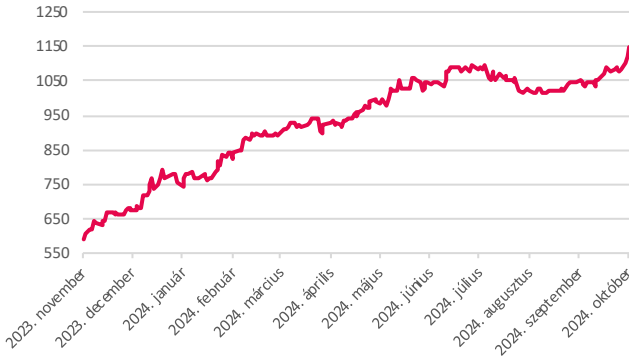


## Magyar Telekom Nyrt.

### Töretlen marad az emelkedés a jövő évben is?

Ajánlat: **VÉTEL**

Egy éves célár: **1481 Forint**



Forrás: Bloomberg

Millió HUF	2023 Q3	2024 Q3	Változás (év/év)
Bevétel	216 225	246 132	13,8%
EBITDA	80 452	96 174	19,5%
EBIT	45 714	62 187	36,0%
Nettó profit	24 653	45 944	86,4%
EBITDA marzs	37,2%	39,1%	1,9%p
EBIT marzs	21,1%	25,3%	4,1%p
Profit marzs	11,4%	18,7%	7,3%p

Forrás: Bloomberg, Magyar Telekom beszámoló

Árfolyam (2024.10.31.)	1 148 HUF	Nettó profit (millió HUF, elmúlt 9 hónap)	125,6
Részvények száma (millió db)	938,6	Bloomberg ticker	MTELEKOM HB
Közkezhányad	34,22%	Osztalékhozam	3,89%
Piaci kapitalizáció (milliárd forint)	1 058,8	52 hetes min./max.	590-1 212 HUF

## Összefoglaló

- Az MBH Befektetési Bank 2024. augusztusában megkezdte a Magyar Telekom Nyrt. követését. A jövőben rendszeresen elemezzük a vállalat pénzügyi helyzetét és diszkontált cash flow modell alapján ajánlást is teszünk a várható egy éves célárra. Elemzésünk a fenti mellett versenytárs (peer-group) és technikai elemzéssel is kiegészül.
- Elemzésünk alapján, 5%-os likviditási diszkontot alkalmazva, a részvény várható **egy éves célára 1481 forint**, ajánlásunk **vétel**.
- Célárunk a jelenlegi gazdasági, iparági és vállalati helyzetet és a ma ismert kilátásokat tükrözi. Az ezekben történő bármilyen változás a modell frissítését igényli.

## A Magyar Telekom-ról röviden

- A Magyar Telekom Nyrt. Magyarország legnagyobb távközlési szolgáltatója, amely széles körű telekommunikációs és informatikai szolgáltatásokat nyújt lakossági és üzleti ügyfelek számára.
- A vállalatot eredetileg Matáv Magyar Távközlési Rt. néven alapították 1991-ben, 100%-ban állami tulajdonnal. Ma már a Deutsche Telekom csoport tagja. A Magyar Telekom részvényei a Budapesti Értéktőzsdén (BÉT) kereskednek és „tagja” a hazai négy legnagyobb tőzsdei vállalatnak (blue-chipnek). A Magyar Telekom a BUX

(a Budapesti Értéktőzsde Részvényindexe) kosarában jelenleg 6,53%-os súllyal szerepel (2024. március 18. átsúlyozás).

