

# MAGYAR TELEKOM

## Fundamentális elemzés

### Osztalék=25 Ft?

Lassan már nem is az a kérdés, hogy emelkedhet-e a Telekom osztaléka, hanem az, hogy megmarad-e. Hiába a nagy készpénz termelés, érkeznek a beruházási költelmek.

### Erősödő FUNDA

A két éve bekövetkezett fordulat továbbra is kitart, a fundamentumokra nem is lehet panasz. Van-e lehetőség a részvényár emelkedésében?

### Még mindig DIGI?

A "MUMUS" nem tűnt el, most is az érkezésével fenyeget és 2018-2019-ben biztosan beteszi a lábát a mobil piacra. Veszély? Igen, de alacsonynak ítéljük.

### Érkezik az 5G

Hazánkban indulhat az első között az 5G technológia, ez jó hír, de sok pénz is, ami csökkenti a szabad készpénzt.

### "Forduló" hozamok

Kezdődhetnek az igazi bajok, az osztalékpapírok hozama versenyben kell, hogy maradjon a hozamemelkedéssel!



12 havi célár	463 Ft*
Jelenlegi árfolyam	400 Ft
Célárig (%)	15,75%
Osztalék	25 Ft

\* 15% diszkont, indoklás az elemzésben

Ajánlásunk:  
**VÉTEL**

## Mit mutatnak a számok? Merre tart a "FUNDA"?

*Maradt az "osztalék-csalódottság", de lassan el kell engednünk*

Az egy évvel korábbi elemzésünkben írtunk arról, hogy sokkal több osztalékot tudna fizetni a Magyar Telekom, mivel az akkor 50 Mrd forintos szabad készpénztermelés (éves), akár a dupláját is megengedte volna a 25 forintnak, de a piac és köztük mi is elégedettek lettünk volna egy 35 forintos osztalékkal is. Az emelés nem következett be és ez az árfolyamon is meglátszik.

Egy év alatt a csalódott Mtelekom befektetők az 527 forintos lokális csúcsról (2017. 02.15.) 396,5 forintig adták a Telekom papírjait. Ez közel 25 százalékos csökkenést jelent (24,76%) és ráadásul közben jelentősen változik a globális makró (hozam emelkedés), de a szektor is érdemi átalakuláson megy keresztül.

Miután jelentősen növekedhet a beruházási kötelezettség (2019-től 5G, frekvencia és hálózati beruházások), már mi is arra számítunk, hogy visszafogottabbnak kell lennünk a várható éves szabad készpénz termelési mutatóval. Ha mindezekhez számítjuk a vezetőség további aggályait, mint például a DIGI piacra érkezése, de már általunk számított piaci kockázatot a Telenor eladásaként, akkor örülhetünk, ha marad a 25 forintos osztalékkifizetés az elkövetkező időszakban.

### *Határozottan javuló teljesítmény*

2018-ban sem tört meg a lendület az első negyedéves jelentés alapján:

1. Összes bevétel: 149,6 Mrd forint (+6,5% év/év)
2. Adózott eredmény: 8,1 Mrd forint (+97% év/év)
3. Csökkenő eladósodottság: 34,4% (40% alatti vezetőségi céllal a tőkére vetítve)
4. EBIDTA: 42 Mrd forint (+9,4% év/év)

#### ***Mobil bevételek szegmentáltan:***

- a. Hangalapú kiskereskedelem: +1,1%
- b. Hangalapú nagykereskedelem: +1%
- c. Adatbevétel: +14,4%
- d. SMS bevétel: +10,1%
- e. Mobil készülék eladás: +7,4%

Mobil bevételek összesen +4,6 százalékkal bővültek a 2018. évi első negyedévben év/év alapon.

#### ***Vezetékes bevételek szegmentáltan:***

- a. Hangalapú kiskereskedelmi: -5,9%
- b. Szélessávú internet: +8,2%
- c. TV bevételek? +9,2%
- d. Nagykereskedelem: +4,3%

Vezetékes bevételek összesen +7,6 százalékkal bővültek a 2018. évi első negyedévben év/év alapon.

RI és IT bevételek összesen 21,2 százalékkal bővültek a 2018. évi első negyedévben év/év alapon.

