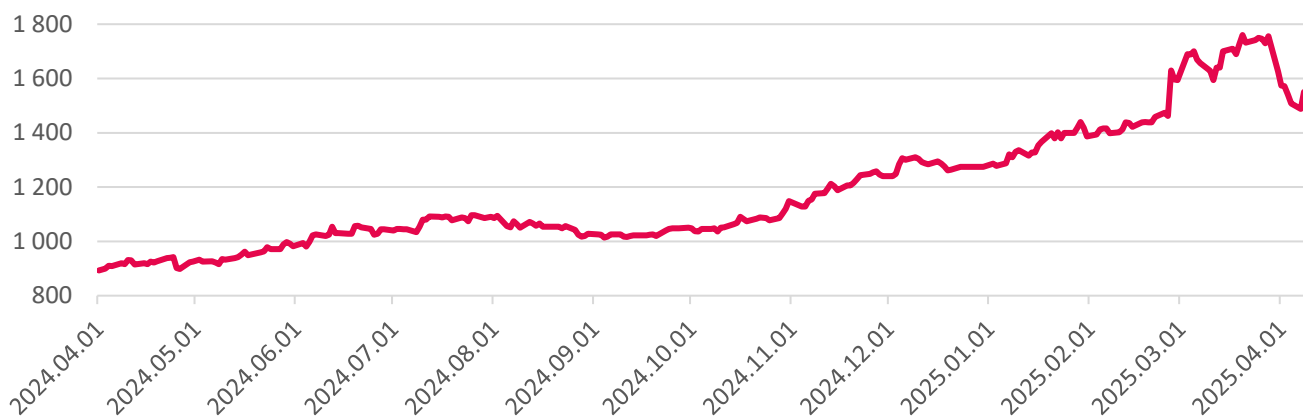


Magyar Telekom Nyrt. – Rendkívüli Modellfrissítés

Ajánlat: **vétel**

Egy éves célár: **1826**



Forrás: BÉT

Összefoglaló

- A Magyar Telekom visszavonja a 2025. április 1-jére tervezett 3,7%-os inflációkövető díjkorrekciót, és legalább 2026 első félévének végéig nem hajt végre egyoldalú áremelést vagy inflációkövető díjkorrekciót a fogyasztói körében.
- A döntés hátterében a kormány inflációcsökkentő törekvései és a Nagy Márton által kezdeményezett egyeztetések állnak, melyeken a kormány önkéntes díjcsökkentést sürgetett, különben szabályozási eszközöket helyezett kilátásba.

Az elmúlt hetek eseményei

- A Magyar Telekom bejelentette, hogy 2025-ben nem hajtja végre a korábban tervezett, 3,7%-os inflációkövető díjkorrekciót a fogyasztói körében. A társaság döntése értelmében legalább 2026 első félévének végéig nem kerül sor egyoldalú áremelésre vagy inflációhoz kötött díjmódosításra. Ezzel párhuzamosan a Telekom módosítani fogja általános szerződési feltételeit is, hogy azok összhangban legyenek az új vállalással. A szolgáltató reményei szerint az intézkedés révén szélesebb ügyfélkör számára válhatnak elérhetővé szolgáltatásai.
- A döntést közvetlenül megelőzte Nagy Márton gazdaságfejlesztési miniszter és a hazai távközlési cégek vezetői közötti kétszeri egyeztetés, melyeken a kormány önkéntes díjcsökkentést sürgetett az infláció letörése érdekében. Bár korábban legalább 10%-os csökkentést javasoltak, jelenleg inkább a 2025-re tervezett áremelések visszavonása került előtérbe. A távközlési vállalatok az elmúlt években jellemzően az előző évi inflációhoz igazodva emelték az áraikat, költségeik jelentős növekedése és az extraprofitadó miatt.
- Az inflációkövető díjkorrekció révén a hazai távközlési vállalatok, köztük a Magyar Telekom is, részben védetté váltak az infláció költségnövelő hatásaival szemben. Ennek köszönhetően a Magyar Telekomnál jelentős bevétel- és eredményjavulás következett be, ami kedvezően hatott a vállalat

