



ÜÇAY MÜHENDİSLİK ENERJİ VE İKLİMLENDİRME TEKNOLOJİLERİ A.Ş.

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

Ocak 2026



İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. ÖZET FİNANSAL GÖRÜNÜM	5
IV. DEĞERLEME	7
V. GÖRÜŞ	11

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128,1 Pay Tebliği 29. maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca “Ziraat Yatırım”) tarafından Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (kısaca “Kuveyt Türk Yatırım”) lider olduğu Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş. (“Üçay Mühendislik” veya kısaca “Şirket”) paylarının halka arzı kapsamında Kuveyt Türk Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	■ 175.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	■ 225.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 50.000.000 TL nominal – Sermaye Artırımı ■ 10.000.000 TL nominal – Ortak Satışı* ■ Toplam – 60.000.000 TL nominal
Dağıtım Yöntemi	■ Eşit Dağıtım (Yurt İçi Bireysel) ■ Oransal Dağıtım (Yüksek Başvurulu Yatırımcılar)
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyat ile Talep Toplama Yöntemi
Halka Arz Fiyatı	■ 18,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 1.080.000.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %26.67
Halka Arz Tarihi	■ 14-15-16 Ocak 2026
Borsada İşlem Görmeye Tarihi / Pazarı (tahmini)/ Dahil Olacağı Endeks	■ 21-22 Ocak 2026 / Ana Pazar / BİST Katılım Endeksi
Halka Arz Tahsisatı	■ 42.000.000 TL nom. - %70 - Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ■ 6.000.000 TL nom. - %10 - Yurt İçi Yüksek Başvurulu Yatırımcılar** ■ 12.000.000 TL nom. - %20 - Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar
Halka Arz Lideri	■ Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Taahhütler	■ Üçay Mühendislik, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları da dahil olmak üzere dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceği, bu doğrultuda bir karar alınmayacağı ve/veya Borsa İstanbul'a veya Borsa dışında veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağı ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapılmayacağını taahhüt etmiştir. ■ Şirket Ortakları; -Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, sahip oldukları halka arza konu olmayan Şirket paylarının, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa ve (Fiyat istikrarı işlemleri neticesinde geri alınan paylar haricinde Borsa İstanbul'dan alınan Şirket payları satışa konu edilebilecektir), halka arza konu etmeyeceklerini, bu doğrultuda bir karar almayacaklarını ve / veya Borsa İstanbul'a veya Borsa dışında veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacaklarını ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapmayacaklarını ve ayrıca, sahip oldukları halka arza konu olmayan Şirket paylarını, anılan süre zarfında başka yatırımcı hesaplarına virmanlamayacaklarını veya Borsa İstanbul'da özel emir ile ve/veya toptan satış işlemlerine konu etmeyeceklerini, Borsa İstanbul'un ilgili pazarında bu sonuçları doğurabilecek başkaca herhangi bir işlem yapmayacaklarını ve yönetim kontrolüne sahip oldukları herhangi bir iştirak ya da bağlı ortaklık veya bunlar adına hareket eden kişiler tarafından da bu sınırlamalara uyulmasını sağlayacaklarını kabul, beyan ve taahhüt etmişlerdir. -Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl süreyle, Şirket sermayesinde sahip oldukları payların tamamını ya da bir kısmını Borsa'da hiçbir şekilde satmayacaklarını, dolaşımdaki pay miktarını artırmayacaklarını ve Borsa dışında başka yatırımcı hesaplarına virmanlamayacaklarını beyan ve taahhüt etmişlerdir.
Fiyat İstikrarı	■ Lider aracı kurum, Şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süreyle fiyat istikrarı işlemlerinde Halka Arz Edenler'in halka arz gelirlerinden elde edeceği fonu kullanacak olup, bu tutar Halka Arz Edenler'in halka arzdan elde edecekleri brüt gelirin %50'sini geçemeyecektir.

