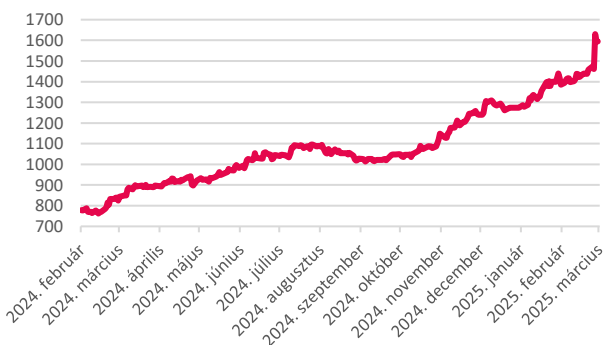


Magyar Telekom Nyrt.

Ajánlat: **vétel**

Egy éves célár: **1898 Forint**



Forrás: Bloomberg

Millió HUF	2023	2024	Változás (év/év)
Bevétel	849 372	967 478	13,9%
EBITDA	287 164	363 401	26,5%
EBIT	147 996	223 459	51,0%
Nettó profit	84 404	163 396	93,6%
EBITDA marzs	33,81%	37,56%	3,75%
EBIT marzs	17,42%	23,10%	5,67%
Profit marzs	9,94%	16,89%	6,95%

Forrás: Bloomberg, Magyar Telekom beszámoló

Árfolyam (2025.02.28.)	1 594 HUF	Nettó profit (millió HUF, elmúlt 12 hónap)	163 396
Részvények száma (millió db)	938,6	Bloomberg ticker	MTELEKOM HB
Közvezetési arány	34,22%	Osztalékhozam	2,7 %
Piaci kapitalizáció (milliárd forint)	1 496,2	52 hetes min./max.	762-1 630 HUF

Összefoglaló

- Az elmúlt években a Telekom inflációkövető áremelése, az eladósodottság csökkentése, a költségmenedzsment sikeresnek bizonyult. A jövőben várható a passzív infrastruktúra, azaz a tornyok, háztetőkön és egyéb helyszíneken elhelyezett tartószerkezetek kiszervezése.
- Elemzésünk alapján a részvény várható egy éves célára 1898 forint, ajánlásunk vétel. Célárunk a jelenlegi gazdasági, iparági és vállalati helyzetet és a ma ismert kilátásokat tükrözi.

A Magyar Telekom-ról röviden

- A Magyar Telekom két szegmensre bontja a működését, melyek az MT-Magyarország és Észak-Macedónia. A társaság legfelső irányító tulajdonosa a Deutsche Telekom AG. A Deutsche Telekom Europe B.V. birtokolja közvetlenül a Magyar Telekom részvényeinek 65,78%-át.
- A vállalat árbevétele főként a mobil- és vezetékes szolgáltatásokból, valamint a rendszerintegrációs és informatikai (RI/IT) szegmensekből származnak. A mobilkommunikáció alá sorolhatók a hang-, adat- és SMS-szolgáltatások, valamint a készülékértékesítések, a vezetékes kommunikációhoz pedig a vezetékes telefon-internet- és TV- szolgáltatások tartoznak. Az RI/IT szegmens nagyvonalakban a felhőszolgáltatásokat, adatközponti szolgáltatásokat, hálózati megoldásokat, valamint IT konzultációt és támogatást foglal magában. Az árbevétel közel 60%-a származik mobil, 30%-a vezetékes, 10%-a pedig RI/IT bevételekből.
- A Telekom a magyarországi 5G hálózat kiépítésében élen jár, saját mérési adatai alapján a hálózat kültéren már eléri a 60%-os lakosság arányos lefedettségét. Az 5G hálózat három frekvenciasávon is elérhető, 700MHz-en, 2100 MHz-en és 3500 MHz-en. A magasabb frekvenciasávok nagyobb forgalmú helyeken, mint például

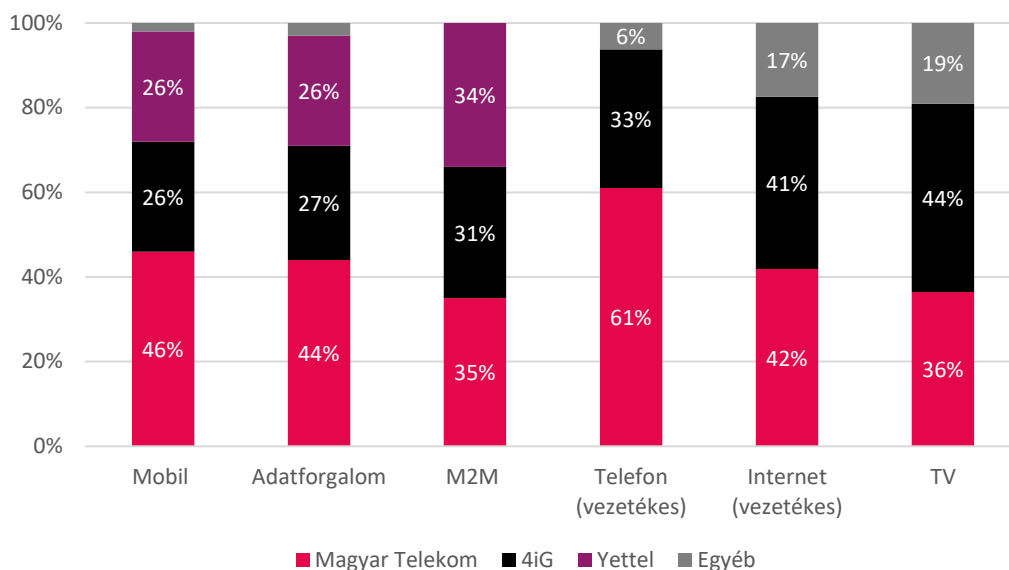
Budapesten, vidéki nagyvárosokban és főbb nyaralóhelyeken, tópartokon érhető el, ahol magasabb adatátviteli sebességet tudnak biztosítani a felhasználóknak. Az alacsonyabb frekvenciák, mint a 700MHz hosszabb hatótávval rendelkeznek, így nagyobb területet tudnak lefedni és jobban áthatolnak az épületeken és sűrű akadályokon, mint a magasabb frekvenciák. Az alacsonyabb frekvenciák adatátviteli sebessége viszont általánosságban lassabb, így a magasabb frekvenciák gyorsabb sebességet nyújtanak a felhasználóknak.