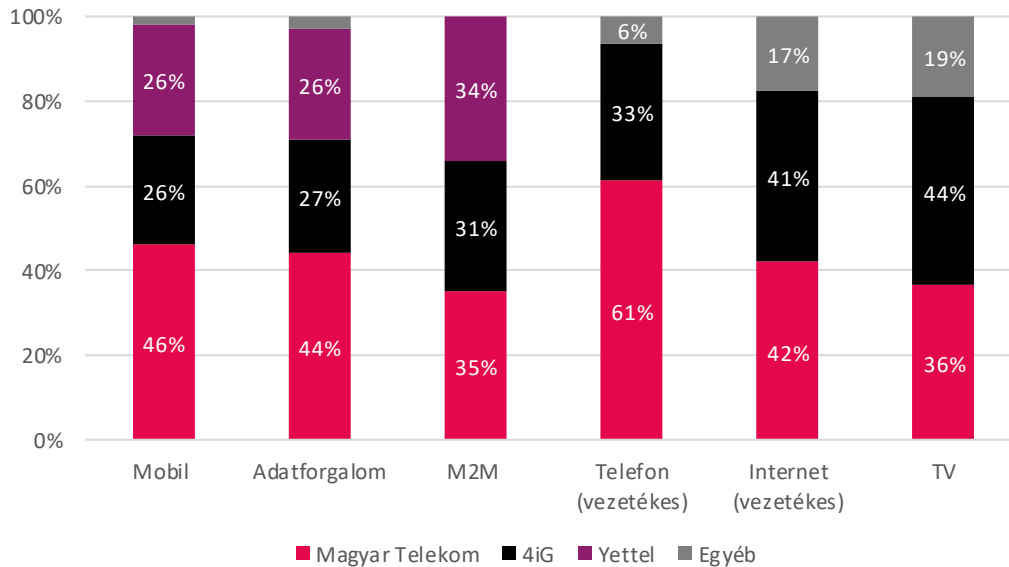
- A Magyar Telekom két szegmensre bontja a működését, melyek az MT-Magyarország és Észak-Macedónia. A társaság legfelső irányító tulajdonosa a Deutsche Telekom AG. A Deutsche Telekom Europe B.V. birtokolja közvetlenül a Magyar Telekom részvényeinek 65,78%-át.
- A vállalat árbevétele főként a mobil- és 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 lefedettséget. 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 érhetőek 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 magas infláció hatására a hazai telekommunikációs vállalatok bevezették az infláció követő díjkorrekciót. A Magyar Telekom 2023 március 1-től 14,5%-kal, 2024 márciusától pedig további 15%-kal növelte az árakat. Az infláció követő áremelés hatására 2023-ban majdnem 14%-kal nőttek a bevételek, ami az adózott eredmény 25%-os növekedésében is megnyilvánult.
- Fontos kiemelni a magyar kormány döntését, hogy a hírközlési szolgáltatókat terhelő közműadó- fizetési kitelezettséget 2024-től, a távközlési pótdátót 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 érhetőek 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 fölénnyel 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.

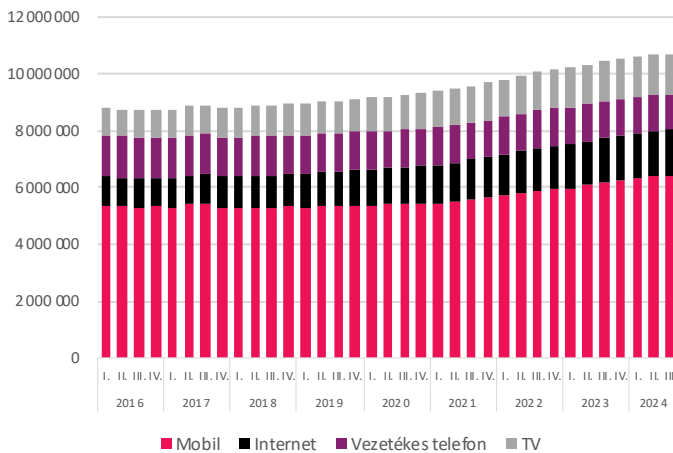
**Befektetési sztori, jövőbeli kilátások**

