

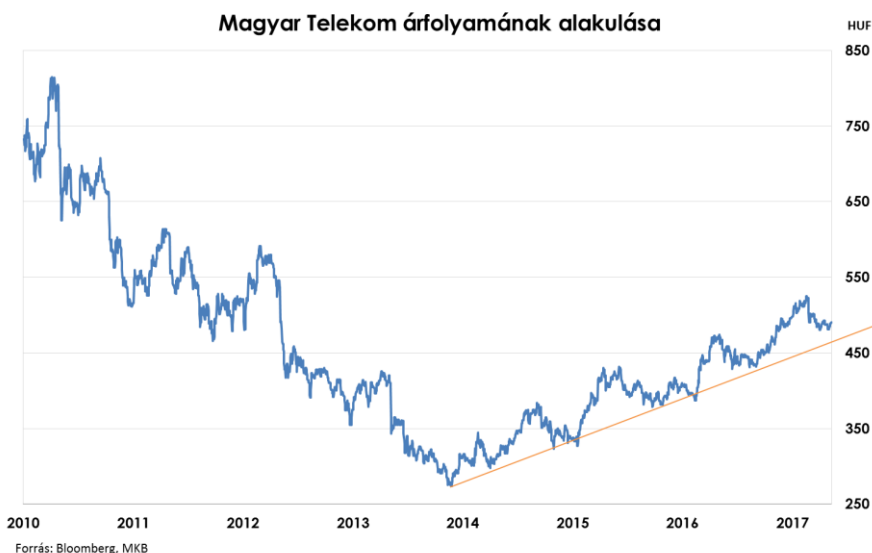
AZ ÁRBEVÉTEL POZITÍV FOLYAMATAIT ELLENSÚLYOZTA A KÖLTSÉGEK EMELKEDÉSE

Első pillantásra örülhetnénk, hiszen a Magyar Telekom az első negyedévben a piaci várakozásokat meghaladóan emelni tudta az árbevételét 140,5 milliárd forintra. **A megugró költségek miatt azonban EBITDA soron már visszaesést, és várt alatti eredményt látunk.** A bruttó fedezeti ráta is visszaesett 2016. első negyedévéhez képest a készüléktámogatások emelkedése és a romló TV-szolgáltatási fedezetek miatt. Ezek mellett a működési eredmény 39%-os csökkenését a bázisidőszakban realizált egyszeri bevételek kiesése is okozta. **A Crnogorski Telekom** (a montenegrói leányvállalat, melynek értékesítésére január 10-én került sor) **értékesítéséből származó időarányos bevétel hatására a nettó profit soron 25%-os emelkedést láthatunk**, és a szabad pénzáram növekedését is ez okozta.

KILÁTÁSOK

A romló fedezeti marzs, és csökkenő EBITDA miatt, inkább **negatív árfolyamreakciót várunk a jelentést követően, rövidtávon.**

A jövőre nézve pozitív, hogy a magasabb marzsú TV-szolgáltatás és rendszerintegrációs és információtechnológiai bevételek aránya növekszik az árbevételen belül. További pozitív hatást jelentene, ha a TV



szolgáltatások fedezetét rontó műsordíjat sikerülne legalább részben áremelkedéssel kompenzálni. Idén és jövőre **további fellendülést várunk a magas marzsú rendszerintegrációs és információtechnológiai bevételek terén** az elérhető EU-s támogatások miatt. Az előzetes információk alapján a Digi belépése nem várható a mobilpiacra 2018 előtt, ami további lehetőséget ad a cégnek, hogy növelje versenyelőnyét és felkészüljön az erősödő versenyre. Június végéig lezárul a mobil SIM-kártyák regisztrációja, ez okozhat lemorzsolódást a feltöltőkártyás ügyfélbázisban, de ez akár egy jó lehetőség is lehet arra, hogy átcsábítsa őket a szolgáltató az előfizetéses szegmensbe. A roaming díjak további csökkenésének még mérsékelt negatív hatása lehet az árbevételre és a marzsokra. Ezek alapján **az év hátralévő részében látunk valószínűséget a pénzügyi mutatószámok javulásában, ami felfelé mozdíthatja az árfolyamot is.**