- A Telekom nagy hangsúlyt fektet a fenntarthatóságra, valamint társadalmi felelősségvállalásra. A vállalat fenntarthatósági stratégiája három fő pilléren áll, ezek: a klímavédelem, digitalizáció és a sokszínűség.
- 2030-ig a célkitűzések szerint az árbevétel legalább fele klímavédelmet szolgáló szolgáltatásokból érkezik majd, valamint jelentősen csökkentik a károsanyag kibocsátást a technológiai hulladék csökkentésével, fenntartható csomagolások bevezetésével, valamint a beszállítók kiválasztásánál is előtérbe kerül a karbonlányom mértéke.
- A digitalizációs célkitűzések szerint 2025-re a Gigabit-képes háztartások száma elérheti a 4 milliót, valamint az 5G lefedettség is 67%-ra nőhet. 2030-ig a menedzsment szerint minden háztartás Gigabit-képes lesz és az 5G lefedettség is az ország teljes területére bővül.

Az elmúlt évek főbb eseményei

- A hazai távközlési vállalatok jogszabály alapján a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) fogyasztóiár-indexe szerint hajtanak végre inflációkövető díjkorrekciót. A Magyar Telekom bejelentette, hogy 2025. április 1-jétől 3,7%-kal emeli tarifáit, összhangban a 2024-es éves átlagos inflációval. Korábban, 2023-ban a KSH által közzétett éves infláció 17,6% volt, de a vállalat 15%-os díjkorrekciót alkalmazott. A Magyar Telekom 2023 márciusában 14,5%-kal, 2024 márciusában pedig további 15%-kal növelte árait. Az inflációkövető áremelések hatására a vállalat bevételei 2023-ban közel 14%-kal, adózott eredménye pedig 25%-kal nőtt.
- Fontos kiemelni a magyar kormány döntését, hogy a hírközlési szolgáltatókat terhelő közműadó- fizetési kitelezettséget 2024-től, a távközlési pótdadót pedig 2025-től megszünteti. A Telekom (adó)költségei ezáltal jelentősen csökkennek, a 2023-es évben a két adó együttesen több mint 35 milliárd forint kiadást jelentett a vállalatnak.
- Az adók megszüntetésével párhuzamosan a Telekom vállalta, hogy Magyarországon 2027-ig 4,5 millió háztartásban és vállalatnál biztosítja a gigabit képes hálózathoz való hozzáférést, valamint 2026-ig 99%-ra bővíti a lakosság-arányos külső 5G lefedettséget. A vállalat 123 milliárd forintos befektetés mellett tervezi elérni a szükséges fejlesztéseket a 2024 és 2027 közötti időszakban.
- A hazai távközlési piac leginkább egy oligopol piacnak nevezhető, amit néhány nagy szereplő „ural”. Ebből kifolyólag a verseny kicsi, új ügyfelek részben másik szolgáltatótól való átcsábítással érhető el. A 4iG piacra lépésével tovább konszolidálódik a piac, miután a cégcsoport felvásárolta a Vodafone-t és a DIGI-t. A 4iG a Magyar Telekom két legnagyobb versenytársának felvásárlásával jelentős piaci részesedéshez jutott, amely tulajdonképpen három szereplőre bontotta a magyar vezetékes távközlési piacot.

Magyar távközlési vállalatok piaci részesedése szegmensek szerint

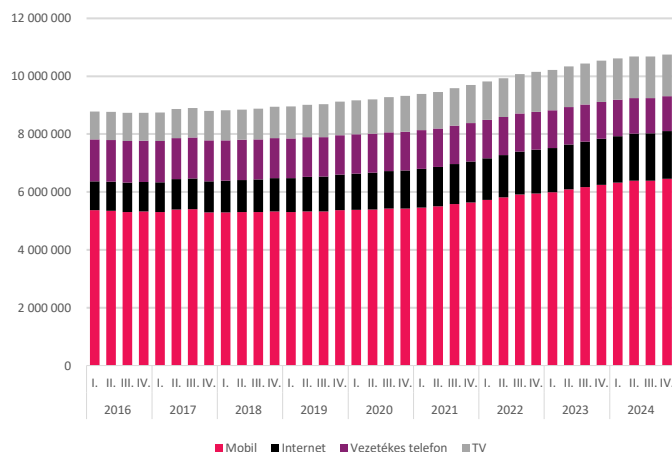
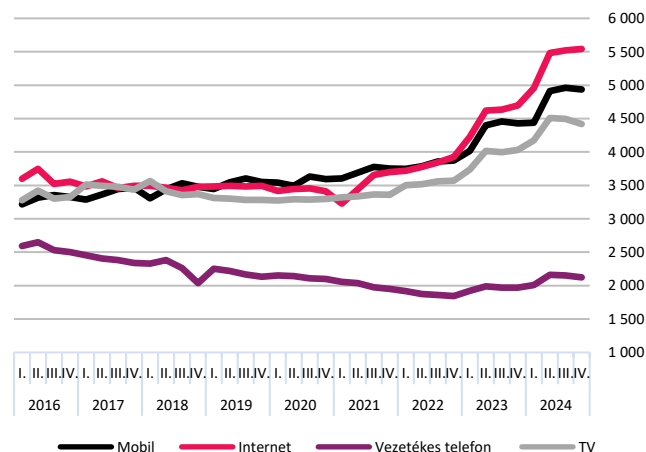