---

Mobil összes bevétel a 2018.Q1 -ben: **77,7** Mrd forint

Vezetékes összes bevétel a 2018.Q1 -ben: **51,2** Mrd forint

RI és IT összes bevétel a 2018.Q1 -ben: **20,8** Mrd forint

---

# Hozamkörnyezettel változhat az MTEL ára!

## Miért fontos a hozamkörnyezet?

Az osztalékpapírnak besorolt MTEL részvényének árfolyamát leginkább az mozgatja, hogy a befektetők milyen osztalékhozamot várnak el a részvénytől. A "kockázatmentes hozamnak" titulált állampapírok szerepelnek alapvető kiindulópontként az értékelésnél. A gyorsan "növekedéssel" változó hozamkörnyezet további komoly kockázatot is jelent, amit a befektetők szintén az árfolyamba és a többlethozam (extra-hozam) elvárásukba építenek, ez az Equity felár, ami tartalmaz minden, a részvényvel kapcsolatos, várakozásokon alapuló kockázati felárat. Tehát az osztalékpapíroknál a helyes kalkuláció az elvárt hozammal kapcsolatban:

$$E(r) \cong r(\text{idő}) + r(\text{kockázat})$$

A részvény elvárt hozama = Kockázatmentes hozam (%) +  $\beta$  (béta)\* × (részvénypiac kockázati prémiuma (%) - kockázatmentes hozam (%))

\* a részvény hozama és a részvénypiaci hozam közötti összefüggés ( $\beta = 1$ , az értékelésünk lineáris)

$$E(r) = r(f) + \beta \times (E(r_m) - r(f))$$

Ahol:  $r(f)$  kockázatmentes hozam (5 éves magyar állampapír hozama),  $E(r_m)$  a piaci portfólió várható hozama)

### Levezetés:

5 éves magyar államkötvény hozama: 2,71%

Részvénypiac kockázati prémiuma: 2018 előremutató P/E = 9,52 és 2019 előremutató P/E = 8,74 (forrás: [bloomberg.com](http://bloomberg.com))  $(9,52 + 8,74) / 2 = 9,13$  tehát 2018-ra 10,54%, 2019-re 11,4%.  $(10,54 + 11,4) / 2 = 10,97 \approx 11\%$

Kockázati felár:  $1 \times (11\% - 2,71)$

Elvárt hozam =  $2,71 + 1 \times (11\% - 2,71) = 11\%$

### Nettó eredmény alapú

2018. évi nettó eredmény várakozás 44,97 Mrd forint, 2019. évi nettó eredmény várakozás 45,39 Mrd (forrás: [bloomberg.com](http://bloomberg.com))  $(44,97 + 45,39) / 2 = 45,18 \approx 45,2$  Mrd

45,2 Mrd forint éves nettó profit 400 forintos árfolyam mellett: 11,3 % hozam

### Osztalékhozam alapú:

25 forint/részvény osztalékkifizetés 400 forintos árfolyam mellett: 6,25% osztalékhozam

**FCF alapú:**

60 Mrd forint FCF\* 11% elvárt hozam mellett: 545 forintos árfolyam (25 forintos osztalékkal 4,6 % osztalékhozam)

\*éves megtermelt szabad pénzeszköz

**Indoklás:** az elmúlt években a “kockázatmentes” hozam elérhető értéke csökkenő pályán mozgott, ez azonban az elmúlt időszakban nagyot változott. Először az amerikai jegybanki alapkamat emelése, később az EKB szigorítás irányába mozduló szóbeli megjegyzései, a jelenben pedig a szigorítás európai megjelenésének közelsége bizonyítja a hosszú távon valószínűsíthető fordulatot. A hozammentes időszakban az MTEL osztalékhozama lényegesen meghaladta a kockázatmentes hozamokét. Jelenleg viszont a készpénztermelés alapján kezdünk értékelni a hozamkörnyezet változása miatt. Ezt a kalkulációt erősíti az a tény is, hogy a 60 Mrd megtermelt szabad pénzeszközből, mindössze 25 Mrd forint körüli összeget fizet ki a Magyar Telekom osztalékként. Tehát a cégérték gyarapodása lényegesen erőteljesebb, mint az osztalékhozam!

***Osztalék vagy növekedés vagy tartalékolás (kockázatok)***

Általában minden okkal történik. Ezek az okok lehetnek indokoltak vagy indokolatlanok. A vezetőség elmúlt években történő osztalék visszatartása, valamint a közelgő beruházási kötelezettségek növekedése óvatosságra int bennünket. Miután nem értünk egyet a kockázatok egy részével (DIGI, CAPEX előre tartalékolás stb.), ezért modellünkbe a kiszámíthatatlanság okán, ismételten diszkontot helyezünk el. A diszkonttényező értéke a kalkulált célár 15 százalékkal csökkentett értéke:

545 forint 15 százalékos diszkonttal: 463 forint

***Olcsó vagy drága? A válasz: Olcsó!***

Modellünk változtatásával, figyelmünk egyértelműen a készpénztermelés irányába mutat. Miután az erős fundamentumokban nem várunk változást sem rövid, sem középtávon, ezért marad két torzító tényező, ezek pedig a beruházási kötelezettségek növekedése és a piaci verseny fokozódása. Mindazonáltal a 15 százalékos diszkont értékelés mind a két tényezőre elegendő fedezetet biztosíthat.