* Mevcut ortaklardan Ayhan KARACABEY'in sahip olduğu 5.000.000 TL nominal değerli B grubu, Mustafa BOZKURT'un sahip olduğu 5.000.000 TL nominal değerli B grubu paylar halka arza konu edilecektir.

** Yurt İçi Yüksek Başvurulu Yatırımcılar; Bireysel Yatırımcı kategorisinden başvuracak olup başvuru için asgari pay miktarı 10.001 TL edettir.

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Üçay Mühendislik Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş. ("Üçay Mühendislik" veya "Şirket") 24.11.2000 tarihinde İstanbul'da kurulmuş olup güncel unvanını 27.03.2024 tarihinde almıştır.
- Şirket'in mevcut ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Üçay Mühendislik Ortaklık Yapısı					
	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
Pay Sahibi	Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
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	100,0%	225.000.000	100,0%

- Şirket ve ana bağlı ortaklığı Elaris Enerji Yatırımları A.Ş. ("Elaris"), ısıtma, soğutma ve havalandırma gibi işlemleri barındıran iklimlendirme (HVAC: Heating, Ventilation, and Air Conditioning), enerji tasarrufu ve sürdürülebilirlik hedeflerine uygun olarak elektrik, mekanik, güneş enerjisi sistemleri ("GES") ve elektrikli araç şarj hizmetleri alanlarında faaliyetlerini sürdürmektedir.
- Şirket, iklimlendirme faaliyeti kapsamında konut veya binalarda ısıtma, havalandırma, soğutma ve iklimlendirme sistemlerinin (kombi, radyatör, doğal gaz ana kolon, kazan, klima, ısı pompası, radyant vb.) tesisat ve montajını yapmaktadır. Bu kapsamda ısıtma, soğutma ve havalandırma sistemlerine yönelik projelendirme, mühendislik, uygulama ve devreye alma hizmetleri gerçekleştirilmektedir.
- Üçay Mühendislik, iklimlendirme faaliyetlerine ek olarak elektrik ve mekanik tesisat alanlarında da hizmet sunmaktadır. Elektrik mühendisliği kapsamında alçak ve orta gerilim sistemleri, güç dağıtımı, aydınlatma ve otomasyon çözümleri geliştirilmekte; mekanik tesisat hizmetleri ise yapı ve endüstriyel tesislere yönelik entegre sistem çözümlerini kapsamaktadır. Bu faaliyetler çoğunlukla anahtar teslim projeler çerçevesinde yürütülmektedir.
- Enerji alanında ise Şirket ve bağlı ortaklığı aracılığıyla yenilenebilir enerji projelerine odaklanılmakta, özellikle GES kapsamında mühendislik ve kurulum hizmetleri sunulmaktadır. Bu faaliyetler, artan enerji ihtiyacı ve sürdürülebilir enerji politikaları doğrultusunda stratejik bir büyüme alanı olarak değerlendirilmektedir.
- Şirket'in %100 bağlı ortaklığı Elaris, elektrikli araç şarj ağı işletmeciliği (operatörlüğü) ve elektrikli araç şarj istasyonu satışı alanlarında faaliyet göstermekte olup, elektrikli araç sahiplerine yaygın şarj altyapıları sunarak sürdürülebilir ulaşımın yaygınlaşmasına katkı sağlamayı hedeflemektedir. Elaris bünyesinde, 05.11.2025 tarihi itibarıyla 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'in faaliyetleri; konut, ticari yapılar ve endüstriyel tesisler başta olmak üzere farklı sektör ve ölçeklerdeki projeleri kapsamakta olup, enerji tasarrufu, çevresel sürdürülebilirlik ve uzun vadeli büyüme hedefleri doğrultusunda çeşitlendirilerek sürdürülmektedir.

