

**ÜÇAY MÜHENDİSLİK ENERJİ VE
İKLİMLENDİRME TEKNOLOJİLERİ A.Ş.****Fiyat Tespit Raporu Hakkında
Değerlendirme Raporu**

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payları ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esaslarının 7. maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. İlgili madde;

*Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

HALKA ARZ ÖZETİ		
	Halka Arz Talep Toplama Tarihleri	14-15-16 Ocak 2026
A	Halka Arz Fiyatı	18,00 TL
	Borsa Kodu	UCAYM
	İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
	Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
	Konsorsiyum Lideri	Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
	Tahsisat Grupları	%70 Yurt İçi Bireysel - 42.000.000 TL Nominal
		%10 Yüksek Başvuru - 6.000.000 TL Nominal
		%20 Yurt İçi Kurumsal - 12.000.000 TL Nominal
B	Halka Arz Şekli	50.000.000 TL Nominal Sermaye Artırımı
		10.000.000 TL Nominal Ortak Satışı
C	Halka Arz Öncesi Sermaye	175.000.000 TL Nominal
D	Halka Arz Sonrası Sermaye	225.000.000 TL Nominal
A*B	Halka Arz Büyüklüğü	1.080.000.000 TL
(A*C)	Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	3.150.000.000 TL
(A*D)	Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	4.050.000.000 TL
(B/D)	Halka Açıklık Oranı	26,67%
	Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 yıl
	Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	Brüt halka arz gelirinin %50'sini geçmeyecek tutarda fonun, Payların Borsa'da işlem görmeye başlamasını takiben 30 gün süreyle fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde kullanılması planlanmaktadır.
	Katılım Endeksi	Uygun
	Fon Kullanım Yeri	1) %40-50 > GES Yatırımı 2) %10-15 > Şube Ağının Genişletilmesi 3) %30-40 > Sürdürülebilirlik Yatırımları 4) %5-10 > Elektrikli Araç Şarj İstasyonu Ağının Genişletilmesi

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2026 Global Menkul Değerler A.Ş.

1. Şirket Profili

Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş. (“Şirket”/“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 inşa, 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.

Şirket’in merkezi Cevizli Mah. Zuhul Cad. Ritim İstanbul Sitesi A3 Blok No: 46/C İç Kapı No: 169 Maltepe İstanbul adresinde yer almaktadır.

Şirket’in bağlı ortaklığı olan Elaris Enerji Yatırımları Anonim Şirketi (“Elaris”/”Bağlı 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 'ISOMER' 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/11116-2/00025 numaralı 2072 yılına kadar geçerli lisansla ELARİS, 'Elektrikli Araç Şarj Ağı İşletmecisi' olmuştur. Alınan bu lisansla birlikte, Bağlı Ortaklık 2024 yılından itibaren ana faaliyetlerini 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.

1.1. Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası planlanan ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ortaklık Yapısı					
Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Oran (%)	Sermaye (TL)	Oran (%)
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

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2026 Global Menkul Değerler A.Ş.

Halka Açıklık Oran	B	-	-	60.000.000	26,67
TOPLAM		175.000.000	100,00	225.000.000	100,00

2. Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı

Sermaye artırımını yoluyla elde edilecek brüt halka arz gelirinden, halka arz ile ilgili masraflar ve maliyetler düşüldükten sonra kalan kısmının planlanan kullanım alanları itibarı ile oransal dağılımı aşağıdaki tabloda, kullanım alanları ile ilgili açıklamalar aşağıdaki bölümlerde yer almaktadır.

Şirket'in halka arzı, finansal gücünü artırarak sürdürülebilir büyümeyi desteklemek, çevre dostu ve yenilikçi projeleri hayata geçirmek, operasyonel kapasitesini artırmak, kurumsallaşmayı güçlendirmek ve şeffaflık, hesap verilebilirlik ilkelerini daha etkin bir şekilde uygulamak amacıyla gerçekleştirilmektedir. Aynı zamanda, Şirket'in yenilenebilir enerji, enerji verimliliği ve akıllı güç yönetimi alanlarında öncü bir konum edinmesi hedeflenmektedir.