befektetési megítélésére is. Az eredményeket tovább javította, hogy 2024-től megszűnt a távközlési szektort terhelő közműadó, 2025-től pedig a különadó is kivezetésre kerül. Ez utóbbi két adónem a Magyar Telekom számára 2023-ban mintegy 35 milliárd forint terhet jelentett. A kormány a kedvezmények fejében megállapodást kötött a Magyar Telekommal (és a 4iG-val is), amely alapján az így felszabaduló forrásokat infrastrukturális beruházásokra kell fordítaniuk, a nemzeti digitalizációs stratégia támogatására.

Pénzügyi modell frissítés

- A diszkontált cash-flow (DCF) modell 5 évet vesz figyelembe, 2025 és 2029 között. Az átlagos súlyozott tőkeköltség (WACC) számításaink szerint 10,1%, ahol a saját tőke költsége 11,6%, – itt figyelembe vettük a 10 éves magyar referencia hozamot (6,69%) és országhozzáértékelési 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 versenytársanalízis 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.
- 2024 év végi számításaink és a Telekom menedzsment jelentése alapján az árbevétel 2025-ben az inflációs díjkorrekció hatására a mobil és vezetékes szegmensek kb. 2,7%-ot növekedhetnek volna. Ezt a becslést szükséges módosítani a díjkorrekciók visszavonása miatt. A hatás mérsékelt változást hoz, hiszen a díjkorrekció csak az előfizetésekre vonatkozik, nem pedig a teljes bevételi streamre.
- A változások fényében 2%-os bevételnövekedéssel, 8,4%-os EBITDA-növekedéssel és 10,4%-os százalékos adózott eredmény-növekedéssel számolunk 2025-re.

Milliárd Forint	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Árbevétel	849	967	987	1 025	1 054	1 070	1 084
Mobil	565	578	609	633	643	649	715
Vezetékes	308	314	318	321	326	331	367
RI/IT	94	95	98	100	102	104	108
Működési költségek	646	750	743	778	805	831	849
Működési eredmény	109	223	250	253	255	245	241
Értékcsökkenési leírás és amortizáció	140	144	148	153	158	159	159
EBITDA	248	363	394	402	408	402	400
Tőkeberuházás (CAPEX)	160	146	163	143	148	139	130
Nettóforgótőkeváltozása	-2	3	6	3	3	2	2
Szabad Pénzáram (FCFF)	69	174	180	210	212	217	224

Forrás: Magyar Telekom Nyrt. beszámoló, MBH Befektetési Bank

Diszkontált Cash Flow modell

Végső érték	1 908
(-) Bruttó adósság	330
(-) Nem irányító részesedések	48
(+) Készpénz	6
Fair érték	1 536
Részvények száma (Milliárd db)	939
Egy éves célár likviditási diszkonttal (Ft)	1826

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%	1487	1645	1803	1961	2119	2277	2435
	9,1%	1452	1606	1760	1915	2069	2224	2378
	9,6%	1417	1568	1719	1870	2021	2172	2323
	10,1%	1384	1531	1679	1826	1974	2121	2269
	10,6%	1351	1495	1639	1783	1928	2072	2216
	11,1%	1319	1460	1601	1742	1883	2024	2165
	11,6%	1288	1426	1563	1701	1839	1977	2115

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

Az elemzés lezárva 2025 április 14. 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 felelősséget 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, veszteségeikért.

