

Magyar Telekom Nyrt. – Megtört az emelkedés?

Ajánlat: **semleges**

Egy éves célár: **1861 Forint**



Forrás: Bloomberg

Millió HUF	2024 Q1	2025 Q1	Változás (év/év)
Bevétel	224 229	241 632	7,8%
EBITDA	84 593	105 226	24,4%
EBIT	49 340	69 916	41,7%
Nettó profit	38 054	54 572	43,4%
EBITDA marzs	37,7%	43,5%	5,8%
EBIT marzs	22,0%	28,9%	6,9%
Profit marzs	17,0%	22,6%	5,6%

Forrás: Bloomberg, Magyar Telekom beszámoló

Árfolyam (2025.05.15.)	1 710 HUF	Nettó profit (millió HUF, elmúlt 3 hónap)	54 572
Részvények száma (millió db)	938,6	Bloomberg ticker	MTELEKOM HB
Közvezénylad	34,22%	Osztalékhozam	2,7 %
Piaci kapitalizáció (milliárd forint)	1 605	52 hetes min./max.	931–1 800 HUF

Összefoglaló

A Magyar Telekom 2025 első negyedéves gyorsjelentése minden főbb pénzügyi mutató tekintetében meghaladta az elemzői várakozásokat, jelezve a vállalat stabil működését és eredményes költséggazdálkodását. A bevétel 241,6 milliárd forint lett, ami némileg felülmúlta a 240,2 milliárd forintos konszenzust. Az EBITDA 105,2 milliárd forint alakult, szemben a várt 101,6 milliárddal, míg az EBITDA AL értéke 97,5 milliárd forint lett a 94,3 milliárdos előrejelzéssel szemben. Az EBIT 69,9 milliárd forintra rúgott, meghaladva a 66,7 milliárd forintos várakozást. A legnagyobb pozitív eltérés a nettó eredmény soron jelentkezett: a 49,5 milliárd forintos becsléssel szemben 55,7 milliárd forintos profitról számolt be a vállalat.

A vállalat 2025Q1-es pénzügyi eredményei erős üzleti teljesítményről tanúskodnak, amely több tényező együttes hatásának köszönhető. A csoport bevétele 7,8%-kal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, amit elsősorban az adat- és konnektivitási szolgáltatások iránti tartósan erős kereslet, valamint a Rendszerintegrációs és Informatikai (RI/IT) üzletág bővülő bevételei hajtottak. Ehhez jelentős mértékben hozzájárult az inflációkövető díjkorrekció hatása is, amely az év első két hónapjában éreztette hatását.

A nettó profit 43,4%-kal 54,6 milliárd forintra ugrott az első negyedévben, amit elsősorban a magasabb EBITDA magyaráz. Ezzel párhuzamosan a Capex AL 8,9%-kal 21,5 milliárd forintra emelkedett, amit a Magyarországon és Észak-Macedóniában végrehajtott magasabb hálózati beruházások indokoltak. A szabad cash flow is jelentősen javult: 28,5 milliárd forintra nőtt, ami 29,4 milliárd forintos éves szintű növekedést jelent. Ez a pozitív elmozdulás elsősorban a növekvő jövedelmezőségnek és a kedvezőbb működőtőke-alakulásnak köszönhető.

A Magyar Telekom erős első negyedéves teljesítménye stabil alapot biztosít a 2025-ös év további részére, és akár a menedzsment várakozásainak felülvizsgálatát is indokolhatja. Ezen adatok és a kedvező első negyedéves teljesítmény megalapozta az éves várakozásaink és célárunk felfelé módosítását is. A részvény várható egy éves célára 1861 forint, ajánlásunk jelenleg semleges.

Az elmúlt időszak legfontosabb 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.
- Miután a közgyűlés elfogadta a javaslatot, a Magyar Telekom 2025. május 19-én megkezdte a saját részvényeinek visszavásárlását a Budapesti Értéktőzsdén, a 2024. évre vonatkozó részvényesi készpénz-visszajuttatási program keretében. A vállalat legfeljebb 39,1 milliárd forint értékben vásárolhat vissza részvényeket, maximum 203 661 256 darabot, figyelembe véve azt a korlátot, hogy a saját részvények mennyisége nem haladhatja meg az alaptőke 25%-át.
- A tranzakciókat aktuális piaci áron, napi tőzsdei kereskedésben, valamint Fix ügyletek révén hajtják végre. A visszavásárlási program 2025. május 19-től legkésőbb június 25-ig tart. A lépés célja a részvényesi javadalmazás, vagyis a részvényesek számára történő értékkeremtés.