Forrás: NMHH, MBH Befektetési Bank

- A Telekom piaci részesedés alapján a magyar távközlési szektor élén áll. A szegmensek szerinti bontásból látható, hogy a mobil és adatforgalom piacán a Telekom szinte állandó, 45% körüli fölényrel rendelkezik. Az M2M-piacon a Telekom nem volt mindig piacvezető. 2020-ban még a Vodafone (most már 4iG része) uralta a piacot 44%-os piaci részesedéssel, amit a lassú (7%-os) éves növekedésével nem tudott megtartani és a Yettel vette át a vezetést 17%-os éves növekedésével. 2023 végére a Telekom utolérte, valamint le is előzte a Yettel a kiemelkedő (28%-os) éves növekedési ütemével és piacvezetővé vált az M2M piacon is.
- A lakossági vezetékes szolgáltatások terén a 4iG jelentős piacot nyert a DIGI és Vodafone felvásárlásával. A vezetékes internet szegmensben már csak 1%-kal marad el a Telekomtól, míg a TV szegmensben meg tudta előzni a DIGI magas (26%) részesedésének köszönhetően. Fontos azonban kiemelni, hogy úgy gondoljuk, hogy a 4iG a jelenlegi helyzetben nem feltétlenül a piaci részesedés növelésére, hanem a felvásárolt vállalatok összehangolására összpontosít, így a piac tovább konszolidálódhat.

Befektetési sztori, jövőbeli kilátások

- A Magyar Telekom növekedési sztorija már nem feltétlen az előfizetők számának bővülésétől, hanem főként az egy hozzáférésre (felhasználóra) jutó átlagos árbevétel (ARPU) növekedésétől várható. A bevételek növekedését a mobil szolgáltatásoktól – legfőképp adatforgalom – és a szélessávú internettől várjuk. A TV szolgáltatáshoz köthető bevételeknél is növekedést remélünk, azonban a közeljövőben itthon is megfigyelhető lehet a „cord cutting” nevű jelenség, ahol a felhasználók lemondják a TV előfizetést és inkább a streaming szolgáltatóknál elérhető tartalmakat választják. A Telekom TV szolgáltatásánál még nem figyelhető meg ez a jelenség, éves szinten nőnek az előfizető számok, azonban a jövőben ennek valószínűsége nem elhanyagolható. A menedzsment a jelenség csökkentésének érdekében különböző streaming szolgáltatásokat nyújt, mint például a Telekom TV GO, vagy FilmKlub, de kiegészítőként elérhetők még Netflix vagy Max előfizetések, amellyel töreksenek az ügyfelek megtartására. A vezetékes telefon előfizetések száma évek óta csökkenő trendet követ, ettől a jövőben sem várunk változást.
- A három szolgáltatásra (TV + internet + vonalas telefon) előfizetők száma csökken, azonban a TV + internet csomag népszerűsége töretlen, a Telekom kedvezményes csomag ajánlatokon keresztül igyekszik megtartani az előfizetőket.

Bevételt generáló egységek (RGU) darabszáma

Egy felhasználóra jutó átlagos árbevétel (ARPU) forintban


Forrás: Magyar Telekom Nyrt. negyedéves beszámoló, MBH Befektetési Bank

- A Magyar Telekom új osztalékpolitikája jelentős változást hozott a részvényesi javadalmazás terén. A korábbi 60-80 százalékos kifizetési sáv helyett mostantól a módosított adózott eredmény akár 100 százaléka is a részvényesekhez kerülhet osztalék és részvény-visszavásárlás formájában. Bár ez nem garantálja a teljes profit kifizetését, a lehetőség adott, és a Deutsche Telekom, mint többségi tulajdonos, valószínűleg támogatja a magasabb juttatási szintet.
- A 2025-ös évre a menedzsment 190 milliárd forintos módosított profitot céloz meg, amelynek akár teljes egészét is a részvényesek kaphatják. Az idei 70-30 százalékos osztalék-részvényvisszavásárlási arány alapján számolva 130 milliárd forint osztalék kifizetésére lehet számítani, amely részvényenként 150 forintot jelentene.
- A vállalat pénzügyi helyzetét tovább erősíti, hogy a különadók kivezetése és az inflációkövető áremelési mechanizmusok révén stabilan növekvő bevételekre számíthat. A profitból beruházások és fejlesztések mellett a részvényesi kifizetések is egyre nagyobb szerepet kapnak, amelyből jelentős mértékben részesül a Deutsche Telekom, hiszen tulajdoni hányada az osztalékból a jelenlegi 68 százalékról akár 73 százalékra is nőhet a következő években.
- A Magyar Telekom bejelentette, hogy megkezdi passzív mobil infrastruktúrájának leválasztását egy 100%-os tulajdonú leányvállalatba. Az Igazgatóság döntése értelmében a menedzsment megkezdheti a szükséges pénzügyi, számviteli és jogi előkészítéseket. A vállalat korábban stratégiai elemzést végzett, amely során mintegy 2800 helyszínt azonosított, ahol az érintett infrastruktúra – tornyok, háztetőkön és egyéb helyszíneken elhelyezett tartószerkezetek – található.
- A tervek szerint 2025 májusában Rendkívüli Közgyűlést hívnak össze, amely dönthet a szétválásról, és a folyamat 2025 végéig lezárulhat, ha minden szükséges jóváhagyás megszületik. A kezdeményezés illeszkedik a nemzetközi trendekhez, amelyek célja a távközlési vállalatok rugalmasságának és versenyképességének növelése. A Magyar Telekom számára ez a lépés lehetőséget biztosíthat üzleti modelljének újragondolására és vállalati értékének növelésére.
- A passzív mobil infrastruktúrája leválasztása nemcsak szervezeti átalakulást jelent, hanem pénzügyi szempontból is jelentős lépés lehet. Az iparági összehasonlítások alapján az újonnan létrejövő infrastruktúra-cég értéke körülbelül 700 millió euróra becsülhető, ami a Magyar Telekom jelenlegi piaci kapitalizációjának megközelítőleg 21%-át teszi ki. A vállalat EBITDA értéke az infrastruktúra-cég esetében 35–40 millió euróra

