ÜÇAY MÜHENDİSLİK ENERJİ VE İKLİMLENDİRME TEKNOLOJİLERİ A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
13 Ocak 2026

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Kuveyt Türk Yatırım") yetkili aracı kurum olduğu Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri Anonim Şirketi (kısaca, "Üçay", "Üçay Mühendislik" veya "İhraççı" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 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 İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

ÜÇAY MÜHENDİSLİK ENERJİ VE İKLİMLENDİRME TEKNOLOJİLERİ A.Ş. HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri Anonim Şirketi
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri Anonim Şirketi ve Ortaklar
Halka Arz Tarihleri	14 – 15 – 16 Ocak 2026
Halka Arz Fiyatı	18,00 TL
Halka Arz İskonto Oranı	46,30%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	175.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	225.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	26,67%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	60.000.000
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%70) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%20) Yüksek Başvurulu Yatırımcı (%10)
Satmama Taahhütleri	İhraççı için 1 yıl Ortaklar için 1 yıl
Fiyat İstikrarı	Brüt Halka Arz Gelirinin %50'si ile 30 Gün Boyunca Planlanmaktadır.
İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Borsa Kodu	UCAYM
Konsorsiyum Lideri	Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: Üçay Mühendislik İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

24 Kasım 2000 tarihinde kurulan Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş., konutlardan endüstriyel tesislere kadar geniş bir yelpazede ısıtma, soğutma, iklimlendirme ve güneş enerjisi sistemlerinin kurulumu ile elektrik-mekanik ve teknoloji hizmetleri alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket, Eylül 2025 itibarıyla Marmara, Ege ve Karadeniz bölgeleri ağırlıklı olmak üzere 22 ilde, 35 farklı lokasyonda şube ve depolarıyla operasyonlarını sürdürmektedir. Personel istihdamı açısından bakıldığında, 2022'de 757 olan çalışan sayısı 2024'te 1.090'a kadar yükselmiş, Eylül 2025 verilerine göre ise 928 kişi olarak kaydedilmiştir.

Şirketin bağlı ortaklığı olan Elaris Enerji ise, 2019 yılında 1 milyon TL sermaye ile kurulmuş olup Mayıs 2025'te sermayesini 80 milyon TL'ye yükseltmiştir. Daha önce "ISOMER" unvanıyla iklimlendirme cihazlarının B2B ticaretiyle uğraşan Elaris, EPDK'dan aldığı lisansla birlikte 2024 yılından itibaren ana faaliyet konusunu tamamen elektrikli araç şarj işletmeciliğine yönlendirmiştir. Bu yeni stratejik odak doğrultusunda, Eylül 2025 itibarıyla 33 adedi konut, 29 adedi ticari AC ve 9 adedi hızlı şarj (DC) olmak üzere toplamda 71 aktif şarj istasyonu ile hizmet vermeye başlamıştır.

Şirketin Faaliyetleri

- Şirket; iklimlendirme, güneş enerjisi santrali (GES) kurulumu, elektrik, mekanik ve elektrikli araç şarj istasyonu işletmeciliği olmak üzere beş farklı faaliyet kolundan gelir üretmektedir. Eylül 2025 dönemi son on iki aylık verilerine göre gelir dağılımında en büyük payı %43,9 ile iklimlendirme alırken, bunu %22,5 ile mekanik, %18,2 ile GES kurulumu ve %15,3 ile elektrik faaliyetleri izlemektedir; şarj istasyonu işletmeciliği ise %0,1'lik bir başlangıç payına sahiptir.

- İklimlendirme alanında şirket, 2025 yılında yaklaşık 15.000 adet sözleşme kapsamında hizmet sunmuştur. Faaliyet gösterdiği bölgelerdeki doğalgaz açım sayılarına göre %4'lük bir pazar payına sahiptir.

- Şirket, güneş enerjisi santralleri kurulumunda güncel olarak 60,2 MW'lık bir hacme ulaşmış olup, ev tipi küçük ölçekli projelerden 10 MW üzeri büyük projelere kadar geniş bir yelpazede hizmet vermektedir. Yenilenebilir enerji sektöründeki pazar payını artırmayı hedefleyen şirket, Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'nın hedefleri doğrultusunda bu alanın gelirlerini desteklemeye devam edeceğini öngörmektedir. 30 Eylül 2025 itibarıyla 22 ilde aktif olan Üçay Mühendislik, güncel durumda 30 civarında olan gelir üreten şube sayısını yeni açılışlarla 50'ye çıkarmayı planlayarak ana iş kollarındaki büyümesini hızlandırmayı hedeflemektedir.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Sermaye (TL)	Payı (%)	Grubu	Sermaye (TL)	Payı (%)
Ayhan Karacabey	A	25.000.000	14,29%	A	25.000.000	11,11%
	B	62.500.000	35,71%	B	57.500.000	25,56%
Mustafa Bozkurt	A	25.000.000	14,29%	A	25.000.000	11,11%
	B	62.500.000	35,71%	B	57.500.000	25,56%
Halka Açık		-	-	B	60.000.000	26,67%
Toplam		**175.000.000**	**100%**		**225.000.000**	**100%**