- 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 csökkenésének

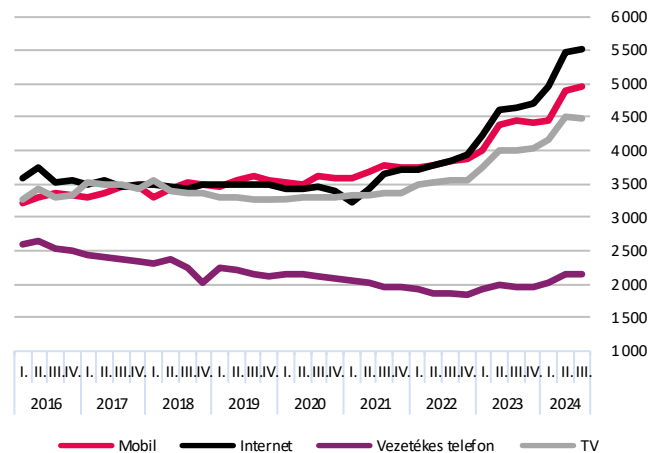
érdekében különböző streaming szolgáltatásokat nyújt, mint például a Telekom TV GO, vagy FilmKlub, de kiegészítőként elérhetők még Netflix vagy Max előfizetések, amellyel törekszenek az ügyfelek megtartására. A vezetékes telefon előfizetések száma évek óta csökkenő trendet követ, ettől a jövőben sem 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

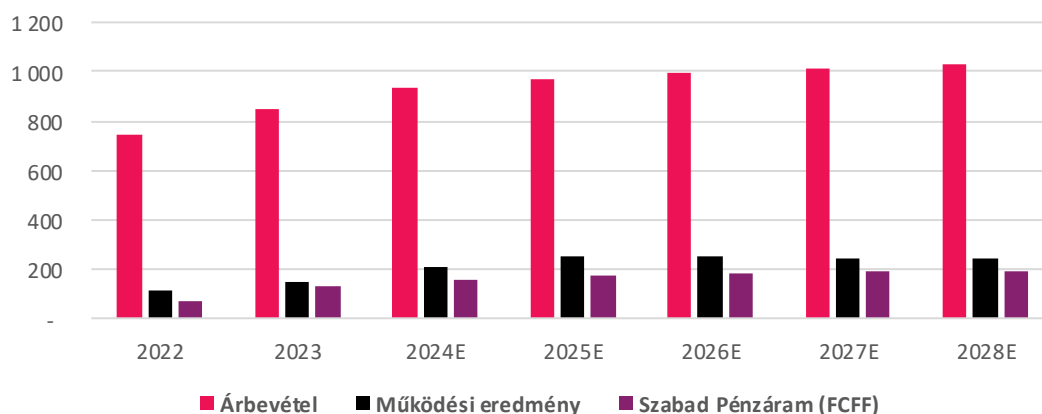
- A vállalati és üzleti megoldások terén a Telekom széleskörű szolgáltatásokat nyújt, amelyek segíthetnek a vállalatok teljesítményét hatékonyabbá tenni. Az IoT (Internet of Things, dolgok internete) szolgáltatások nyújtásával a Telekom egy új, nagy növekedési potenciállal rendelkező piacra lépett. Az IoT olyan eszközök hálózata, amelyek internetkapcsolaton keresztül adatokat tudnak gyűjteni, elemezni és megosztani egymással. Az IoT eszközök közé tartozhatnak szenzorok, okoseszközök, háztartási berendezések, ipari gépek, egészségügyi monitorok és sok más eszköz, amelyek kommunikálni tudnak egymással a hálózaton keresztül.
- A mesterséges intelligencia berobbanásával a vállalatok folyamatosan keresik a lehetőségeket, amellyel hatékonyabbá tehetik a működésüket. A Telekom az IoT és adatátviteli szolgáltatásokon keresztül a vállalatoknak egy teljes csomagot nyújt, amiben az összetett adatfeldolgozástól és elemzéstől kezdve a felhőalapú tárolásig minden megtalálható, ami jelentősen megkönnyíti a vállalkozások helyzetét.
- A Telekom az IoT technológia bevezetésével számos új iparági és üzleti megoldást kínál. Az M2M (Machine-to-Machine) rendszereken keresztül a Telekom számos iparágban tud technológiai megoldásokat nyújtani, ahol az eszközök akár valós időben, közvetlenül képesek egymással kommunikálni. Az M2M rendszerek alkalmazási területei széleskörűek, a szállítmányozás és logisztika, egészségügy, kereskedelem, gyártás és ipar, biztonságtechnika, közszolgáltatás és sok más területen alkalmazható, ahol időmegtakarítást és kockázatcsökkentést eredményez, valamint csökkentheti az energiafelhasználást is.
- A Telekom adóssága az elmúlt negyedévek során csökkenő tendenciát mutatott, a nettó adósság/EBITDA ráta stabilan 2-es szint alatt maradt és csökkenni tudott. A nettó adósság 2024 harmadik negyedévében kevesebb mint 388 milliárd forint volt, amivel a nettó adósság/EBITDA ráta az 1,11-es szint körül volt. Véleményünk szerint a nettó adósság további csökkenésével és az EBITDA növekedésével 2025-re a nettó adósság és EBITDA hányados 1 alá kerülhet, ami tovább növelheti a Telekom pénzügyi stabilitását és jövedelmezőségét, valamint pozitív hatással lehet a részvényesi javadalmazásra is.