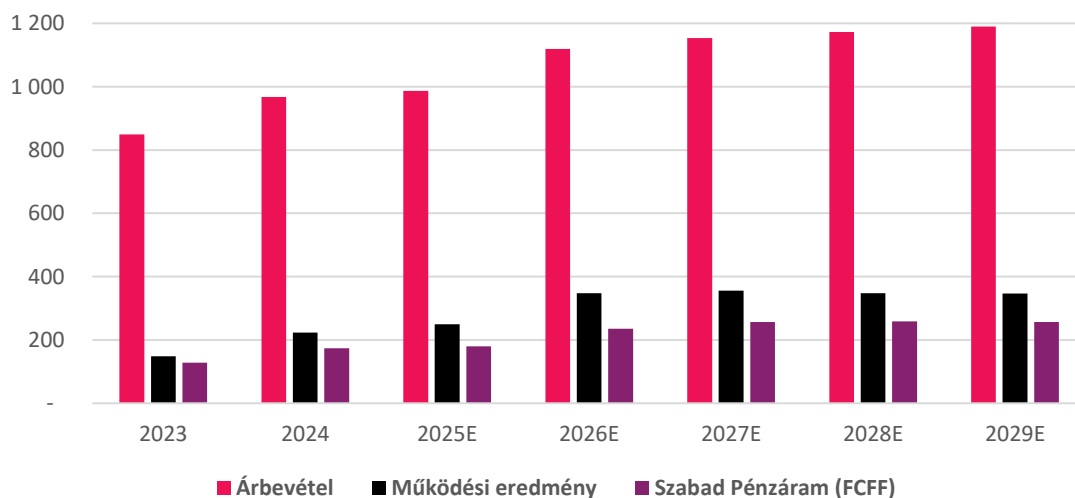
tehető. Mivel a Magyar Telekom a tornyokat leválasztja, majd visszabérli azokat, ez az összeg várhatóan a bérleti díjakban jelentkezik, így a Telekomnak ezt az összeget évente ki kell majd fizetnie.

- Az európai távközlési szektorban az elmúlt években több hasonló tranzakció történt, ahol telekommunikációs cégek eladták passzív infrastruktúrájukat különálló vállalatoknak, amelyek közül több végül tőzsdére is lépett. Ezért nem kizárt, hogy a Magyar Telekom leválasztott infrastruktúra-cége is tőzsdére kerülhet a jövőben. A szétválásról a Magyar Telekom várhatóan 2025 májusában tart Rendkívüli Közgyűlést, amely döntést hozhat a folyamat végrehajtásáról. Ha minden feltétel teljesül, a tranzakció 2025 végére lezárulhat.

Pénzügyi modell

- A diszkontált cash-flow (DCF) modell 5 évet vesz figyelembe, 2025 és 2029 között. Az átlagos súlyozott tőke költség (WACC) számításaink szerint 10,1%, ahol a saját tőke költsége 11,6%, – itt figyelembe vettük a 10 éves magyar referencia hozamot (6,69%) és országkockázati prémiumot (6,87%) – az adózás utáni hiteltőke költsége pedig 7,65%.
- A társaság adókulcsát 18%-ban határoztuk meg.
- A végső cégérték (Terminal Value) megállapítását EV/EBITDA alapon határoztuk meg, aminek az értéke átlagosan 4,7 a versenytárs elemzés alapján. Azzal a feltételezéssel élünk, hogy az 5. év után a vállalat hasonló EV/EBITDA arányon értékesíthető lenne, így ez jó közelítést ad a végső cégértékre és nem tartalmaz akkora bizonytalanságot, mintha az 5. év utáni hosszú távú növekedést próbálnánk meg előre jelezni.
- Számításaink és a Telekom menedzsment jelentése alapján az árbevétel 2025-ben az inflációs díjkorrekció hatására a mobil és vezetékes szegmensek kb. 2%-ot növekedhetnek. Az infláció alacsonyabb szintekre süllyedésével az ezt követő években nem számítunk arra, hogy a Telekom kétszámjegyű díjkorrekciót hajtana végre, így a bevételek is lassabb ütemben növekedhetnek. Az árbevétel növekedést legnagyobb mértékben a mobiladatforgalom és vezetékes internet hajthatja, ami ellensúlyozza a hangalapú bevételek várható csökkenését.

A Telekom árbevételének, működési eredményének és szabad pénzáramának alakulása



Forrás: Magyar Telekom Nyrt. beszámoló, MBH Befektetési Bank

- A működési költségek terén jelentős megtakarítást jelent a közműadó és a távközlési pótdadó kivezetése, az előbbi már a 2024-es, utóbbi pedig 2025-ös év eredményeiben tükröződik. A két költségsor együttesen több mint 35 milliárd forint megtakarítást jelent a Telekomnak. Az energiaköltségek soron is jelentős csökkenés várható az orosz-ukrán háború miatt megugrott energiaárak normalizálódásával.
- A számításaink szerint az EBIT mérsékelt 13,5%-ot nőhet a 2024-as évhez képest, a marzsok pedig ezzel együtt is jelentősen emelkedhetnek. A 2025-es évre 40%-os EBIT marzsot várunk, ami a következő években is ezen a szinten fog mozogni.