Kaynak: Üçay Mühendislik Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço	2022/12	2023/12	2024/12	2025/09
Dönen Varlıklar	1.660.181.461	2.192.168.790	1.485.914.764	1.361.526.934
Duran Varlıklar	690.179.346	601.512.794	583.525.764	577.440.567
Toplam Varlıklar	**2.350.360.807**	**2.793.681.584**	**2.069.440.528**	**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 Özkaynaklar	**702.293.596**	**809.842.994**	**950.938.949**	**1.002.754.129**

Kaynak: Üçay Mühendislik Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu	2022/12	2023/12	2024/09	2024/12	2025/09
Hasılat	3.290.596.506	3.924.234.497	2.650.538.007	3.711.066.155	1.999.082.893
Satışların Maliyeti (-)	-2.533.092.835	-2.890.875.965	-1.930.100.912	-2.727.914.417	-1.493.524.398
Brüt Kar / Zarar	757.503.671	1.033.358.532	720.437.095	983.871.738	445.558.495
Esas Faaliyet Karı / Zararı	298.041.471	406.404.790	320.035.768	374.172.672	270.346.556
Vergi Öncesi Kar	-8.819.946	208.287.448	142.480.929	172.191.325	109.598.147
Ana Ortaklık Net Kar	**-54.297.247**	**88.190.954**	**116.984.815**	**127.227.872**	**50.953.087**

Kaynak: Üçay Mühendislik Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERLERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Şirket Adına Lisanssız ya da Lisanslı Güneş Enerjisi Santrali ("GES") Kurulumu ya da Satın Alınması	40% - 50%
Türkiye Genelinde Farklı İllerde Yeni Şubeler Açarak Şube Ağının 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 Ağının Genişletilmesi	5% - 10%
Toplam	100%

Kaynak: Üçay Mühendislik İzahname

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Kuveyt Türk Katılım Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket değerlemesi yapılırken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi ve Piyasa Çarpanları (Pazar) Yöntemleri kullanılmıştır.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine göre, şirketin önümüzdeki yıllarda ulaşmayı hedeflediği satış gelirleri ve faaliyetlerinden elde edeceği nakit akışları ile ihtiyaç duyulan işletme sermayesi ve yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Şirketin belirtilen yöntemle değerlemesi TL bazlı yapılmıştır.

İNA değerleme yönteminde, beş farklı iş kolu baz alınarak satış projeksiyonları oluşturulmuştur.
İklimlendirme iş kolunda, HVAC Market Analysis raporuna göre 2026–2028 tahmin dönemleri için büyüme oranları sırasıyla %7,6, %8,1 ve %8,6 olarak öngörülmüştür. Bu kapsamda, iklimlendirme iş kolunda 2026–2034 yılları arasında şirket satışlarının, açılması planlanan şube sayısı ve sektörel büyüme varsayımları doğrultusunda %17,9 ile %6 aralığında reel büyüme göstereceği tahmin edilmektedir. Söz konusu büyümede, şirketin 2026–2029 yılları arasında her yıl 3'er yeni şube açması öngörülmüştür.
Güneş Enerjisi Santralleri (GES) kurulumu iş kolunda ise 2025–2034 dönemi için **%23,3** oranında yıllık bileşik büyüme performansı beklenmektedir.

Elektrik işleri segmentinde şirketin büyümesinde, inşaat sektöründeki büyüme ve yapı kullanım istatistikleri temel belirleyici dinamikler olarak dikkate alınmıştır. Buna ek olarak, şube sayısındaki artışların da büyümeyi destekleyici yönde etki yaratacağı öngörülmektedir. Şirketin 2025 yılında ihalesi alınmış ve 2026 yılında gelir olarak kaydedilmesi beklenen 312 milyon TL tutarındaki bakiye nedeniyle, 2026 yılında satış gelirlerinde yüksek bir artış beklenmektedir. Ayrıca, 2021–2025/09 döneminde elektrik işleri segmentinde yıllık bileşik büyüme oranı %201,6 seviyesinde gerçekleşmiştir. Hem geçmiş dönem gerçekleşmeleri hem de mevcut siparişlerin etkisiyle birlikte, 2025–2034 dönemi için elektrik işleri segmentinde %23,6 oranında yıllık bileşik büyüme performansı öngörülmektedir.