- A Telekom 2022-2024-re vonatkozó részvényesi javadalmazási politikája alapján a részvényesekre jutó eredmény (osztalék és saját részvény visszavásárlás) a módosított nettó eredmény 60% és 80%-a között lesz. A kiemelkedő 2023-as év után a részvény-visszavásárlást és osztalékfizetést a módosított nettó eredmény 70%-ban, azaz 65,5 milliárd forintértékben határozták meg. Úgy gondoljuk, hogy a következő évre a Telekom nem módosítja a kifizetés arányát, így 70%-kal számolva körülbelül 95 milliárd forintot fizetne a tulajdonosoknak, amely részvényenként 105 forintot (visszavásárlás + osztalékfizetés) jelentene.
- A 2024-es évre a közgyűlés elfogadta a tervezetet, mely szerint a Telekom 24 milliárd forint értékű részvény-visszavásárlást hajt végre részvényesi javadalmazás céljából. A társaság 2024. június 19. és június 26. között a Budapesti Értéktőzsdén sikeresen végrehajtotta a visszavásárlást, azonban csak 22,3 milliárd forintértékben. A vállalat közleménye szerint a fennmaradó 1,7 milliárd forintnyi összeget várhatóan 2025 tavaszára, a jövő évi részvényesi javadalmazás előttre tervezi.

## Pénzügyi modell

- A diszkontált cash-flow (DCF) modell 5 évet vesz figyelembe, 2024 és 2028 között. Az átlagos súlyozott tőkeköltség (WACC) számításaink szerint 9,7%, ahol a saját tőke költsége 11,3%, – itt figyelembe vettük a 10 éves magyar referencia hozamot (6,65%) és országgockázati prémiumot (7,4%) – az adózás utáni hiteltőke költsége pedig 6,3%.
- A társaság adókulcsát 18%-ban határoztuk meg.
- A végső cégérték (Terminal Value) megállapítását EV/EBITDA alapon határoztuk meg, aminek az értéke átlagosan 4,15. 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.
- A Magyar Telekom alacsony likviditása miatt a célár meghatározása során 5%-os likviditási diszkontot alkalmaztunk.
- Számításaink szerint az árbevétel 2024-ben az inflációs díjkorrekció hatására a mobil és vezetékes szegmensek több mint 10%-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 pótagó 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 több mint 40%-ot nőhet a 2023-as évhez képest, amivel a marzsok is jelentősen emelkedhetnek. A 2024-es évre 22%-os EBIT marzsot várunk, ami 2026-ban tetőzhet 26%-on is. A modellünk szerint az inflációkövető díjkorrekció és adókievetések hatására a profit marzsok is megugorhatnak, a korábbi 8-10%-os értékekről 14-18%-os szintre nőhetnek.