Halka arzdan elde edilecek fonun kullanım yerlerine aşağıdaki gibidir;

Fonun Kullanım Yeri	Kullanım Oranı
Şirket Adına Lisanssız ya da Lisanslı Güneş Enerjisi Santrali ("GES") Kurulumu ya da Satın Alınması	%40-50
Türkiye Geneline Farklı İllerde Yeni Şubeler Açarak Şube Ağına Genişletilmesi	%10-15
Şirket Operasyonel Giderlerinin Azaltılması ve Organizasyon Verimliliğinin Artırılmasına İlişkin Sürdürülebilirlik Yatırımları	%30-40
Şirket Bağlı Ortaklığı Elaris Tarafından İşletilen Elektrikli Araç Şarj İstasyonu Ağına Genişletilmesi	%5-10
TOPLAM	%100

Şirket, halka arzdan elde edilecek net geliri yukarıda izah edilen şekilde kullanmaya ihtiyacı olmadığı/kullanmadığı ölçüde, Şirket menfaatleri gözeterek kategoriler arasında azami %10 oranında geçiş yapılabilecektir.

3. Finansal Tablolar

3.1. Bilanço

FİNANSAL DURUM TABLOSU (TL)	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
Duran varlıklar	690.179.346	601.512.796	583.525.764	577.440.567
TOPLAM VARLIKLAR	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 yükümlülükler	109.284.202	221.374.470	194.848.218	228.391.614
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	1.648.067.211	1.983.838.592	1.118.501.580	936.213.372
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	702.293.596	809.842.994	950.938.949	1.002.754.129
TOPLAM KAYNAKLAR	2.350.360.807	2.793.681.586	2.069.440.529	1.938.967.501

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2026 Global Menkul Değerler A.Ş.

3.2. Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (TL)	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024	31.12.2024	30.09.2025
Hasılat	3.290.596.506	3.924.234.497	2.650.538.007	3.711.066.155	1.939.082.893
Satışların Maliyeti	-2.533.092.835	-2.890.875.965	-1.930.100.912	-2.727.194.417	-1.493.524.398
Brüt Kâr	757.503.671	1.033.358.532	720.437.095	983.871.738	445.558.495
Esas Faaliyet Karı	298.041.471	406.404.790	320.035.768	374.172.672	270.346.556
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	293.021.070	418.177.764	336.812.682	395.273.182	287.090.674
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	-8.819.946	208.287.448	142.480.929	172.191.325	109.598.147
Dönem Net Karı / Zararı	-54.297.247	88.190.954	116.984.815	127.227.872	50.953.087

4. Değerleme

Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş.'nin Borsa İstanbul'un Ana Pazar'da işlem görmesi için satışa konu olacak paylarının birim fiyatı tespitinde UDS Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen aşağıdaki değerleme yöntemleri dikkate alınmıştır.

- Gelir Yaklaşımı Kapsamında; İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) – %40
- Pazar Yaklaşımı Kapsamında; Piyasa Çarpanları Analizi - %60
 - a- Yurt İçi Benzer Şirketler (FD/FAVÖK) - %50
 - b- Yurt Dışı Benzer Şirketler (FD/FAVÖK) - %50

4.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Risksiz Getiri Oranı	29,0%	28,4%	25,7%	22,9%	20,2%	17,4%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Özsermaye Maliyeti	34,5%	33,9%	31,2%	28,4%	25,7%	22,9%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%
Borçlanma Maliyeti	37,9%	36,3%	32,5%	28,7%	24,9%	21,1%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%
Borçlanma Maliyeti (1-Vergi)	28,4%	27,2%	24,4%	21,5%	18,7%	15,8%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Hedef Borç Oranı	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%
Hedef Özkaynak Oranı	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%	51,7%
AOSM	31,6%	30,7%	27,9%	25,1%	22,3%	19,5%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%

Ağırlık ortalama sermaye maliyeti hesaplamasında risksiz oran olarak 7 Ocak 2026 tarihli Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi 10 yıllık tahvil getirisi baz alınmıştır. Risksiz oranın kademeli olarak ilgili tahvilin son 15 yıldaki ortalama getirisi olan %14,7 seviyesine geleceği varsayılmıştır.