ÁRBEVÉTEL ÉS KÖLTSÉGEK ELEMZÉSE

FŐBB PÉNZÜGYI MUTATÓSZÁMOK				
mHUF	2017		2016	Változás Év/Év
	Q1	Q1*	Q**	
Mobil bevételek	74 250		72 287	3%
Vezetékes bevételek	47 548		48 346	-2%
Rendszerintegráció/IT	17 129		15 380	11%
Energiaszolgáltatás	1 580		2 313	-32%
Összes bevétel	140 507	139 400	138 326	2%
Közvetelen költségek	-52 942		-49 688	7%
Bruttó fedezet	87 565		88 638	-1%
<i>Fedezeti marzs%</i>	62%		64%	
Közvetett költségek	-49 223		-42 703	15%
EBITDA	38 342	39 100	45 935	-17%
<i>EBITDA marzs%</i>	27%	28%	33%	
Értékcsökkenési leírás	-25 720		-25 308	2%
Működési eredmény	12 622	13 600	20 627	-39%
Nettó pénzügyi eredmény	-6 050		-6 607	-8%
Adózott eredmény	14 340	5 200	11 465	25%
EPS	13,1		10,3	27%
Szabad Cash Flow	36 517		9 747	275%
Nettó adósság	338 300		376 600	-10%
Nettó adósság/teljes tőke	37%		39,30%	

*Elemzői konszenzus várakozása

**a Crnogorski Telekom pénzügyi eredményei nélkül

Az összes árbevétel 1,6%-kal 140,5 milliárd forintra nőtt. Ezen belül **a mobilbevételek 2,7%-kal 74,3 milliárd forintra bővültek**, köszönhetően az adatbevételek 14,4%-os emelkedésének, valamint a készülékértékesítésből származó jövedelem 15,1%-os növekedésének. A hangalapú bevételekben folytatódott a negatív trend, közel 5%-kal kevesebb bevételt generáltak, mint egy évvel korábban, amit az erős verseny hatására mérséklődő árak, a roaming díjszintek csökkenése és az ügyfélbázis kismértékű zsugorodása okozott.

A vezetékes bevételek 1,7%-kal, 47,5 milliárd forintra csökkentek. A TV-szolgáltatásból, valamint készletértékesítésből származó bevételek emelkedése nem tudta ellensúlyozni a hangalapú és szélessávú internet jövedelem visszaesését.

A **rendszerintegráció és információtechnológiai bevételek** két nagyobb közbeszerzési tender (FINA Világbajnoksághoz kapcsolódóan egy infrastrukturelepipítés, továbbá a Nemzeti Közszolgálati Egyetem részére eszközszállítás és rendszerimplementáció) megnyerésének **köszönhetően 11,4%-kal nőttek.**

A közvetlen költségek az árbevételnél nagyobb mértékben, 6,5%-kal nőttek az okostelefonok értékesítésével kapcsolatos költségek, valamint a bázisidőszakot követően bevezetésre került TV műsordíjak miatt. Ennek hatására a bruttó fedezeti ráta 64%-ról 62%-ra esett vissza.

Az EBITDA 16,5%-os visszaesését a magasabb költségek mellett, jelentősen befolyásolta a 2016. első negyedévet támogató egyszeri bevételek (ingatlan és Origo eladása) kiesése.

