

**Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Hazırlanan Fiyat Analiz Raporu**

13.01.2026

Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş. Fiyat Analiz Raporu
İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII, No: 128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. fıkrası ve 2016/27 sayılı SPK bülteninde alınan ilke karar çerçevesinde Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin hazırlanan Analiz Raporu'nda 6. kısımda bulunan fiyata ilişkin değerlendirmelerimizin dışında kalan tüm bilgi ve veriler izahname ve ekleri, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ile Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kuveyt Türk Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu ("FTR")'ndan alınmıştır.

1. Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş. ("Üçay Mühendislik", "UCAYM" veya "Şirket")

Şirket, iklimlendirme, elektrik, mekanik, güneş enerjisi sistemleri ve elektrikli araç şarj hizmetleri alanında faaliyet göstermektedir. Şirket ve bağlı ortaklığı Elaris Enerji Yatırımları A.Ş. ("Elaris"), EPC (Engineering, Procurement and Construction) grubu olarak konumlanmaktadır.

Şirket iklimlendirme alanında konut ve binaların ısıtılması ve soğutulmasında doğal gaz kaynaklı iklimlendirme sistemleri ve elektrik kaynaklı iklimlendirme sistemleri alanında faaliyetlerini sürdürmektedir. Elektrik ve mekanik taahhüt alanlarında ise, alçak gerilim sistemleri, zayıf akım sistemleri, ısıtma-soğutma sistemleri, havalandırma sistemleri vb. alanlarda kurulum faaliyeti göstermektedir. GES alanında mühendislik hizmeti veren Şirket, elektrikli araç şarj hizmetleri alanında ise satış ve kurulumu konusunda faaliyet göstermektedir.

2. Mali Tablolar

Şirket'in fonksiyonel para birimi Türk Lirası'dır ("TL"). KGK tarafından 23 Kasım 2023 yılında yapılan duyuru ve SPK'nın 28 Aralık 2023 tarih ve 81/1820 sayılı kararı uyarınca, Şirket'in finansal tabloları TMS 29 enflasyon düzeltmesine tabi tutulmuştur. Bu kapsamda finansal tablolarda belirtilen tutarlar, 30 Eylül 2025 tarihli satın alma gücüne endekslenmiştir.

2.1. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu, Milyon TL	2022	2023	2024	2024/09	2025/09
Hasılat	3.291	3.924	3.711	2.651	1.939
Satışların Maliyeti (-)	(2.533)	(2.891)	(2.727)	(1.930)	(1.494)
Brüt Kârı/Zararı	758	1.033	984	720	446
Genel Yönetim Giderleri (-)	(188)	(245)	(221)	(200)	(98)
Pazarlama Giderleri (-)	(265)	(293)	(285)	(261)	(127)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(2)	(1)	(0)	(0)	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	118	161	258	267	164
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(122)	(249)	(362)	(205)	(114)
Esas Faaliyet Kârı/Zararı	298	406	374	320	270
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	16	42	38	32	22
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(21)	(31)	(17)	(16)	(5)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kârı/Zararı	293	418	395	337	287
Finansman Giderleri (-)	(54)	(57)	(78)	(38)	(51)
Net Parasal Pozisyon Kazançları / (Kayıpları)	(248)	(153)	(145)	(157)	(127)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı/Zararı	(9)	208	172	142	110
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri)/Geliri	(45)	(120)	(45)	(25)	(59)
<i>Dönem Vergi Gideri/Geliri</i>	(65)	(31)	(28)	(28)	(25)
<i>Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri</i>	19	(89)	(17)	2	(34)
Dönem Karı / Zararı	(54)	88	127	117	51