Piyasa uygulamalarına paralel olarak risk primi %5,5, beta ise 1 olarak kabul edilmiştir. Bu varsayımlarla sermaye maliyeti 2025 için %34,5 seviyesinden 2034 yılına doğru %20'ler seviyesine gerilemektedir.

Vergi öncesi borçlanma oranı risksiz getiri oranı üzerine kredi risk primi eklenerek hesaplanmıştır. Kredi risk primi için ilk yıl %8,9'luk bir risk priminin güncel borçlanma

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2026 Global Menkul Değerler A.Ş.

maliyetlerini yansıtacağı değerlendirilmiştir. Bu risk priminin düşen faiz/enflasyon projeksiyonuyla paralel yıllara sâri olarak %2,6 seviyesine gerileyeceği varsayılmıştır. Bu varsayımlar ışığında borçlanma maliyetinin %37,9 seviyesinden %17'ler seviyesine kademeli olarak düşeceği öngörülmüştür.

Özkaynak/toplam aktifler oranı olarak Şirket'in 30 Eylül 2025 tarihli finansallarında yer alan oran korunmuştur. Nihai olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin 2025 yılı için %31,6'dan 2034 yılında %16,7 seviyesine geleceği hesaplanmıştır.

4.2. Net Nakit Hesaplaması

Şirket'in sahip olduğu net nakit tutarını bulmak amacıyla 2025 Eylül dönemi bağımsız denetim raporunda yer alan nakit ve nakit benzerleri kalemi ile finansal yatırımlar kalemi toplamından, kısa ve uzun vadeli finansal borçlar ile kiralama işlemlerinden yükümlülükler kalemleri düşülmüştür. Hem çarpan analizi hem de indirgenmiş nakit akışı analizi TFRS 16 etkisi dahil hesaplandığı için Şirket'in uzun vadeli kira sözleşmeleri kapsamındaki kira giderleri bu hesaplamalarda yer almamaktadır. Bu nedenle borç tutarı hesaplamasında kısa ve uzun vadeli kiralama yükümlülükleri dahil edilmiştir. Nihai olarak yaklaşık 127,1 milyon TL'lik bir net nakit tutarına ulaşılmıştır.

Net Nakit Hesabı (mnTL)	30.09.2025
Nakit ve Nakit Benzerleri	190,7
Finansal Yatırımlar	35,4
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
Net Nakit	127,1

4.3. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

Milyon TL	2025/09	2025-4Ç P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	2034T
Net Satışlar	1.939	742	4.048	5.274	7.156	9.628	11.932	14.397	17.152	20.012	23.186
Büyüme (%)				30%	36%	35%	24%	21%	19%	17%	16%
Satışların Maliyeti	-1.494	-548	-2.991	-3.962	-5.312	-7.043	-8.597	-10.372	-12.356	-14.415	-16.698
Büyüme (%)				32,5%	34,1%	32,6%	22,1%	20,6%	19,1%	16,7%	15,8%
Brüt Kar	445	194	1.057	1.312	1.844	2.585	3.335	4.025	4.796	5.597	6.488
Brüt Kar Marjı (%)	22,9%	26,1%	26,1%	24,9%	25,8%	26,8%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
FAVÖK	295	94	660	812	1.162	1.685	2.221	2.690	3.210	3.752	4.354
FAVÖK Marjı (%)	15,2%	12,7%	16,3%	15,4%	16,2%	17,5%	18,6%	18,7%	18,7%	18,7%	18,8%
Vergi	-59	-19	-141	-175	-260	-388	-513	-623	-745	-873	-1.014
Net Oper. Kar/NOPAT	236	75	519	638	902	1.298	1.708	2.066	2.465	2.879	3.340
Net İşletme Sermayesi Değişimi	139	-30	-60	-172	-264	-346	-323	-345	-386	-401	-445
Sermaye Yatırımları	-7	-9	-109	-228	-137	-166	-340	-250	-307	-371	-449
Serbest Nakit Akımları		36	350	238	502	785	1.045	1.471	1.772	2.108	2.446
Uç Değer											21.923

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2026 Global Menkul Değerler A.Ş.