III. ÖZET FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Üçay Mühendislik Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)				
Finansal Durum Tablosu	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	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 veya Hizmet Sözleşmelerinden Alacaklar	146.850.700	752.528.972	106.585.651	55.215.214
Duran Varlıklar	690.179.346	601.512.796	583.525.764	577.440.567
Finansal Yatırımlar	24.225.742	-	-	-
Maddi Duran Varlıklar	409.289.590	339.385.662	391.663.023	229.143.936
Toplam Varlıklar	2.350.360.807	2.793.681.586	2.069.440.529	1.938.967.501
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.538.783.009	1.762.464.122	923.653.362	707.821.758
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	86.161.439	64.576.209	13.960.003	10.560.883
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında 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
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	20.248.968	5.729.723	-	-
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	9.467.783	4.562.768	1.317.825	2.171.295
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
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	7.005.740	8.464.921	9.370.536	12.242.015
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	6.863.163	4.668.778	2.894.850	1.142.800
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
- Banka Kredileri	22.038.949	1.091.751	7.525.775	3.744.228
Uzun Vadeli Karşılıklar	10.740.783	8.097.976	9.021.641	10.307.231

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)				
Finansal Durum Tablosu	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	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
Toplam Yükümlülükler	1.648.067.211	1.983.838.592	1.118.501.580	936.213.372
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
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	113.515.139	45.759.298	7.616.633	(8.695.979)
- Yeniden Değerleme Ölçüm Kazanç/(Kayıpları)	123.161.703	55.138.252	26.587.412	9.412.707
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazanç/(kayıpları)	(9.646.564)	(9.378.954)	(18.970.779)	(18.108.686)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	4.076.044	15.006.416	15.006.416	20.591.061
Geçmiş Yıllar Karları/(Zararları)	(36.228.860)	(14.342.194)	125.859.508	264.677.440
Net Dönem Karı/(Zararı)	(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

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Kâr Zarar Tablosu (TL)					
	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
Hasılat	3.290.596.506	3.924.234.497	3.711.066.155	2.650.538.007	1.939.082.893
Satışların Maliyeti (-)	(2.533.092.835)	(2.890.875.965)	(2.727.194.417)	(1.930.100.912)	(1.493.524.398)
BRÜT KÂR	757.503.671	1.033.358.532	983.871.738	720.437.095	445.558.495
Genel Yönetim Giderleri (-)	(188.359.994)	(245.336.704)	(220.952.565)	(200.305.329)	(98.192.137)
Pazarlama Giderleri (-)	(264.754.401)	(292.656.092)	(284.995.075)	(261.388.181)	(127.000.692)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(1.762.719)	(898.574)	(439.686)	(206.947)	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	117.637.393	161.384.800	258.267.471	266.789.031	163.556.337
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(122.222.479)	(249.447.172)	(361.579.211)	(205.289.901)	(113.575.447)
ESAS FAALİYET KÂRI	298.041.471	406.404.790	374.172.672	320.035.768	270.346.556
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	15.604.326	42.288.732	37.768.799	32.317.432	22.087.915
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(20.624.727)	30.515.758	16.668.289	(15.540.518)	(5.343.797)
FİNANSMAN GELİRİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	293.021.070	418.177.764	395.273.182	336.812.682	287.090.674
Finansman Giderleri (-)	(54.000.527)	(56.926.571)	(78.487.431)	(37.560.822)	(50.973.823)
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)	(247.840.489)	(152.963.745)	(144.594.426)	(156.770.931)	(126.518.704)

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Kâr Zarar Tablosu (TL)					
	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KÂRI	(8.819.946)	208.287.448	172.191.325	142.480.929	109.598.147
- Dönem Vergi Gelir / (Gideri)	(64.943.760)	(30.870.929)	(28.192.032)	(27.891.201)	(24.578.749)
- Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)	19.466.459	(89.225.565)	(16.771.421)	2.395.087	(34.066.311)
Vergi Gideri	(45.477.301)	(120.096.494)	(44.963.453)	(25.496.114)	(58.645.060)
DÖNEM KÂRI	(54.297.247)	88.190.954	127.227.872	116.984.815	50.953.087

IV. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Üçay Mühendislik Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca “Kuveyt Türk Yatırım”) tarafından 08.01.2026 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (kısaca “KAP”) yayınlanmış olan “Üçay Mühendislik Fiyat Tespit Raporu”nda (kısaca “Rapor”) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Piyasa Çarpanları yöntemlerinin kullanıldığı ifade edilmiştir.