Milliárd Forint	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Árbevétel	849	967	994	1 037	1 067	1 083	1 097
Mobil	565	583	619	643	653	660	715
Vezetékes	308	316	321	324	328	333	367
RI/IT	94	95	98	100	102	104	108
Működési költségek	646	750	743	778	805	831	849
Működési eredmény	109	223	257	266	268	258	254
Értékcsökkenési leírás és amortizáció	140	144	148	153	158	159	159
EBITDA	248	363	401	414	421	415	413
Tőkeberuházás (CAPEX)	160	146	164	145	149	141	132
Nettóforgótőkeváltozása	-2	3	6	3	3	2	2
Szabad Pénzáram (FCFF)	69	174	185	219	221	226	234

Forrás: Magyar Telekom Nyrt. beszámoló, MBH Befektetési Bank

Diszkontált Cash Flow modell

Végső érték	1 968
(-) Bruttó adósság	330
(-) Nem irányító részesedések	48
(+) Készpénz	6
Fair érték	1 596
Részvények száma (Milliárd db)	939
Egy éves célár likviditási diszkonttal (Ft)	1898

Forrás: MBH Befektetési Bank

- A modell érzékenység vizsgálatot is tartalmaz, ugyanis az éves célárat nagyban befolyásolja a tőke költség (WACC) és a végső értékhez szükséges EV/EBITDA alakulása. A tőke költség egyik fontos változója a 10 éves magyar kockázatmentes hozam alakulása, amelynek várható csökkenése esetén a WACC is mérséklődhet, ami végső soron felfelé emeli a modellünk célárát.

A részvényárfolyam egy éves célára a különböző scenáriók alapján (HUF)

		EV/EBITDA						
		2,65	3,15	3,65	4,15	4,65	5,15	5,65
WACC	8,6%	1547	1711	1874	2037	2200	2363	2527
	9,1%	1511	1670	1830	1989	2149	2308	2468
	9,6%	1475	1631	1787	1943	2099	2255	2411
	10,1%	1440	1593	1745	1898	2050	2202	2355
	10,6%	1407	1556	1705	1854	2003	2152	2301
	11,1%	1374	1519	1665	1811	1956	2102	2248
	11,6%	1341	1484	1626	1769	1911	2054	2196

Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg, Magyar Telekom Nyrt. beszámolók

Peer-group (versenytárselemzés)

- A versenytársak értékeltségi szintjeit megvizsgálva látható, hogy a Magyar Telekom nem mondható túlértékeltnek, sőt, az EV/EBITDA és P/E mutatók alapján a vállalat átlag alatti szinteken forog. A Telekom nettó adósság/EBITDA rátája kiemelkedő a peer-grouphoz képest, ami a jövőben véleményünk szerint mérséklődni fog a nettó adósság csökkenésével.
- A Magyar Telekom tőkearányos nyereség (ROE) alapján átlag felettinek mondható a 20,4%-os szintjével, az osztalékhozam viszont elmarad a peer-group átlagától. A marzsokat megfigyelve látható, hogy az EBITDA marzs a versenytársakhoz hasonló szinten forog, azonban a profit marzs érdemben felülteljesíti a versenytársakat.
- A hazai távközlési piacon a Magyar Telekom legnagyobb versenytársának a 4iG tekinthető, aki felvásárlások révén három nagyszereplőre osztotta a piacot. (A harmadik nagy szereplő, a Yettel, nem tőzsdén jegyzett cég) Az értékeltségi mutatók alapján azonban látható, hogy a 4iG jelenleg el van maradva a Telekomtól. Az újra strukturálási költségek, valamint a Vodafone felvásárlásához felvett jelentős mennyiségű hitel rövid távon nehézséget okozhat a 4iG-nek, azonban hosszabb távon mindenképpen számolni kell az igaz, csak néhány szereplős versennyel.
- A Magyar Telekom vizsgált pénzügyi mutatói és piaci pozíciója alapján erős helyzetben van a versenytársakhoz képest, amit jó eséllyel sikerül fenntartani a jövőben is.

Név	Piaci kapitalizáció (milliárd HUF)	P/E	P/S	P/B	EV/EBITDA	Nettó adósság/EBITDA	ROE	Osztalékhozam (%)	EBITDA marzs (%)	Profit marzs (%)
MAGYAR TELEKOM	1 554	7,9	1,6	1,8	4,8	0,9	20,4	2,7	33,3	14,1
4IG	517	-	0,7	5,5	-	3,5	-52,3	-	32,9	-7,9
HRVATSKI TELEKOM	1 295	19,8	3,0	2,0	6,7	-0,5	8,6	3,7	39,3	12,2
DIGI COMMUNICATIONS	542	11,4	0,4	0,9	-	1,3	50,7	1,8	115,1	33,7
ORANGE POLSKA	1 085	11,7	0,9	0,8	5,4	1,6	6,7	5,5	29,3	5,9
TELENOR	6 725	17,0	2,5	2,6	8,2	2,5	27,1	6,6	38,9	8,5
TELEKOM SLOVENIJE	234	-	0,8	0,9	-	1,6	8,2	6,9	34,7	4,7
TELEKOM AUSTRIA	2 252	8,8	1,0	1,1	3,8	1,1	13,1	4,2	35,1	12,5
VODAFONE GROUP	8 396	10,0	0,7	0,4	5,9	3,2	4,2	8,1	-	5,8
TELIA	4 964	17,6	1,5	2,5	6,8	2,8	13,0	5,8	29,1	-2,2
Átlag	2 757	13,0	1,3	1,8	5,9	1,8	10,0	5,0	43,1	8,7
Medián	1 425	11,5	1,0	1,5	5,9	1,6	10,8	5,5	34,7	7,2

Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg

Kockázatok

- A Magyar Telekom szempontjából fontos kockázati tényező a piaci szabályozás. Az új törvények vagy rendeletek befolyásolhatják az árakat, a szolgáltatások nyújtásának módját vagy minőségét, de akár a piaci szereplők viszonyát vagy versenyhelyzetét. Ilyen törvények lehetnek például a frekvenciaspektrumok licencéhez tartozó esetleges szabályozások, amelyek jelentős hatással lehetnek a vállalat teljesítményére.
- Jelentős kihívást jelenthet a vállalatnak a távközlési piac új trendjeihez és technológiáihoz (AI, IoT, 5G) való alkalmazkodás. A legújabb trendekről való lemaradás jelentős hátrányt jelenthet a versenytársakkal szemben.
- Az Európa szinten megemelkedett energiaárak jelentős nyomást helyeztek a vállalatra az energiaköltségek terén. A nagyrészt orosz-ukrán háborúnak és a bevezetett szankcióknak betudható energiaár növekedés 2022-ben tetőzött, azonban még a későbbi években is megfigyelhető a hatása. A zöld átmenet és a környezetvédelmi szabályozások szigorítása az energiaárak növekedéséhez vezethet, ugyanis a megújuló erőforrásokra való átállás költségei átmeneti áremelkedést okozhatnak. A Telekom eredményességére jelentős hatással van az energiaárak alakulása, kiszámíthatatlansága miatt kockázati tényezőként kell rá tekinteni.
- A magyarországi gazdasági környezet alakulása, a háborús konfliktusok esetleges eszkalálódása és egyéb makrogazdasági tényezők is hatással lehetnek a társaság eredményeire. Az inflációs környezet és a forint árfolyam ingadozása a csoport költségeire is hatással van, egy esetleges gazdasági visszaesés pedig kedvezőtlenül hatna az eredményekre.
- A Telekommunikációs vállalatok népszerű célpontjai lehetnek a hackertámadásoknak, mivel nagy mennyiségű érzékeny információkat tárolnak. A felhőbe való átállással a kiberbiztonságra nagyobb hangsúlyt kell helyezni, hogy a Telekom hatékonyan védje az ügyfelek privát információit a hackertámadások ellen, valamint megfeleljen a szigorú jogszabályi előírásoknak.

Az elemzés lezárva 2025 március 10. 17:00

Péter Milán
junior részvénytőke elemző

Befektetéselemzés

MBH Befektetési Bank Zrt.
H-1056 Budapest, Váci utca 38.
peter.milan@mbhbank.hu
mbhbefektetesibank.hu

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MBH Befektetési Bank Zrt. (székhely: 1117 Budapest, Magyar Tudósok körútja 9.G.sz.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-041206; tev. eng. sz.: III/41.086/2022., EN-III/M-608/2009.; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina körút. 55. sz.; továbbiakban: a Bank) készítette.

2. Jelen dokumentumban közölt megállapítások, mint befektetési elemzés a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alapján objektív és független magyarázatnak, azaz befektetéssel kapcsolatos kutatásnak minősül, továbbá az Európai Parlament és a Tanács 596/2014/EU rendelete szerint befektetési ajánlásnak minősül. A jelen dokumentumot a Bank az ügyfelei vagy a nyilvánosság körében kívánja terjeszteni, vagy más személyek számára oly módon biztosít hozzáférést, amely alapján jelen dokumentum nyilvánosságra kerülhet.

3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.

A Bank kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valóságáról, pontosságáról, helyállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított szakmai megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat, ajánlásokat.

5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körültekintően mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról, valamint a befektetésre vonatkozó döntésének meghozatalát megelőzően forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját!

További tájékoztatás elérhető a www.mbhbeftetesibank.hu honlapon, továbbá az MBH Bank Nyrt. fiókjaiban, valamint az www.mbhbank.hu honlapon. Az MBH Bank Nyrt. az MBH Befektetési Bank Zrt. közvetítőjeként jár el.

6. Ajánlások:

- **Overweight: (felülsúly):** Az „Overweight (felülsúly)” besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan meghaladja az iparág átlagos hozamát vagy az index referenciaértékét a következő 12 hónapban.
- **Underweight (alulsúly):** Az „Underweight” (alulsúly) besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan az egész iparág átlagos hozama vagy az index referenciaértéke alatt marad a következő 12 hónapban.
- **Equal weight:** Az equal weight besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan megegyezik a teljes iparág átlagos hozamával vagy az index referenciaértékével a következő 12 hónapban.
- **Vétel (Buy):** a teljes megtérülés várhatóan meghaladja a 10% -ot a következő 12 hónapban.
- **Semleges (Neutral):** A teljes megtérülés várhatóan -10 - + 10% között lesz a következő 12 hónapban.
- **Eladás (Sell):** A teljes megtérülés várhatóan -10% alatt lesz a következő 12 hónapban.
- **Felülvizsgálat alatt (Under revision):** Ha új információk látnak napvilágot, ez várhatóan jelentősen megváltoztatja az értékelést.

7. **Célárfolyam:** Célárunk meghatározása 12 havi alapon történik, osztalék nélkül, hacsak másként nem jelezzük.

8. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani. A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és a piacképzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.

9. A Bank rendelkezik a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabályzattal, mely intézkedések az Európai Bizottság 2016/958 felhatalmazáson alapuló rendeletében írt, az összeférhetlenségek megelőzésére és elkerülésére létrehozott hatékony belső szervezeti és igazgatási megoldásoknak, valamint információs korlátoknak minősülnek. Az elemzés elkészítésében részt vevő személyek javadalmazása nem kapcsolódik közvetlenül a 2014/65 EU irányelv 1. számú melléklet A és B szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatási tevékenységek nyújtásához vagy a Bank vagy más, vele azonos pénzügyi csoporthoz tartozó jogi személy által végzett tranzakciókhoz, illetve a Bank vagy a vele azonos pénzügyi csoporthoz tartozó vállalkozás által kapott jutalékhoz.