AOSM		31,6%	30,7%	27,9%	25,1%	22,3%	19,5%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
İndirgeme Oranı	1,00	0,93x	0,71x	0,56x	0,45x	0,36x	0,31x	0,26x	0,22x	0,19x	0,16x
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)		34	250	133	224	286	319	385	397	405	4.009
Firma Değeri	6.441										
Nakit ve Nakit Benzerleri	226										
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	64										
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	35										
Net Nakit	127										
Özsermaye Değeri	6.568										

4.4. Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizinde Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör/sektörlerdeki benzer şirketlerin çarpan değerleri tespit edilerek karşılaştırmalı olarak bir değer tespiti yapılmıştır. Şirket'in ana faaliyet kollarının mühendislik/taahhüt ağırlıklı olduğu ve faaliyetlerinin önemli bir kısmının güneş enerjisi sektörü tarafında yer aldığı değerlendirilerek yurt için tarafta Borsa İstanbul'da işlem gören mühendislik/taahhüt alanında faaliyet gösteren firmalar seçilmiştir. Güneş enerjisi ağırlıklı faaliyet gösteren şirketler ise büyük oranda elektrik üretiminden gelir elde ettikleri için benzer şirketler kategorisinde değerlendirilmemiştir. Yurt dışında mühendislik/taahhüt ve güneş enerjisi kuruluşu faaliyetleri ağırlığı yüksek olan firmalar listelenmiştir. Yurt içinde 7, yurt dışında ise örnekleme mümkün olduğunca büyük almak adına incelenen 131 şirketten seçilen 53 adet şirketin çarpan değerleri baz alınmıştır.

Temel çarpan parametreleri olan firma değeri/favök, firma değeri/satış, fiyat/kazanç ve piyasa değeri/defter değeri çarpanları değerlendirilmiştir. Firma değeri/satış ve piyasa değeri/defter değeri çarpanları firma faaliyetlerinin kârlılığı açısından bir kullanıma sahip olmaması nedeniyle değerlendirme dışında tutulmuştur. Özellikle ülkemizde 2023 yılından itibaren kullanılmaya başlanan TMS 29 uygulaması nedeniyle net kârın parasal kayıp/kazanç kalemine çok hassas hale gelmesi nedeniyle fiyat/kazanç çarpanının da sağlıklı bir değer sağlamayacağı düşünülmüştür. Firma değeri/favök çarpanının hem farklı borçluluk yapısından kaynaklı etkileri hem de farklı muhasebe uygulamalarının etkilerini arındırma kabiliyeti olup firmaların nakit üretme kapasitesini sağlıklı biçimde yansıttığı düşünüldüğü bu yöntemde yalnızca firma değeri/favök çarpanı baz alınmıştır.

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. 0'ın altındaki ve 25x'in üzerindeki değerler uç değer olarak kabul edilmiştir. İlgili dönemler için uç değerler hariç kalan değerlerin medyan değerleri bulunmuş ve son olarak bu medyan değerlerin ortalaması alınmıştır. Bu kapsamda yurtiçi çarpan analizinde 9,7x, yurtdışı çarpan analizinde ise 10,2X ortalama çarpan değerleri esas alınmıştır. Favök değeri olarak Şirket'in 2025 Eylül dönemi son on iki aylık gerçekleşen yaklaşık 528 milyon TL hesaplama dahil edilmiştir.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2026 Global Menkul Değerler A.Ş.