Rapor’da kullanılan TÜFE, GSYİH ve USD/TL varsayımları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	2025/9	2025/4C	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
TÜFE	25,40%	4,50%	23,00%	19,00%	15,00%	12,00%	9,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Ortalama TÜFE	36,40%	53,90%	37,50%	21,00%	17,00%	13,50%	10,50%	8,50%	8,00%	8,00%	8,00%
GSYİH Büyüme (y/y)			3,50%	4,20%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
USD/TL (Yıllık Ortalama)	38,50	42,50	48,00	56,20	64,20	71,30	78,30	84,40	89,40	94,60	100,20
USD/TL (Yıl Sonu)	41,50	43,90	52,00	60,40	68,00	74,70	82,00	86,80	91,90	97,30	103,00

* Enflasyon verileri 2025 son üç aylık dönemdeki artış oranını, döviz kuru verileri dönem sonu tahmini ifade etmektedir. 2025 yıl sonu enflasyon beklentisi %32, ortalama enflasyon varsayımı %38,2 olarak varsayılmıştır.

IV.1 İndirgenmiş Nakit Akımı

Üçay Mühendislik için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Analizi’nde AOSM hesaplamasında risksiz oran olarak 7 Ocak 2026 tarihli Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi 10 yıllık tahvil getirisi baz alınmıştır. Risk primi olarak %5,5, beta ise 1 olarak kabul edilmiştir. Söz konusu varsayımlar doğrultusunda sermaye maliyeti 2025 için %34,5 hesaplanmış, 2034 yılında doğru ise %20 düzeyine gerilemiştir.

AOSM hesaplamasında kullanılan verilerin yer aldığı tablo aşağıda yer almaktadır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Risksiz Getiri Oranı	29,00%	28,40%	25,70%	22,90%	20,20%	17,40%	14,70%	14,70%	14,70%	14,70%
Türkiye Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Sermaye Maliyeti	34,50%	33,90%	31,20%	28,40%	25,70%	22,90%	20,20%	20,20%	20,20%	20,20%
Kredi Risk Primi	8,90%	7,90%	6,80%	5,80%	4,70%	3,70%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%
Vergi Öncesi Borç Maliyeti	37,90%	36,30%	32,50%	28,70%	24,90%	21,10%	17,30%	17,30%	17,30%	17,30%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	28,40%	27,20%	24,40%	21,50%	18,70%	15,80%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
AOSM	31,60%	30,70%	27,90%	25,10%	22,30%	19,50%	16,70%	16,70%	16,70%	16,70%

Rapor'da Şirket'in 30.09.2025 tarihli özel bağımsız denetimden geçen finansal tablolarına göre net nakit pozisyonu aşağıdaki şekilde sunulmuştur.

Net Nakit Tablosu (Milyon TL)	2025/9
Nakit ve Nakit Benzerleri	190,7
Finansal Yatırımlar	35,4
Nakit Tutarı	226,0
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	16,6
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	10,6
Kısa Vadeli Kiralama İşlemlerinden Yükümlülükler	36,6
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	3,7
Uzun Vadeli Kiralama İşlemlerinden Yükümlülükler	31,4
Borç Tutarı	98,9
Net Nakit	127,1