A Crnogorski Telekomban meglévő 100%-os tulajdon átruházására 2017. januárjában került sor. Ennek ellenértékének (közel 38 milliárd forint) a negyedévre jutó része (9,5 milliárd forint), nem az általunk várt egyéb működési bevételek közt lett kimutatva, hanem megszűnt tevékenységből származó eredményként a nettó eredményt javította. **A nettó profit így 25%-os növekedést mutat a bázisidőszakhoz képest, 14,3 milliárd forintot téve ki.**

A folytatódó tevékenységekből származó szabad cash flow a bázisidőszaki 9,9 milliárd forintról 0,3 milliárd forintra esett vissza, amit a csökkenő EBITDA mellett többek között a 4,4 milliárd forinttal magasabb CAPEX-költségek is magyaráznak. A Crnogorski Telekom értékesítésének bevétele miatt a cég szabad cash flow-ja 36,5 milliárd forintra ugrott.

Macedóniában 1,4%-kal csökkent az árbevétel, az EBITDA pedig 2%-kal esett vissza a bázisidőszaki értékhez képest.

ÉRTÉKELTSÉG

VERSENYTÁRS-ELEMZÉS	P/E		EV/EBITDA		ROE	Árbevétel 3 éves átlagos változása %	Nettó adósság/Saját tőke
	2017	2018	2017	2018	5 éves átlag		
MAGYAR TELEKOM	15,1	13,9	5,0	5,0	7,5	-1,7	37,0
VODAFONE	50,1	31,5	7,0	7,3	3,3	2,7	45,8
HRVATSKI TELEKOM	14,4	15,2	3,9	4,1	12,1	-0,3	-27,9
DEUTSCHE TELEKOM	18,8	16,5	6,1	5,9	9,1	6,8	128,8
TELEFONICA	16,0	15,5	6,7	6,5	14,5	-7,2	16,2
ORANGE	14,5	13,5	5,1	5,1	7,8	0,0	71,1
TELENOR	13,9	12,6	5,7	5,6	16,7	10,0	110,0

Forrás: Bloomberg, MKB

A fenti táblázat alapján a Magyar Telekom részvényei P/E és EV/EBITDA alapon relatív olcsónak mondhatók a versenytársakkal összevetve, és a nettó adósság/saját tőke arány is igen konzervatív. A ROE mutatók alapján azonban a versenytársaktól elmaradó profitabilitást állapíthatunk meg.

ELEMZÉS:

Vezető elemző	Részvényelemző	Részvényelemző
Kuti Ákos, CFA	Gyöngy-Kovács Nóra	Debreczeni Csaba
+36-1-268-7940	+36-1-268-7388	+36-1-268-8323
kuti.akos@mkb.hu	gyongy-kovacs.nora@mkb.hu	debreczeni.csaba@mkb.hu

KERESKEDÉS:

<i>Dénes Szilárd</i>	<i>Gyűrűs Péter</i>	<i>Kasza Tamás</i>
+36-1-268-8481	+36-1-268-7185	+36-1-268-7433
denes.szilard@mkb.hu	gyurus.peter@mkb.hu	kasza.tamas@mkb.hu
<i>Köber Péter</i>	<i>Lukács Miklós</i>	<i>Muraközy Zsolt</i>
+36-1-268-7655	+36-1-268-7814	+36-1-268-7587
kober.peter@mkb.hu	lukacs.miklos@mkb.hu	murakozy.zsolt@mkb.hu
<i>Takács Judit</i>	<i>Zölde Zsombor József</i>	
+36-1-268-7090	+36-1-268-6744	
takacs.judit@mkb.hu	zolde.ZsomborJozsef@mkb.hu	

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MKB Bank Zrt. (tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001., a Budapesti Értéktőzsde tagja) készítette.
2. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azok valódiságáért, pontosságáért és teljességéért az MKB Bank Zrt. felelősséget nem vállal. A megjelenő vélemények a kiadványt készítő szakemberek saját megítélését tükrözik, amelyek újabb információk megjelenése esetén külön értesítés nélkül megváltozhatnak.
3. Az árfolyamok múltbeli alakulásából nem lehetséges azok jövőbeni alakulására vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybe vételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők 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! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról!
4. A kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. Az MKB Bank Zrt. kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért.
5. Az MKB Bank Zrt. jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.
6. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag az MKB Bank Zrt. előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. Az MKB Bank Zrt. valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.