%	15,8%	13,3%	15,2%	17,6%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	117.637.393	161.384.800	258.267.471	266.789.031	163.556.337	155.034.777
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-122.222.479	-249.447.172	-361.579.211	-205.289.901	-113.575.447	-269.864.757
Esas Faaliyet Karı	298.041.471	406.404.790	374.172.672	320.035.768	270.346.556	324.483.460
Yıllık Değişim		36,4%	-7,9%		-15,5%	
FAVÖK2	374.873.832	523.758.292	483.910.785	415.161.614	344.731.830	413.481.001
Yıllık Değişim		39,7%	-7,6%		-17,0%	
FAVÖK2 Marjı	11,4%	13,3%	13,0%	15,7%	17,8%	13,8%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	15.604.326	42.288.732	37.768.799	32.317.432	22.087.915	27.539.282
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-20.624.727	-30.515.758	-16.668.289	-15.540.518	-5.343.797	-6.471.568
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	293.021.070	418.177.764	395.273.182	336.812.682	287.090.674	345.551.174
Finansman Giderleri (-)	-54.000.527	-56.926.571	-78.487.431	-37.560.822	-50.973.823	-91.900.432
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	-247.840.489	-152.963.745	-144.594.426	-156.770.931	-126.518.704	-114.342.199
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	-8.819.946	208.287.448	172.191.325	142.480.929	109.598.147	139.308.543
Dönem Vergi Gelir / (Gideri)	-64.943.760	-30.870.929	-28.192.032	-27.891.201	-24.578.749	-24.879.580
Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)	19.466.459	-89.225.565	-16.771.421	2.395.087	-34.066.311	-53.232.819
Vergi Gideri	-45.477.301	-120.096.494	-44.963.453	-25.496.114	-58.645.060	-78.112.399
Dönem Karı / (Zararı)	-54.297.247	88.190.954	127.227.872	116.984.815	50.953.087	61.196.144

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Kuveyt Türk Yatırım, Üçay Mühendislik'in değerlemesinde indirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %40 ve Çarpan Analizi %60 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Üçay Mühendislik özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.

- Kuveyt Türk Yatırım tarafından Üçay Mühendislik'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içinde Borsa İstanbul'da işlem gören mühendislik/taahhüt alanında faaliyet gösteren şirketler incelenmiştir. Yurt dışında mühendislik/taahhüt ve güneş enerjisi kuruluşu faaliyetlerindeki şirketler incelenmiştir.
- Yurt içi ve yurt dışı seçili firmaların 2022, 2023, 2024 yıl sonu ve 2025 güncel firma değeri ile 2025/09 dönemi itibarıyla son on iki aylık FAVÖK tutarları üzerinden FD/FAVÖK çarpanları baz alınmıştır.
- FD/FAVÖK çarpanlarında 0'ın altındaki ve 25x'in üzerindeki değerler uç değer olarak kabul edilerek değerlendirme dışı bırakılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- İlgili dönemler için uç değerler hariç kalan değerlerin medyan değerleri bulunmuş ve son olarak bu medyan değerlerin ortalaması alınmıştır. Çarpan analizinde tarihsel veriler de dahil edilerek hem firma değerinin piyasadaki oynaklığa olan hassasiyetinin hem de Şirket'in ve ilgili sektörün yıl bazlı farklılaşan finansal performansındaki volatilitenin sınırlandırılması amaçlanmıştır.

1. Yurt İçi Seçili Şirketler Çarpan Analizi

- Yurt içi seçili şirketler çarpan analizinde, Borsa İstanbul'da mühendislik/taahhüt alanında faaliyet gösteren 7 şirket incelenmiştir. 2022, 2023, 2024 yıl sonu ve 2025/09 dönemi itibarıyla son on iki aylık FAVÖK tutarları üzerinden FD/FAVÖK çarpanlarının en düşük 0 ve en yüksek 25x çarpanları uç değer olarak elimine edilerek hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Yurt İçi Seçili Şirketler				
Şirket	FD/FAVÖK			
	2022/12M	2023/12M	2024/12M	Güncel
ANELE	6,4	37,5	13,6	30,0
BRLSM	17,7	12,7	5,0	7,6
GESAN	16,6	5,9	6,7	7,2
KONTR	52,0	103,4	29,3	77,2
ORGE	4,0	4,1	3,6	3,4
YEOTK	13,6	10,2	9,9	10,5
ALARK	24,4	442,3	41,8	35,7
Ortalama	15,3	8,2	7,7	7,2
Medyan	16,6	8,0	6,7	7,4