Végezetül kötelezően meg kell említeni, hogy a világban nagyot változott a kereskedés jellege, míg 2017 -ben a forgalommentes, de fokozatos emelkedés volt az úr, addig 2018 -ban megérkezett a volatilitás, ami a szélsőségesebb árfolyamértékek eljövételét irányozza. Emiatt a kockázat miatt mindenkinek azt javasoljuk, hogy a rövidtávú, erősen spekulatív pozícióktól tartózkodjon és befektetési döntései meghozatalát alaposan fontolja meg!

## Tájékoztató

Ezen dokumentum sem önállóan, sem egyes részleteiben nem tekinthető ajánlatnak, vagy ajánlati felhívásnak pénzügyi eszköz megvásárlására, jegyzésére, eladására, kölcsönzésére, vagy tartására.

Továbbá nem minősül sem maga a dokumentum, sem annak bármely tartalma szerződéskötésre, vagy kötelezettségvállalásra történő rábírásnak, illetve ajánlati felhívásnak.

A Random Capital Zrt. semmilyen tekintetben nem vállal felelősséget a dokumentumnak, vagy annak, egyes részleteinek a fenti célokból történő felhasználásából, illetve azzal összefüggésben bármely más módon keletkező esetleges károkért.

A Random Capital Zrt. nem tudja garantálni a dokumentumban található információk pontosságát, hitelességét és teljességét, ugyanis ezen tények, adatok különböző forrásból származnak, s azok frissítése nem tartozik a feladatkörei közé, továbbá a dokumentum elkészítésében közreműködő személyek szubjektív megítélésén alapulhatnak ezen dokumentumban található tényállítások.

A dokumentumban deklarált tájékoztatások kapcsán nem kerültek figyelembevételre az egyes, dokumentumhoz hozzáférő befektetők pénzügyi ismeretei, egyedi befektetési céljai, kockázatvállaló képessége, vagy - amennyiben a hírlevél címzettje a Random Capital Zrt. ügyfele vagy korábbi ügyfele - az általa kitöltött ún. alkalmassági, ill. megfelelési teszt eredménye.

A tárgy szerinti dokumentumban található tájékoztatásoknak nem célja döntéshozatali szándék megalapozása, kialakítása, és maga a döntéshozatal, mindez értendő – de nem kizárólagosan- a befektetési döntésekre és kockázatkezelésre.

A dokumentumban megjelenő vélemények előzetes értesítés nélküli megváltoztatásának jogát fenntartjuk.

Hangsúlyozandó hogy mielőtt bármilyen befektetési instrumentumban pozíciót vállal, feltétlenül győződjön meg, hogy megértette-e a piac működését és kockázatát, s az teljes mértékben megfelel saját – befektetési - céljainak és elvárásainak, kockázatvállaló képességének, üzleti, ill. pénzügyi eszközökre vonatkozó ismereteinek.

A jelen dokumentumban foglalt tájékoztató információk nem helyettesítik a pénzügyi eszközökhöz kapcsolódó, kibocsátó(k) által kiadott hivatalos tájékoztatókat, kezelési szabályzatokat, hirdetményeket, ill. a befektetési ügyleteket bemutató ismertetőket, ezért a megalapozott befektetési döntés meghozatalához kiemelten fontos ezek áttanulmányozása, értelmezése, pontos ismereteinek elsajátítása.

A pénzügyi eszközökre vonatkozó ügyletek során feltétlenül szükségesnek figyelembe venni a tranzakciók adóvonzatát, illetve a vonatkozó adózási kérdéseket. Az adózási kérdésekkel kapcsolatban a közölt információk kizárólag tájékoztatósi célúak, és nem tekinthetők a vonatkozó jogszabályok hivatalos értelmezésének, továbbá adótanácsadásnak sem minősülnek.

Random Capital Zrt. nem vállal felelősséget a jogszabályi változásokból eredő jogkövetkezményekért, továbbá az adózással kapcsolatos vonatkozó jogszabályi rendelkezések dokumentumban szereplőtől eltérő értelmezéséből adódó esetleges következményekért sem. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy az adójogszabályok értelmezése és azok alkalmazása kizárólag az adózó felelőssége, ugyanis a tényleges, pontos adókötelezettség mértékére számos egyedi tényező lehet hatással, ezért ezt minden esetben egyedi vizsgálatnak, felmérésnek kell megelőznie.