2.2. Bilanço

Bilanço, Milyon TL	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	226	113	223	191
Finansal Yatırımlar	62	66	38	35
Ticari Alacaklar	485	550	606	609
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	6	0	5	21
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	480	549	601	588
Diğer Alacaklar	1	0	0	0
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	1	0	0	0
Devam Eden Sözleşmelerden Alacaklar	147	753	107	55
Stoklar	587	479	312	270
Peşin Ödenmiş Giderler	123	136	125	113
Diğer Dönen Varlıklar	28	95	65	83
Toplam Dönen Varlıklar	1.660	2.192	1.476	1.357
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	-	-	10	5

Duran Varlıklar

Finansal Yatırımlar	24	-	-	-
Ticari Alacaklar	103	47	6	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	103	47	6	0
Diğer Alacaklar	14	33	37	79
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	14	33	37	79
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	33	50	57	58
Maddi Duran Varlıklar	409	339	392	229
Kullanım Hakkı Varlıkları	88	103	63	104
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	19	29	28	107
Toplam Duran Varlıklar	690	602	584	577
Toplam Varlıklar	2.350	2.794	2.069	1.939

Kısa Vadeli Yükümlülükler

Kısa Vadeli Borçlanmalar	9	-	8	17
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	86	65	14	11
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	6	47	19	37
Diğer Finansal Yükümlülükler	350	130	0	-
Ticari Borçlar	381	456	451	438
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	25	35	10
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	381	431	416	428
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	29	50	53	35
Diğer Borçlar	30	10	1	2
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	20	6	-	-
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	9	5	1	2
Devam Eden Sözleşmelerden Borçlar	314	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler	290	973	361	133
İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	-	-	-	2
İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	290	973	361	131
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	30	18	0	20
Kısa Vadeli Karşılıklar	14	13	12	13
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	7	8	9	12
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	7	5	3	1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0	0	3	3
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.539	1.762	924	708

Uzun Vadeli Yükümlülükler

Uzun Vadeli Borçlanmalar	22	1	8	4
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	15	18	15	31
Ticari Borçlar	6	61	15	-

<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	-	61	15	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	6	0	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	11	8	9	10
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	11	8	9	10
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	56	133	149	183
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	109	221	195	228
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	70	70	175	175
Sermaye Düzeltme Farkları	615	615	510	510
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	4	15	15	21
Ortak Kontrole Tabi Birleşmelerin Etkisi	(10)	(10)	(10)	(10)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya (Giderler)	114	46	8	(9)
<i>Yeniden Değerleme Ölçüm Kazanç / (Kayıpları)</i>	123	55	27	9
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları</i>	(10)	(9)	(19)	(18)
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	(36)	(14)	126	265
Dönem Net Kârı/Zararı	(54)	88	127	51
Toplam Özkaynaklar	702	810	951	1.003
Toplam Kaynaklar	2.350	2.794	2.069	1.939

3. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Kuveyt Türk Yatırım – Üçay Mühendislik Halka Arz Fiyat Tespit Raporu Özeti - TL	
Halka Arz Şekli	Sermaye Artışı ve Ortak Satışı
Çıkarılmış Sermaye	175.000.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	60.000.000
<i>Sermaye Artırımı</i>	50.000.000
<i>Ortak Satışı</i>	10.000.000
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	225.000.000
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	26,7%
Halka Arz Birim Pay Fiyatı	18,00
Halka Arz Edilecek Payların Değeri	1.080.000.000
Halka Arz Öncesi Hesaplanan Piyasa Değeri (İskonto Öncesi)	5.863.432.510
<i>Halka Arz İskontosu</i>	46,3%
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	3.150.000.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	4.050.000.000

4. Değerleme Yöntemleri

Kuveyt Türk Yatırım tarafından hazırlanan FTR'de, Üçay Mühendislik paylarının halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla kullanılan yöntemler aşağıda yer almaktadır.

1) Çarpan Analizi

2) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

Nihai değer hesaplanırken Çarpan Analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %60, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemleri ile hesaplanan şirket değerine ise %40 ağırlık verilmiştir.