Mekanik işler segmentinde de elektrik işlerine benzer şekilde, önceki dönemlerden 2026 yılına sarkan ve satış geliri olarak kaydedilmesi beklenen işler bulunmaktadır. Bu kapsamda, söz konusu gelir büyüklüğünün 2025 yılının son çeyreği için 58,6 milyon TL, 2026 yılı için ise 201,1 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmektedir. Şirketin mekanik işler alanında 2025–2034 yılları arasında %25,1 oranında yıllık bileşik büyüme göstermesi beklenmektedir.

Elaris Elektrikli Araç Şarj İstasyonu iş kolunda ise şirket, mevcut durumda iklimlendirme ve taahhüt faaliyetlerini yürüttüğü müşteri kitlesine odaklanma stratejisini sürdürmektedir. Elektrikli araç şarj istasyonu alanında, ulusal çapta faaliyet gösteren büyük oyuncularla rekabetin sınırlı olacağı öngörülmektedir. Bu doğrultuda, 2025 yılı itibarıyla 71 olan soket sayısının, 2025 yıl sonu itibarıyla 77'ye, 2026 yıl sonu itibarıyla ise 210'a çıkarılması hedeflenmektedir.

Gerçekleştirilen projeksiyonlar neticesinde, şirketin brüt kar marjının 2030 yılına kadar %23,6 – %28 aralığında seyretmesi, 2030–2034 döneminde ise %28 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Faaliyet kâr marjının ise 2025–2030 yılları arasında %14,6 – %17,2, 2030–2034 yılları arasında ise %17,2 – %17,5 aralığında gerçekleşeceği öngörülmektedir.

AOSM	2025-2030	2031-2034
Risksiz Faiz Oranı	29% - 17,4%	14,7%
Piyasa Risk Primi	5,5	5,5
Beta	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	34,5% - 22,9%	20,2%
Borçlanma Maliyeti	37,9% - 21,1%	17,30
Vergi Oranı	25	25
Hedef Borç Oranı	48,3	48,3
Hedef Özkaynak Oranı	51,7	51,70
Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Maliyeti	31,6% - 19,5%	16,70

Kaynak: Üçay Mühendislik Fiyat Tespit Raporu

6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizi yönteminde, yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Yurt içinde **7**, yurt dışında ise örneklem büyüklüğünü artırmak amacıyla 131 şirket arasından seçilen 53 şirketin çarpan değerleri analiz kapsamına dâhil edilmiştir. Şirketin çarpan bazlı değerlemesinde yalnızca Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) rasyosu kullanılmıştır.

Yurt içi çarpan analizinde 0'ın altındaki ve 25x'in üzerindeki FD/FAVÖK değerleri uç değer olarak kabul edilerek analiz dışı bırakılmıştır. FAVÖK değeri olarak, 2025 yılı Eylül ayı itibarıyla son on iki aylık (LTM) gerçekleşen yaklaşık 528 milyon TL tutar hesaplamalara dâhil edilmiştir. Bu kapsamda, yurt içi analizde ortalama çarpan 9,7x olarak hesaplanmış ve buna bağlı olarak şirketin firma değeri 5.119,4 milyon TL olarak tespit edilmiştir.

Yurt dışı çarpan analizinde ise ortalama FD/FAVÖK çarpanı 10,2x olarak hesaplanmış ve şirketin firma değeri 5.413,9 milyon TL seviyesinde belirlenmiştir. Yurt içi ve yurt dışı çarpan analizlerinden elde edilen sonuçlar eşit ağırlıklandırılarak, çarpan analizi sonucunda şirketin firma değeri 5.266,6 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

6.3 Sonuç

Sonuç olarak değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi %40, Piyasa Çarpanları Yöntemi (FD/FAVÖK) %60 olarak ağırlıklandırılmıştır. Gerçekleştirilen ağırlıklandırma sonucu firmanın nihai değeri 5.863 milyon TL olarak hesaplanmıştır. %46,3 oranında uygulanan halka

Değerleme Sonucu	Firma Değeri (Milyon TL)	Ağırlık	Milyon TL
İndirgenmiş Nakit Akışları	6.568,00	40%	2.627,20
Piyasa Yaklaşımı - Benzer Şirket Çarpanları	5.394,00	60%	3.236,40
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)		**100%**	**5.863**
%46,3 İskonto Sonrası Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (TL)			**3.150**
Pay Adeti (TL)			175
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri (TL)			**18,00**

Kaynak: Üçay Mühendislik Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Kuveyt Türk Katılım Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi için gerekli varsayımların makul bir şekilde yapıldığını düşünüyoruz. Ayrıca piyasa çarpanları analizinde örneklem sayısının yüksek olmasının fiyat tespitinde sağlıklı bir sonuç elde edilmesini sağladığı görüşündeyiz.

Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla Üçay Mühendislik Enerji ve İklimlendirme Teknolojileri A.Ş. için belirtilen fiyatın makul olduğu ve hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı ve anlaşılabilir olduğu kanaatindeyiz.

Yasal Uyarı Notu: 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.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.