10. A jelen dokumentumban érintett termék/pénzügyi eszköz kibocsátója nem rendelkezik a Bank teljes jegyzett tőkéjének 5%-át meghaladó részesedéssel. A Bank a jelen dokumentum tárgyát képező pénzügyi eszköz tekintetében árjegyzőként vagy likviditás biztosítójaként nem jár el. A Bank a kibocsátó pénzügyi eszközei bármilyen nyilvános kibocsátásának vezető szervezője vagy társ-vezetőszervezője nem volt az előző 12 hónapban. A Bank a 2014/65/EU irányelv I. mellékletének A.

és B. szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatások nyújtására vonatkozóan a kibocsátóval kötött megállapodásnak nem részes fele. A Bank nem rendelkezik a jelen dokumentumban érintett kibocsátó teljes jegyzett tőkéjének 0,5 %-át kitevő küszöböt meghaladó nettó hosszú vagy rövid pozícióval.

11. A Bank megfelelő belső eljárásrendet alakított ki a (i) befektetéssel kapcsolatos kutatás elkészítésében részt vevő pénzügyi elemzők és egyéb érdekelt személyek személyes ügyleteire vonatkozóan; (ii) a befektetési elemzések elkészítésében részt vevő pénzügyi elemzők és egyéb érdekelt személyek fizikai elkülönítésének biztosítására; ezen felül a megfelelő információs korlátok is felállításra kerültek (iii) az ösztönzők elfogadására és a javadalmazásra vonatkozóan.

12. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.

13. A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2025. március 10. (17:00)

A kiadvány készítője: Péter Milán, junior részvénytőke elemző, MBH Befektetési Bank Zrt., 1056, Budapest, Váci utca 38.

14. A Magyar Telekom Nyrt. elemzésének kezdete: 2024. augusztus 30. Első elemzésünkben a részvény egy éves célára 1238 forint volt. Aktuális elemzésünk szerint az egy éves célár 1898 forint, amely 53%-kal magasabb. Az aktuális és korábbi elemzések az alábbi honlapon, linken érhetők el:

[Részvények \(mbhbefektetesibank.hu\)](https://mbhbefektetesibank.hu)

15. Az alkalmazott értékelési eljárások:

EV/EBITDA

Az EV/EBITDA mint értékelési mutató annak az eldöntésében segít, hogy egy adott részvény (vagy a részvényekből összeállított index) drága-e vagy sem. Hasonló a P/E rátához, csak ebben az esetben a nevező az EBITDA, azaz a kamat, adófizetés és amortizáció előtti eredmény. Mivel ezek az időkben és értékben is ingadozást mutató tételek kiszűrésre kerülnek, nem annyira volatilis, mint a P/E, hiszen az egy részvényre jutó nettó eredményt egyedi tételek jelentősen befolyásolhatnak. A számlálóban lévő EV, azaz „enterprise value” a cég tartós finanszírozásának piaci értéke, amely nem más, mint a teljes részvénykapitalizáció és a teljes pénzügyi adósság összege, amelyből le kell vonni a mérlegben lévő készpénz- és készpénzegenértékesek értékét. A mutató alakulása független a tőkeszerkezettől, hiszen, ha egy vállalat bankhitelt vesz fel vagy kötvényt bocsát ki, akkor a P/E mutatója alacsony lesz és így olcsónak tűnik. Ellenben, ha a cég részvényt bocsát ki és abból kifizeti az adósságát, akkor a P/E mutatója magasabb értéket mutat, miközben a társaság „enterprise value”-ja nem változik. Az EV tartalmazza a részvények és az adósság értékét is, így független a tőkeszerkezettől.

P/E MUTATÓ

Az árfolyam/nyereség (P/E) mutató a részvény árfolyama és az egy részvényre jutó adózott nyeresége hányadosaként értelmezhető. Jelentése leegyszerűsítve az, hogy hány év alatt termeli meg az adott cég az árának megfelelő nyereséget a társaság.

ROE (SAJÁTTŐKE-ARÁNYOS NYERESÉG)

A részvényesek számára egy kiemelten fontos jövedelmezőségi mutató. Azt mutatja meg, hogy egységnyi saját tőkére vetítve mekkora profitot termel a társaság. A ROE gyakorlatilag a befektetés megtérülését fejezi ki.

Technikai elemzés

A technikai elemzés egy pénzügyi instrumentum múltbeli árfolyammozgásaiból készített grafikon alapján vonhatók le következtetések az árfolyam jövőbeli irányát illetően. A technikai elemzés az instrumentum várható mozgásával kapcsolatos előrejelzéseket fogalmaz meg. Ehhez számos eszköztár áll rendelkezésre, de alapvetően négy fő csoportot lehet megkülönböztetni. A japányertya- és trendelemzést, a grafikonokon vizsgált alakzatokat és a matematikai formulából álló indikátorokat.

Diszkontált cash flow értékelés

A diszkontált cash flow alapú értékelési (discounted cash flow valuation) módszer egy vállalat (vagy projekt, eszköz, üzlet stb.) értékelésére szolgál a szabad pénzáramlások időértéke alapján. A modell előrejelzi a vállalat által megtermelt szabad cash flow-kat, és azt a súlyozott átlagos tőkealkotással (weighted average cost of capital - WACC) diszkontálja. A szabad cash flow a vállalkozás által megtermelt és a befektetők között felosztható pénzmennyiség. A WACC a befektetők által elvárt megtérülési rátát jelenti. Ha egy vállalkozás kockázatosabb, a számított megtérülési ráta, a WACC magasabb lesz.

Diszkontált cash flow modell (DCF)

A vállalatokat jellemzően ötéves előrejelzési időszakot értékelve elemezzük. Bizonyos esetekben az előrejelzési időszak eltérhet az öt évtől. Ebben az esetben jelezzük az eltérést. A cash flow-kat a vállalat WACC-jával diszkontáljuk, hacsak ezt másképp nem jelezzük.