4.1. Çarpan Analizi Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Üçay Mühendislik şirket değerinin hesaplanmasında, piyasa çarpanları analizinde BİST'te ve yurt dışında işlem gören ve faaliyet konuları Üçay Mühendislik ile benzerlik gösteren şirketlerin 2022, 2023 ve 2024 yıl sonları ile güncel (07.01.2026) tarihli FD/FAVÖK çarpanları baz alınmıştır. FD/FAVÖK çarpan analizinde yurt içinde ve yurt dışında bulunan benzer şirketlerin çarpanlarında 0'ın altında ve 25'in üstünde kalan değerler uç değer olarak değerlendirilerek, değerlendirme çalışmasında hesaba katılmamıştır. Uç değerler dışarıda bırakıldıktan sonra ilgili yılların medyan FD/FAVÖK çarpanlarının ortalaması alınarak çalışmada kullanılmıştır.

Çarpan analizinde FAVÖK tutarı bağımsız denetimden geçmiş finansal raporlarda sunulan son on iki aya ilişkin tutarlar kullanılmış olup, son on iki aylık brüt kardan genel yönetim giderleri, satış, pazarlama giderleri ve araştırma ve geliştirme giderlerinin çıkarılması ile hesaplanmıştır. Net Borç tutarı, kısa ve uzun vadeli finansal borçlardan nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal yatırımlar çıkartılarak hesaplanmıştır.

Değerlemede Kullanılan Finansallar - TL	Yıllıklandırılmış
2025/09 FAVÖK (S12A)	528
Net Borç (Nakit) Pozisyonu	(127)

*S12A: Son 12 Ay

Benzer Şirket Çarpanları	Çarpanlar
Yurt İçi Benzer Şirketler Ortalama FD/FAVÖK Çarpanı (x)	9,7
Yurt Dışı Benzer Şirketler Ortalama FD/FAVÖK Çarpanı (x)	10,2

Çarpan Analizinden Hesaplanan Değer - TL	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Yurt İçi Benzer Şirketler Ortalama FD/FAVÖK Çarpanı	5.246	50,0%	2.623
Yurt Dışı Benzer Şirketler Ortalama FD/FAVÖK Çarpanı	5.541	50,0%	2.771
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)		100,0%	5.394

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ile hesaplanan Şirket Değeri’ne ilişkin özet veriler aşağıdaki tablolarda yer almaktadır. FTR’de Şirket Değeri’nin hesaplanmasında; 2025/4Ç - 2034 dönemi nakit akımları kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (“AOSM”) aşağıdaki tabloda yer aldığı şekilde hesaplanmıştır.

AOSM	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
Risksiz Faiz 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%
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%
Vergi Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borç Oranı	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%	48,3%
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%

- Risksiz getiri oranı belirlenmesinde, 7 Ocak 2026 tarihli Türkiye Cumhuriyeti Hazinesi 10 yıllık tahvil getirisi baz alınmıştır. Gelecek yıllarda risksiz faiz oranının kademeli olarak azalacağı ve ilgili tahvilin son 15 yıldaki ortalama getirisi olan %14,7 seviyesine gerileyeceği varsayılmıştır.
- Şirket vergi öncesi borçlanma maliyeti ise, 2025 yılı için güncel piyasa koşullarını yansıtması adına %8,9 oranında risk primi eklenmesi ile hesaplanmıştır. Gelecek yıllarda ise bu oranın %2,6 seviyesine gerileyeceği ve borçlanma maliyetinin %37,9 seviyesinden %17,3 seviyesine kademeli olarak düşeceği öngörülmüştür.

Gerçekleştirilen indirgenmiş nakit akımları analizi çalışmasının özet tablosu aşağıda yer almaktadır.