Çarpan Analizi Sonucu	Firma Değeri (mnTL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Firma Değeri (mnTL)
Yurt İçi Çarpan Analizi	5.119,4	50%	2.559,7
Yurt Dışı Çarpan Analizi	5.413,9	50%	2.707,0
Çarpan Analizi Firma Değeri		100%	5.266,6

5. Değerleme Sonucu

İndirgenmiş nakit akımı yöntemi sonucunda Şirket'in firma değeri 6,44 milyar TL, 127 milyon TL olarak hesaplanan net nakit tutarı ile birlikte özkaynak değeri 6,57 milyar TL olarak hesaplanmıştır.

Çarpan analizi yöntemine göre yurt içi benzer şirketlerin firma değeri/favök çarpanı 9,7x olarak hesaplanmıştır. Bu değere göre Şirket'in firma değeri 5,12 milyar TL seviyesindedir. Yurt dışı benzer şirketlerin firma değeri/favök çarpanı ise 10,2x olarak, firma değeri ise 5,41 milyar TL olarak hesaplanmıştır. İki grubun eşit ağırlıklı ortalamasının bulunmasıyla 5,27 milyar TL'lik bir firma değerine ulaşılmıştır. Net nakit tutarının eklenmesiyle özkaynak değeri 5,39 milyar TL seviyesine yükselmektedir.

İki yöntemden indirgenmiş nakit akımı yönteminin %40, çarpan analizi yönteminin %60 ağırlıklandırıldığı nihai hesaplama göre Şirket'in firma değeri 5,74 milyar TL, iskontosuz halka arz piyasa değeri yaklaşık olarak 5,86 milyar TL olarak bulunmuştur. %46,3'lük bir halka arz iskontosu uygulanmasıyla birlikte halka arz piyasa değerinin yaklaşık 3,15 milyar TL ve pay başına değer 18,00 TL olması beklenmektedir. İskonto sonrası firma değeri (iskonto sonrası özkaynak değeri-net nakit) 2025/09 dönemi son on iki ay için gerçekleşen yaklaşık 528 milyon TL'lik favök değerinin 5,7 katına tekabül etmektedir.

Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış özkaynak değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Değerleme Sonucu (TL)	Ağırlık	Firma Değeri (mnTL)	Net Nakit (mnTL)	Özkaynak Değeri (mnTL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	40%	6.441	127	6.568
Piyasa Çarpanları Analizi	60%	5.267	127	5.394
Nihai Değer	100%	5.736	127	5.863
Halka Arz İskontosu				46,3%
Halka Arz Piyasa Değeri				3.150
Pay Başına Değer				18,00

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2026 Global Menkul Değerler A.Ş.

6. Sonuç ve Yorumlar

- Fiyat Tespit Raporu’nda Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş. hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve değerlemede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş. için yapılan değerleme çalışmasında “İndirgenmiş Nakit Akımları” ve “Piyasa Çarpanları” kullanılmıştır. Kullanılan yöntemlerin sırasıyla %40 ve %60 olarak ağırlıklandırılmasının makul olduğunu düşünüyoruz.
- Piyasa çarpanları analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının kullanılması ve uç değerlerin hesaplamaaya dahil edilmemesini makul buluyoruz. Bununla birlikte, 2022 yılındaki Rusya-Ukrayna Savaşı’nın tetiklediği küresel enerji krizi sonucunda sektör çarpanlarında olağan dışı yükselişlerin gözlemlendiği ve 2022 yılı finansal tablolarında TMS 29 Standardı’nın uygulanmadığı dikkate alınarak ortalama çarpan hesaplanmasına 2022 yılı çarpanlarının dahil edilmemesinin daha doğru olacağını düşünüyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akışı Model’inde kullanılan parametrelerin makul olduğunu düşünüyoruz. Fakat bu yöntemle belirlenen değerin Şirket’in öngörülen projeksiyonlarına bağlı olduğunu ve bu projeksiyonların gerçekleşmemesi durumunda değerin farklı olabileceğini belirtmek isteriz.
- Değerleme sonucunda hesaplanan piyasa değerine %46,3 oranında halka arz iskonto oranı uygulanması sonucu pay başına 18,00 TL olarak hesaplanan halka arz pay fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.’nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2026 Global Menkul Değerler A.Ş.