İndirgenmiş Nakit Akımı Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akımları		2025	2025-4ÇP	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034P
Toplam Net Satışlar	Min TL	1.939	742	4.048	5.274	7.156	9.628	11.932	14.397	17.152	20.012	23.186
<i>Büyüme</i>	%			51,0%	30,3%	35,7%	34,5%	23,9%	20,7%	19,1%	16,7%	15,9%
Toplam Satışların Maliyeti	Min TL	(1.494)	(548)	(2.991)	(3.962)	(5.312)	(7.043)	(8.597)	(10.372)	(12.356)	(14.415)	(16.698)
<i>Büyüme</i>	%		79,9%	46,5%	32,5%	34,1%	32,6%	22,1%	20,6%	19,1%	16,7%	15,8%
Brüt Kar	Min TL	446	194	1.057	1.312	1.844	2.585	3.335	4.025	4.796	5.597	6.488
<i>Brüt Kar Marjı</i>	%	23,0%	26,1%	26,1%	24,9%	25,8%	26,9%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
Faaliyet Giderleri	Min TL	(175)	(119)	(494)	(613)	(804)	(1.035)	(1.283)	(1.531)	(1.816)	(2.106)	(2.433)
Amortisman Gideri	Min TL	(74)	(20)	(97)	(114)	(122)	(135)	(169)	(196)	(230)	(261)	(299)
Faaliyet Karı	Min TL	220	74	562	699	1.040	1.550	2.052	2.494	2.980	3.491	4.054
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	%	11,4%	10,0%	13,9%	13,3%	14,5%	16,1%	17,2%	17,3%	17,4%	17,4%	17,5%
FAVÖK	Min TL	295	94	660	812	1.162	1.685	2.221	2.690	3.210	3.752	4.354
<i>Favök Marjı</i>	%	15,2%	12,7%	16,3%	15,4%	16,2%	17,5%	18,6%	18,7%	18,7%	18,7%	18,8%
Vergi	Min TL	(59)	(19)	(141)	(175)	(260)	(388)	(513)	(623)	(745)	(873)	(1.014)
Net Oper. Kar/NOPAT	Min TL	236	75	519	638	902	1.298	1.708	2.066	2.465	2.879	3.340
Net İşletme Sermayesi	Min TL	477	507	567	739	1.002	1.349	1.672	2.017	2.403	2.804	3.248
Net İşl. Sermayesi Değişimi	Min TL	139	(30)	(60)	(172)	(264)	(346)	(323)	(345)	(386)	(401)	(445)
Sermaye Yatırımları	Min TL	(7)	(9)	(109)	(228)	(137)	(166)	(340)	(250)	(307)	(371)	(449)
Firmaya Net Nakit Akışı	Min TL		36	350	238	502	785	1.045	1.471	1.772	2.108	2.446
Uç Değer	Min TL											21.923
İndirgeme Oranı	%		31,6%	30,7%	27,9%	25,1%	22,3%	19,5%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
İndirgeme Katsayısı	x	1,00	0,93	0,71	0,56	0,45	0,36	0,31	0,26	0,22	0,19	0,16
Firmaya Net Nakit Akışı NBD	Min TL		34	250	133	224	286	319	385	397	405	4.009

Firma Değeri	Min TL	6.441
Nakit ve Nakit Benzerleri	Min TL	226
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	Min TL	64
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	Min TL	35
Net Nakit	Min TL	127
Öz Sermaye Değeri	Min TL	6.568

IV.2 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Rapor'da, çarpan analizi kapsamında yurt içinde 7, yurt dışında ise 53 adet şirket baz alınmıştır. Söz konusu analiz kapsamında firma değeri / favök çarpanı kullanılmıştır.

Uçay Mühendislik için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Analizi'nde yurt içi ve yurt dışından seçilen benzer şirketlerin 30 Eylül 2025 dönemi itibarıyla son on iki aylık FAVÖK tutarları üzerinden FD/FAVÖK çarpanları baz alınmıştır. Uç değer olarak ise 0'ın altındaki ve 25x'in üzerindeki çarpan değerlerinin elimine edildiği ifade edilmiştir. 2025 Eylül ayı itibarıyla son on iki aylık FAVÖK tutarı 528 milyon TL olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.