İNA Tablosu, milyon TL	2025/9	2025/4ÇT	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	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, %	m.d.	m.d.	51,0%	30,3%	35,7%	34,5%	23,9%	20,7%	19,1%	16,7%	15,9%
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%
Amortisman	(74)	(20)	(97)	(114)	(122)	(135)	(169)	(196)	(230)	(261)	(299)
Esas Faaliyet Karı	220	74	562	699	1.040	1.550	2.052	2.494	2.980	3.491	4.054
Vergi Gideri	(59)	(19)	(141)	(175)	(260)	(388)	(513)	(623)	(745)	(873)	(1.014)
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	236	75	519	638	902	1.298	1.708	2.066	2.465	2.879	3.340
Nakit Akışı Düzeltmeleri											
Net İşletme Sermayesindeki Değişim		(30)	(60)	(172)	(264)	(346)	(323)	(345)	(386)	(401)	(445)
Yatırım Harcamaları		(9)	(109)	(228)	(137)	(166)	(340)	(250)	(307)	(371)	(449)
Serbest Nakit Akışı		36	350	238	502	785	1.045	1.471	1.772	2.108	2.446
Uç Değer											
AOSM		31,6%	30,7%	27,9%	25,1%	22,3%	19,5%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Serbest Nakit Akışının Bugünkü Değeri		34	250	133	224	286	319	385	397	405	403
Uç Değerin Bugünkü Değeri	3.606										
Firma Değeri	6.441										
Net Borç	(127)										
Şirket Değeri	6.568										

5. Sonuç

Kuveyt Türk Yatırım tarafından; Çarpan Analizi'nin %60, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nin %40 oranları ile ağırlıklandırılması sonucunda Şirket Değeri (halka arz iskontosu öncesi) 5.863 milyon TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu Şirket Değeri'ne uygulanan %46,3 halka arz iskontosu sonrası Şirket Değeri 3.150 milyon TL olarak belirlenmiştir. Çıkarılmış sermayesi 175.000.000 TL olan Üçay Mühendislik'in pay fiyatı 18,00 TL (halka arz iskontosu sonrası) olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Piyasa Değeri Katkısı
Çarpan - milyon TL	5.394	60%	3.236
İNA - milyon TL	6.568	40%	2.627
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri - milyon TL			5.863
Halka Arz İskontosu			46,3%
İskontolu Özsermaye Değeri - milyon TL			3.150
İskontolu Pay Değeri - TL			18,00

6. Kuveyt Türk Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Analist Raporu

Analizimizde Kuveyt Türk Yatırım tarafından hazırlanan FTR’de yer alan Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

FTR’de; Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemlerine yer verilmiştir. Halka arz fiyatının tespit edilmesinde kullanılan bu iki yönetime ilişkin görüşlerimiz aşağıdaki gibidir.

Fiyat Tespit Raporu’na İlişkin Görüşlerimiz:

- Şirket ve Şirket’in faaliyet gösterdiği sektör hakkında yeterince bilgi verildiği ve değerlendirme metodunun yeterince açıklandığı görüşündeyiz.
- Çarpan Analizi’nde Benzer Şirketler olarak BİST’te ve yurt dışında işlem gören şirketlerin çarpanlarının kullanılmasının ve uç değerlerin dışarıda bırakılmasının makul olduğunu değerlendiriyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde gelir projeksiyonundaki kalemlerin ayrı ayrı açıklanarak tahmin edilmesinin detaylı ve açıklayıcı olduğu görüşündeyiz.
- Çarpan analizinden hesaplanan değere %60,0 indirgenmiş nakit akımları analizinden hesaplanan değere %40,0 ağırlık verilmesinin makul olduğunu değerlendiriyoruz.

Sonuç olarak;

Yukarıdaki görüşlerimiz ile birlikte; beklenen değerlerin oluşmasının, **projeksiyonların gerçekleşmesine doğrudan bağlı olduğuna dikkat çekerek** halka arz şirket değerini makul buluyoruz.

Uyarı Notu

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 rapor ABD’de dağıtılmak için hazırlanmamıştır.