Befektetési sztori, jövőbeli kilátások

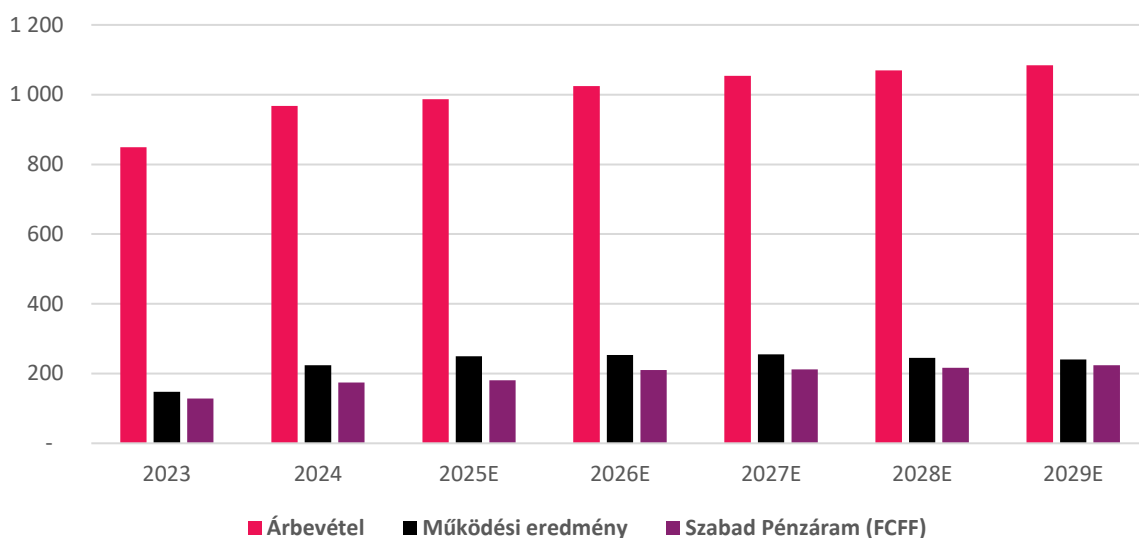
- A Magyar Telekom új osztalékpolitikája jelentős változást hozott a részvényesi javadalmazás terén. A korábbi 60-80 százalékos kifizetési sáv helyett mostantól a módosított adózott eredmény akár 100 százaléka is a részvényesekhez kerülhet osztalék és részvény-visszavásárlás formájában. Bár ez nem garantálja 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 révén stabilan növekvő bevételre 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 megkezdí 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 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 10,4%, ahol a saját tőke költsége 11,7%, – itt figyelembe vettük a 10 éves magyar referencia hozamot (6,97%) 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 versenytárselemzés 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 növekedhettek 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.

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 pótdó kivezetése, az előbbi már a 2024-es, utóbbi pedig 2025-ös év eredményeiben tükröződik. A két költség sor 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-es 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	987	1 025	1 054	1 070	1 084
Mobil	491	565	578	609	633	643	649
Vezetékes	272	308	314	318	321	326	331
RI/IT	86	94	95	98	100	102	104
Működési költségek	706	750	743	778	805	831	849
Működési eredmény	148	223	250	253	255	245	241
Értékcsökkenési leírás és amortizáció	139	140	144	148	153	158	159
EBITDA	287	363	394	402	408	402	400
Tőkeberuházás (CAPEX)	129	146	163	143	148	139	130
Nettóforgótőkeváltozás	4	3	6	3	3	2	2
Szabad Pénzáram (FCFF)	128	174	180	210	212	217	224

Forrás: Magyar Telekom Nyrt. beszámoló, MBH Befektetési Bank

Diszkontált Cash Flow modell

Végső érték	1 890
(-) Bruttó adósság	293
(-) Nem irányító részesedések	46
(+) Készpénz	12
Fair érték	1 564
Részvények száma (Milliárd db)	939
Egy éves célár likviditási diszkonttal (Ft)	1861

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						
		3,2	3,7	4,2	4,7	5,2	5,7	6,2
WACC	8,9%	1525	1681	1838	1994	2150	2307	2463
	9,4%	1490	1643	1796	1948	2101	2254	2407
	9,9%	1456	1605	1755	1904	2053	2203	2352
	10,4%	1423	1569	1715	1861	2007	2153	2299
	10,9%	1390	1533	1676	1819	1961	2104	2247
	11,4%	1359	1498	1638	1777	1917	2057	2196
	11,9%	1328	1464	1601	1737	1874	2010	2147

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 21,8%-os szintjével, illetve az osztalékhozam is emelkedett az utóbbi időben a peer-group átlagához képest. 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	1 596	8,7	1,6	1,8	4,8	0,8	21,8	5,9	43,5	22,4
4IG	538	-	0,8	6,1	5,9	3,8	- 41,2	-	36,5	- 6,8
HRVATSKI TELEKOM	1 365	23,8	3,0	2,0	6,7	- 0,4	9,5	3,5	38,1	9,9
DIGI COMMUNICATIONS	517	2,2	0,3	0,8	2,5	1,6	47,3	1,9	34,7	4,5
ORANGE POLSKA	1 189	14,1	1,0	0,9	3,2	1,7	19,0	5,0	31,0	6,1
TELENOR	7 084	22,1	2,6	2,8	8,4	2,5	34,8	6,4	42,8	11,1
TELEKOM SLOVENIJE	238	10,3	0,8	0,9	3,6	1,5	8,3	3,4	30,3	4,7
TELEKOM AUSTRIA	2 618	10,2	1,2	1,3	3,5	1,0	15,0	3,7	36,3	9,5
VODAFONE GROUP	8 178	8,5	0,7	0,4	5,0	3,2	4,7	8,3	41,9	5,8
TELIA	5 119	26,1	1,6	2,5	7,0	2,6	11,0	5,7	39,6	2,5
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

Az elemzés lezárva 2025 május 15. 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, veszteségeikért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valóságáról, pontosságáról, helytállóságáról 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.mbhbefektetesibank.hu honlapon, továbbá az MBH Bank Nyrt. fiókjában, 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. május 15. (17:00)

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

14. A Magyar Telekom Nyrt. elemzésének kezdete: 2024. augusztus 30. Legutolsó elemzésünkben a részvény egy éves célára 1826 forint volt. Aktuális elemzésünk szerint az egy éves célár 1861 forint, amely 2%-kal magasabb. A jelenlegi célár 8,8%-kal magasabb, mint a legutolsó ismert záróár (2025. május 14; 1710 forint).

Az aktuális és korábbi elemzések az alábbi honlapon, linken érhetők el: [Részvények \(mbhbeftetesbank.hu\)](https://www.mbhbeftetesbank.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 tőkefelköltséggel (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 adókulcson, az értékesítések leírásán (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 tőkefelköltsége (weighted average cost of capital) függ az iparágtól, 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 iparág-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.

Célár-folyamunk 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