Piyasa Çarpanları Yöntemi	
Yurt İçi Çarpan Analizi	
FAVÖK (2025/09 (soa))-milyon TL	528,3
Ortalama Çarpan	9,7x
Firma Değeri (milyon TL)	5.119,40
Yurt Dışı Çarpan Analizi	
FAVÖK (2025/09 (soa))-milyon TL	528,3
Ortalama Çarpan	10,2
Firma Değeri (milyon TL)	5.413,90

* 07.01.2026 tarihi itibarıyla, düzeltilmiş veriler. Kaynak: Rasyonet

Çarpan Analizi Sonucu	Ağırlık	Firma Değeri (Milyon TL)
Yurt İçi Çarpan Analizi	50%	5119,4
Yurt Dışı Çarpan Analizi	50%	5413,9
Çarpan Analizi Firma Değeri		5.266,60

IV.3 SONUÇ

Uçay Mühendislik Fiyat Tespit Raporu Analizi'nde Şirket'in pay başına değeri tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımı ve Piyasa Çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. Yukarıda açıklanan yöntemler arasında İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli'ne %40 ve Piyasa Çarpanları'nın %60 oranında ağırlıklandırılması sonucu hesaplanan şirket değeri 5.863 milyon TL olup, değerlendirme çalışması sonucunda bulunan piyasa değeri aşağıdaki tablo gösterilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımı Sonuçları (milyon TL)				
		Firma Değeri	Net Nakit	Özkaynak Değeri
İNA Sonucu		6.441	127	6.568
Çarpan Analizi Sonucu (milyon TL)				
FD/FAVÖK	Ağırlık	Firma Değeri	Net Nakit	Özkaynak Değeri
Yurt İçi	50%	5.119	127	5.246
Yurt Dışı	50%	5.414	127	5.541
Çarpan Değeri	100%	5.267	127	5.394
Nihai Değer (milyon TL)				
Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Firma Değeri	Net Nakit	Özkaynak Değeri
İNA	40%	6.441	127	6.568
Çarpan analizi	60%	5.267	127	5.394
Nihai Değer	100%	5.736	127	5.863
Halka Arz İskontosu				46,30%
Halka Arz Piyasa Değeri (milyon TL)				3.150
Pay Başına Değer (TL)				18,00

Rapor'da değerlendirme çalışması kapsamında hesaplanan iskontosuz halka arz firma değeri 5.863 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Söz konusu değere %46,3 düzeyinde bir iskonto uygulandıktan sonra Kuveyt Türk Yatırım tarafından halka arz firma değeri 3.150 milyon TL olarak bulunmuş ve pay başına değer 18,00 TL olarak hesaplanmıştır.

V. GÖRÜŞ

Kuveyt Türk Yatırım tarafından Üçay Mühendislik için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemlerinden İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yöntemi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır. Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin ve projeksiyonların gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmadığımız hususu göz önünde bulundurulmalıdır.

Değerlemede Piyasa Çarpanları Yöntemi'nin yanı sıra İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli'ne yer verilmesi ve ileriye dönük nakit akım projeksiyonlarının yatırımcılar ile paylaşılmış olmasının olumlu olduğunu düşünüyoruz. Ancak, değerlendirme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelinmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Şirket'in nihai değerinin hesaplanmasında

- Piyasa Çarpanı Analizine %60, İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli'ne %40 ağırlık verilmesi ve iki yöntemin de kullanılmış olmasını,
- Uç değerlerin elimine edilerek ortalama çarpan değerlerinin kullanılmasını,
- Projeksiyon döneminin 2025-2034 yılları arasında alındığı dönemde sermaye maliyeti için alınan değerlerin makul seviyelerde olmasını,
- Halka arz iskontosunun %46,3 seviyesinde uygulanmasını

değerleme açısından olumlu olarak değerlendirmekteyiz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.