Milliárd Forint	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>Árbevétel</b>	<b>747</b>	<b>849</b>	<b>931</b>	<b>972</b>	<b>999</b>	<b>1 014</b>	<b>1 026</b>
<i>Mobil</i>	433	491	541	571	593	603	610
<i>Vezetékes</i>	237	272	299	308	311	315	318
<i>RI/IT</i>	76	86	90	93	95	96	98
<b>Működési költségek</b>	<b>646</b>	<b>706</b>	<b>728</b>	<b>726</b>	<b>751</b>	<b>775</b>	<b>791</b>
<b>Működési eredmény</b>	<b>109</b>	<b>148</b>	<b>208</b>	<b>251</b>	<b>253</b>	<b>244</b>	<b>240</b>
<i>Értékcsökkenési leírás és amortizáció</i>	139	139	143	148	152	157	158
<b>EBITDA</b>	<b>248</b>	<b>287</b>	<b>351</b>	<b>399</b>	<b>405</b>	<b>400</b>	<b>398</b>
<b>Tőkeberuházás (CAPEX)</b>	<b>160</b>	<b>129</b>	<b>154</b>	<b>175</b>	<b>175</b>	<b>162</b>	<b>159</b>
<b>Nettóforgótőkeváltozása</b>	<b>-2</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>Szabad Pénzáram (FCFF)</b>	<b>69</b>	<b>127</b>	<b>157</b>	<b>176</b>	<b>182</b>	<b>192</b>	<b>194</b>

Forrás: Magyar Telekom Nyrt. beszámoló, MBH Befektetési Bank

Diszkontált Cash Flow modell	
<b>Végső érték</b>	1 733
(-) Bruttó adósság	382
(-) Nem irányító részesedések	42
(+) Készpénz	6
<b>Fair érték</b>	1 314
<b>Részvények száma (Milliárd db)</b>	939
<b>Egy éves célár likviditási diszkonttal (Ft)</b>	1481

Forrás: MBH Befektetési Bank

- A modell érzékenység vizsgálatot is tartalmaz, ugyanis az éves célár nagyban befolyásolja a tőkeköltség (WACC) és a végső értékhez szükséges EV/EBITDA alakulása. A tőkeköltség 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	8,2%	1132	1287	1443	1598	1754	1909	2064
	8,7%	1102	1254	1406	1558	1710	1862	2014
	9,2%	1074	1222	1370	1519	1667	1816	1964
	9,7%	1045	1190	1336	1481	1626	1771	1916
	10,2%	1018	1160	1302	1443	1585	1727	1869
	10,7%	991	1130	1269	1407	1546	1684	1823
	11,2%	965	1101	1236	1372	1507	1643	1778

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

## Peer-group (versenyárselemzés)

- 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 17,4%-os szintjével, az osztalékhozam viszont kicsivel 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	1 117	8,7	1,2	1,4	4,3	1,3	17,4	3,9	40,4	18,0
4IG	239	-	0,4	2,4	6,0	3,9	-58,8	-	33,0	-6,7
HRVATSKI TELEKOM	1 149	19,7	2,6	1,7	5,4	-0,5	8,7	4,3	45,2	17,0
DIGI COMMUNICATIONS	534	7,4	0,4	1,1	4,5	3,0	16,1	1,9	35,7	5,2
ORANGE POLSKA	952	12,9	0,8	0,8	4,6	1,8	6,0	6,2	33,7	8,2
TELENOR	6 291	19,0	2,3	2,5	7,6	2,4	13,0	7,1	45,4	16,3
TELEKOM SLOVENIJE	192	8,8	0,7	0,7	3,6	1,7	8,3	8,7	34,8	9,9
TELEKOM AUSTRIA	2 129	8,8	1,0	1,1	4,0	1,2	12,7	4,6	41,1	13,4
VODAFONE GROUP	9 324	19,6	0,6	0,4	4,8	3,2	1,8	10,7	-	10,1
TELIA	4 289	119,4	1,4	2,3	7,1	3,4	8,3	6,4	38,9	10,7
Átlag	2 622	22,4	1,1	1,4	5,2	2,2	3,4	5,4	34,8	10,2
Medián	1 133	10,9	0,9	1,3	4,7	2,1	8,5	5,4	37,3	10,4

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 információt 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 2024 november 15.