- Yurt içi benzer şirket çarpan analizinden 2022, 2023, 2024 yıl sonu ve 2025/09 dönemleri itibarıyla uç değerler hariç kalan FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerinin ortalaması olan 9,7x baz alınarak şirket için 5.246 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt İçi Seçili Şirketler Çarpan Değeri	Mn TL
12 Aylık FAVÖK	528,3
Ortalama FD/FAVÖK Çarpanı	9,7x
Firma Değeri	5.119,4
Net Borç	-127,1
Piyasa Değeri	5.246

2. Yurt Dışı Seçili Şirketler Çarpan Analizi

- Yurt dışı seçili şirketler çarpan analizinde, yurt dışında mühendislik/taahhüt ve güneş enerjisi kurulumu alanında faaliyet gösteren 131 şirket incelenmiş olup 53 şirketin çarpan değerleri kullanılmıştır. 2022, 2023, 2004 yıl sonu ve 2025/09 dönemi itibarıyla son on iki aylık FAVÖK tutarları üzerinden FD/FAVÖK çarpanlarının en düşük 0 ve en yüksek 25x çarpanları uç değer olarak elimine edilerek hesaplamaaya dahil edilmemiştir.
- Yurt dışı seçili şirket çarpan analizinden 2022, 2023, 2004 yıl sonu ve 2025/09 dönemleri itibarıyla uç değerler hariç kalan FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerinin ortalaması olan 10,2x baz alınarak şirket için 5.541 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Seçili Şirketler Çarpan Değeri	Mn TL
12 Aylık FAVÖK	528,3
Ortalama FD/FAVÖK Çarpanı	10,2x
Firma Değeri	5.413,9
Net Borç	-127,1
Piyasa Değeri	5.541

- Sonuç olarak yurt içi ve yurt dışı şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanlarının ortalamalarına göre hesaplanmış özsermaye değerinin ortalaması alınarak çarpan analizinde 5.394 milyon TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

Çarpan Değeri, Mn TL	Ağırlık	Değer
Yurt İçi Şirketler Çarpan Değeri	50%	5.246
Yurt Dışı Şirketler Çarpan Değeri	50%	5.541
Ağırlıklandırılmış Çarpan Değeri		5.394

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2025-2034 yılları için projekte edilmiştir.
- Şirket'in gelir ve giderlerinin hesaplanmasında etkili olması beklenen tüketici fiyat endeksi, hizmet üretici fiyat endeksi, USD kuru, USD tüketici fiyat endeksi ve gayrisafi yurt içi hasıla büyümesi varsayımları kullanılmıştır.
- Satışlar:** Şirket'in satış gelirleri, iklimlendirme, GES, elektrik işleri, mekanik işleri ve Elaris olmak üzere 5 ayrı alt başlıkta hesaplanmıştır.
- İklimlendirme faaliyeti projeksiyonları Tam Tesisat, Montaj Tesisat, Kolon Tesisatı, Kazan Dönüşümü, Daire İçi Gaz Tesisatı, Yerden Isıtma Tesisatı, Kalorifer Tesisatı, Elektrikli Araç (EA) Şarj İstasyonu Kurulumu ve Radyant Tesisat hizmetlerinin satış adetleri ve ortalama satış tutarları baz alınarak her bir hizmet bazında projekte edilmiştir.
- Buna göre 2026-2034 yılları arasında Şirket'in iklimlendirme alanında satışlarının şube açılışları ve sektörel büyüme projeksiyonu doğrultusunda %17,9 ile %6 arasında reel büyüme göstereceği tahmin edilmektedir. Bu büyümede Şirket tarafından 2026-2029 yılları arasında 3'er şube açılışı öngörülmüş, şube artışının da bahsi geçen yıllarda reel büyümeye sırasıyla %10, %9,1, %8,3 ve %7,7'lik katkı sağlayacağı değerlendirilmiştir. Sonrasında daha açılış sayıları da azalarak şube artışının reel büyümeye etkisi %4,8 ile %2 arasında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