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 továbbá 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. április 14. (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 02. Első elemzésünkben a részvény egy éves célára 1238 forint volt. A 2024 4. negyedéves elemzés szerinti egy éves célár 1898 forint, míg az aktuális – rendkívüli – modellfrissítés szerint az célár 1826 forint, amely 3,8%-kal alacsonyabb. Az aktuális és korábbi elemzések az alábbi honlapon, linken érhetők el:

[Részvények \(mbhbeftetesibank.hu\)](https://mbhbeftetesibank.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 időben 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 készpénzegyenértékesek 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 japángyertya- 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 tőke költséggel (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 tőke költsége (weighted average cost of capital) függ az ipárgtól, a kockázatmentes rátától (risk free rate), az adótól, a hitelköltségtől (cost of debt). A saját tőke költségét (cost of equity) a CAPM-modell segítségével számítják ki, ahol a független változók a kockázatmentes hozam (risk free rate), az ipárg-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.

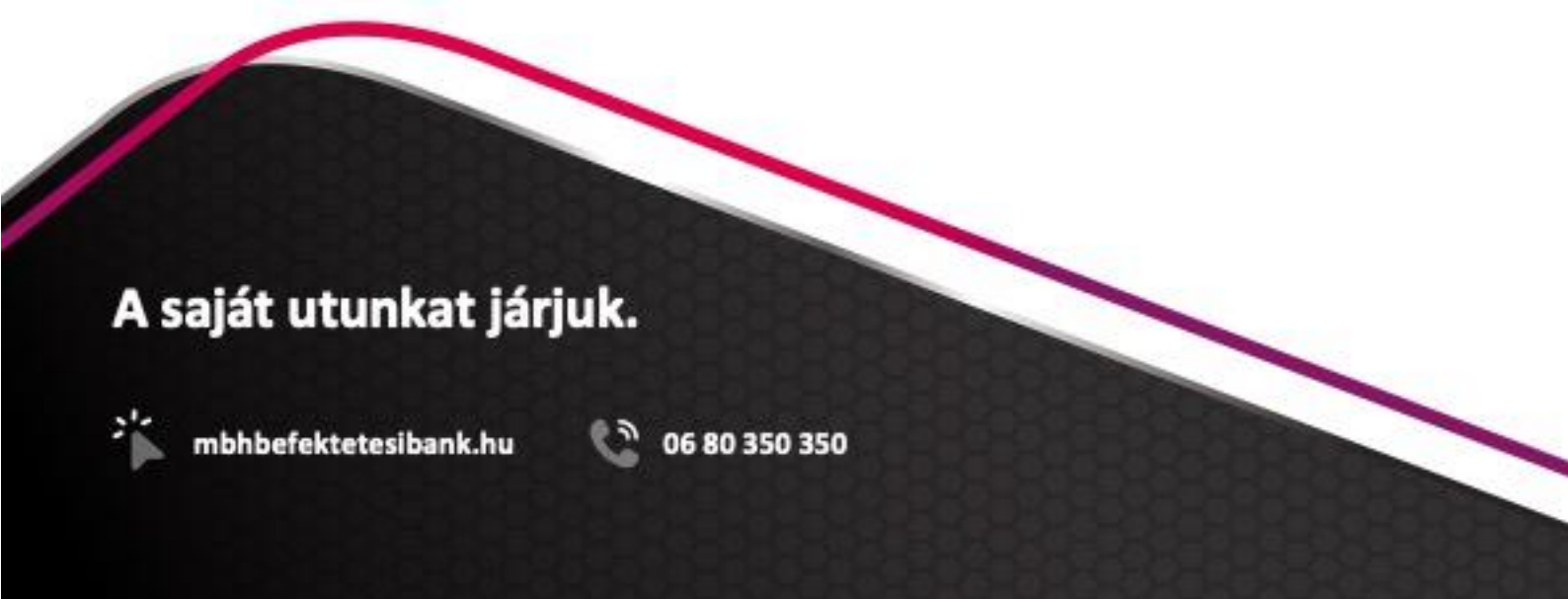
Ezt követően megkapjuk a vállalatértéket (enterprise value - EV). Az utolsó lépésben az EV-t csökkentenünk kell a nettó adóssággal. Ezeket a számokat elosztva a forgalomban lévő részvényekkel megkapjuk a részvények célárát.

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