Az első lépésben a vállalat pénzáramlását kell előrejeleznünk. A vállalat szabad pénzáramlása (free cash flow to firm - FCFF) a kamat- és adófizetés előtti eredményen (EBIT), az adókulcs, az értékcsökkenési leírás (D&A), a működőtőke nettó változásán és a tőkebefektetéseken (CAPEX) alapul. A modell maradványértékkel is kalkulál (terminal value), amely alapulhat a hosszú távú növekedésen vagy olyan mutatószámokon, mint az EV/EBITDA, vagy az EV/EBIT. A maradványérték előrejelzése kulcsfontosságú, mivel jellemzően a nettó jelenérték több mint 50%-át teszi ki.

Diszkontráta (WACC)

A vállalat súlyozott átlagos tőkealkotása (weighted average cost of capital) függ az iparágtól, a kockázatmentes rátától (risk free rate), az adótól, a hitelalkotástól (cost of debt). A saját tőke költségét (cost of equity) a CAPM-modell segítségével számítjuk ki, ahol a független változók a kockázatmentes hozam (risk free rate), az ipárág-specifikus tőkeáttétel (vagy tőkeáttétel nélküli) béta (industry specific (levered) beta) és a részvénykockázati prémium (equity risk premium). A WACC a tőkeszerkezettől függ, ezért a tulajdonosi tőke/adósság arányának előrejelzése döntő fontosságú.

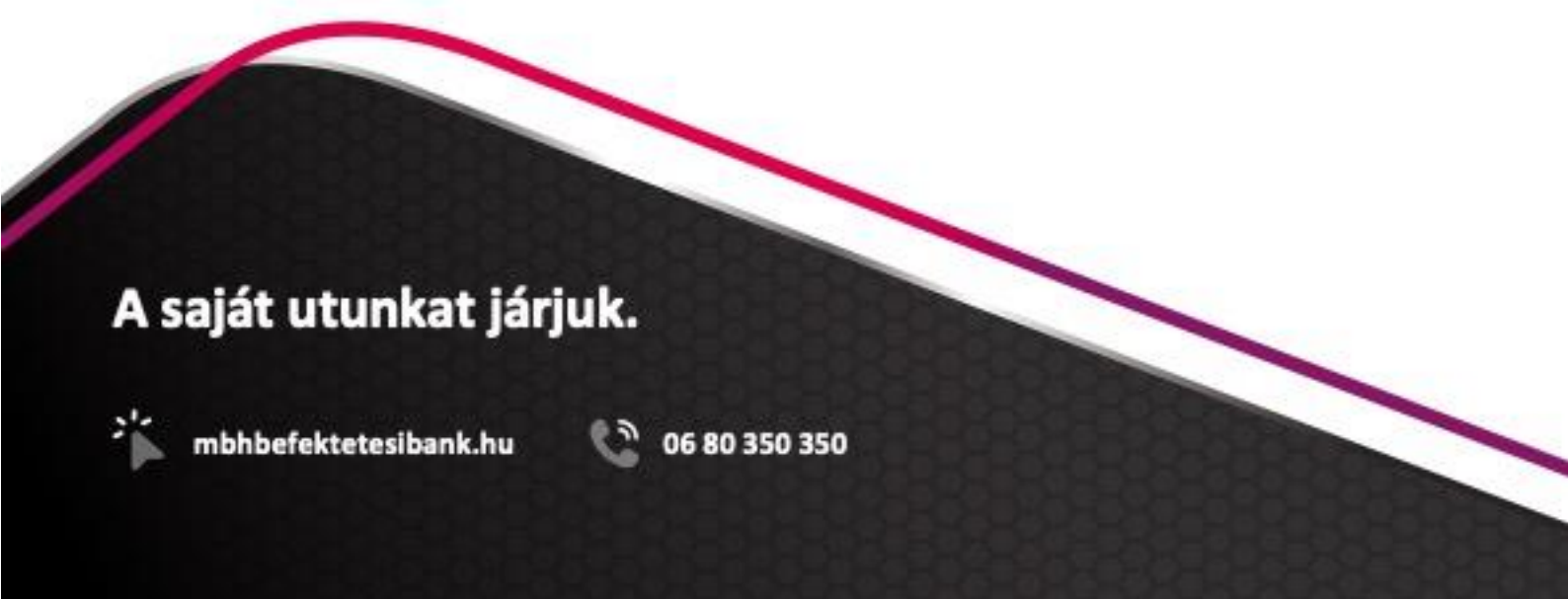
Ezt követően megkapjuk a vállalatértéket (enterprise value - EV). Az utolsó lépésben az EV-t csökkentenünk kell a nettó adóssággal. Ezeket a számokat elosztva a forgalomban lévő részvényekkel megkapjuk a részvények célárát.

A diszkontált cash flow modell érzékenységi elemzést (sensitivity analysis) tartalmaz, amely a WACC, a hosszú távú növekedés, vagy az alkalmazott mutatószámok változásának hatásait veszi figyelembe, amelyen a maradványérték alapul.

Célfolyamunk 12 hónapos alapon, osztalék nélkül értendő, hacsak nem kerül másként meghatározásra.

Peer group (összehasonlító csoport) értékelés

Összehasonlításként peer group értékelést használunk. Az elemzés olyan fontos mutatókon és szorzókon alapul, mint a P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, piaci kapitalizáció, P/S, EBITDA árrés, nettó adósság EBITDA-hoz viszonyítva, EBITDA növekedés, osztalékhozam és ROIC. Ha az érintett iparág indokolja, más szorzókat is használhatunk. Az összehasonlító csoportot a vállalatok fő tevékenységének iparága szerint állítjuk össze, tekintettel a régióra (DM vagy EM piac).

**A saját utunkat járjuk.**mbhbefektetesibank.hu

06 80 350 350