**Péter Milán**  
junior részvénypiaci 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, 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 megítélésük 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](http://www.mbhbefektetesibank.hu) honlapon, továbbá az MBH Bank Nyrt. fiókjában, valamint az [www.mbhbank.hu](http://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 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 biztosítóként 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 ügyeire 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: 2024. november 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. Első elemzésünkben a részvény egy éves célára 1238 forint volt. Aktuális elemzésünk szerint az egy éves célár 1481 forint, amely 19,6%-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 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 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 - FCF) 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 ipárgtól, a kockázatmentes rátától (risk free rate), az adótól, a hitelalkotástól (cost of debt). A saját tőke költségét (cost of equity) a CAPM-modell segítségével számítják ki, ahol 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.

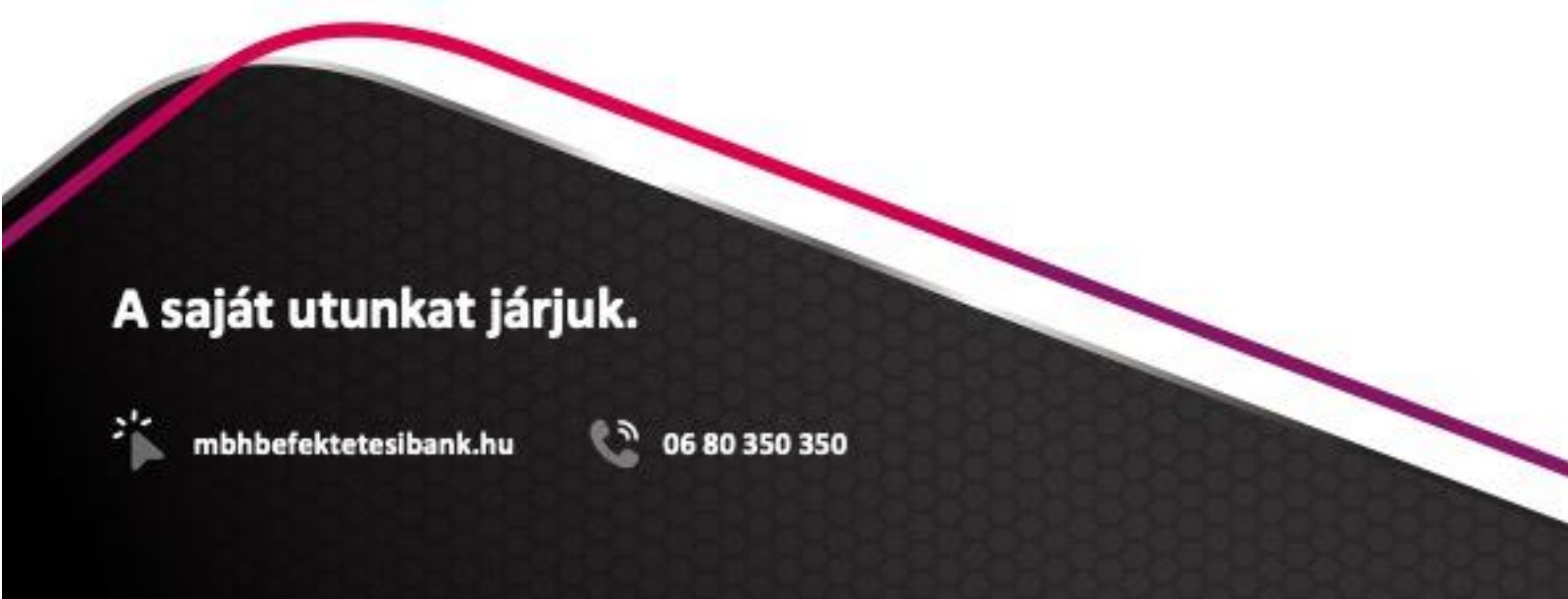
Ezt követően megkapjuk a vállalatértéket (enterprise value - EV). Az utolsó lépésben az EV-t csökkentenünk kell a nettó adóssággal. Ezeket a számokat elosztva a forgalomban lévő részvényekkel megkapjuk a részvények célárát.

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/E BITDA, EV/EBIT, piaci kapitalizáció, P/S, EBITDA árrés, nettó adósság EBITDA-hoz viszonyítva, EBITDA növekedés, osztalékhozam és ROIC. Ha az érintett iparág indokolja, más szorzókatis 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](https://mbhbefektetesibank.hu)

06 80 350 350