- **Satışların Maliyeti:** Şirket sağladığı hizmetler için mamul ve işçilik giderlerinin üzerinde bir kar marjı eklenerek teklif vermektedir. Satışların maliyeti projekte edilirken faaliyet bazlı olarak oranların 2023 ve 2024 ortalamasına doğru seyredeceği varsayılmıştır. 2025 yılı son çeyrek için ise 2024 yılı son çeyrek marjları baz alınmıştır.
- **Kurumlar Vergisi:** Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca ödeyeceği kurumlar vergisi oranı %25 olarak varsayılmıştır.
- **İşletme Sermayesi:** Şirket'in 2024 yıl sonu ve 2025/09 dönemi itibarıyla oluşan gün sayıları projeksiyon sonuna kadar sabit alınarak net işletme sermayesi ve net işletme sermayesi değişimi hesaplanmıştır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** 7 Ocak 2026 tarihli Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi 10 yıllık tahvil getirisi baz alınmıştır. Risksiz oranın kademeli olarak tahvilin son 15 yıldaki ortalama getirisi olan %14,7 seviyesine geleceği varsayılmıştır. Risksiz getiri oranının projeksiyon dönemi boyunca %29,00-%14,70 aralığında olacağı varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Piyasa Risk Primi:** %5,50 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Beta 1 olarak kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranı üzerine kredi risk primi eklenerek hesaplanmıştır. Kredi risk primi ilk yıl %8,9 olarak kabul edilirken bu risk priminin düşen faiz/enflasyon projeksiyonuyla paralel yıllara sâri olarak %2,6 seviyesine gerileyeceği varsayılmıştır. Bu varsayımlar sonrasında borçlanma maliyetinin %37,9 seviyesinden %17'ler seviyesine kademeli olarak düşeceği öngörülmüştür.
- AOSM, 2025 yılı için %31,6, 2025 yılı sonrası için %30,7-%16,7 olarak hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmış olup tarafımızca makuldür.

Halka Arz Değeri

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA %40 ve Çarpan Analizi %60 şeklinde ağırlıklandırılmış olup pay başına 18,00 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

Değerleme Sonucu			
Mn TL	Hesaplanan Değer	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İNA Değeri	6.568	40%	2.627
Çarpan Değeri	5.394	60%	3.236
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		100%	5.863
Halka Arz İskontosu			46,30%
İskonto Sonrası Piyasa Değeri			3.150
Ödenmiş Sermaye			175
Halka Arz Fiyatı, TL			18,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- İNA metodunda şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2025-2034 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Üçay Mühendislik 'in fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Üçay Mühendislik özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Risksiz getiri oranı olarak 7 Ocak 2026 tarihli Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi 10 yıllık tahvil getirisi baz alınmıştır. Risksiz oranın kademeli olarak tahvilin son 15 yıldaki ortalama getirisi olan %14,7 seviyesine geleceği varsayılmıştır. Risksiz getiri oranının projeksiyon dönemi boyunca %29,00-%14,70 aralığında olacağı varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Risksiz getiri oranının raporda kullanıldığı şekliyle düşmemesi durumunda hesaplanan değer düşebileceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Kuveyt Türk Yatırım tarafından Üçay Mühendislik'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içinde Borsa İstanbul'da işlem gören mühendislik/taahhüt alanında faaliyet gösteren şirketler ve yurt dışında mühendislik/taahhüt ve güneş enerjisi kurulumu faaliyetlerindeki şirketler incelenmiş olup tarafımızca makuldür.
- Yurt içi ve yurt dışı seçili firmaların 2022, 2023, 2004 yıl sonu ve 2025 güncel firma değeri ile 2025/09 dönemi itibarıyla son on iki aylık FAVÖK tutarları üzerinden FD/FAVÖK çarpanları baz alınmıştır.
- FD/FAVÖK çarpanlarında 0'ın altındaki ve 25x'in üzerindeki değerler uç değer olarak kabul edilerek değerlendirme dışı bırakılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Yurt içi ve yurt dışı seçili şirketler çarpan analizinde, 2022, 2023, 2004 yıl sonu ve 2025/09 dönemi itibarıyla son on iki aylık FAVÖK tutarları üzerinden uç değerler hariç kalan değerlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerleri bulunmuş ve son olarak bu medyan değerlerin ortalaması alınmıştır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA %40 ve Çarpan Analizi %60 şeklinde ağırlıklandırılmış olup tarafımızca makul bulunmuştur.
- İşbu raporun ilgili bölümlerinde yer verdiğimiz çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla Kuveyt Türk Yatırım'ın İNA ve çarpan varsayımları dahilinde hesaplanan halka arz öncesi piyasa değeri ve bu değere uygulanan %46,3'lük iskontonun makul olduğu düşünülmektedir.
- Farklı İNA ve çarpan varsayımlarıyla farklı değerlere ulaşılacağı göz önünde bulundurulmalıdır.

Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2025/09	51,47
FD/FAVÖK 2025/09	5,72
FD/FAVÖK2* 2025/09	7,31
PD/DD 2025/09	3,14

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2025/09	66,18
FD/FAVÖK 2025/09	5,72
FD/FAVÖK2* 2025/09	7,31
PD/DD 2025/09	2,13

*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre