

Szakdolgozat

**A Magyar Telekom Nyrt. diszkontált cash-flow-n alapuló
vállalatértékelése**

Készítette: [Pataki Péter Attila]

Pénzügy és számvitel BA/BSc szakos,
nappali munkarendű hallgató

Specializáció: (Vállalkozások Pénzügyei)

Témavezető: [Kucséber László Zoltán]

főiskolai docens

Eredetiségi nyilatkozat a szakdolgozatról/diplomamunkáról/záródolgozatról

Hallgató adatai							
Név, Neptun-kód:	Pataki Péter Attila	B	X	W	I	O	V
Szakdolgozat/diplomamunka/záródolgozat adatai							
Szakdolgozat/diplomamunka/ záródolgozat címe:	A Magyar Telekom Nyrt. diszkontált cash-flow-n alapuló vállalatértékelése						
Témavezető:	Kucséber László Zoltán						

Alulírott Pataki Péter Attila büntetőjogi felelősségem tudatában nyilatkozom, hogy a csatoltan bírálatra és védésre beadott szakdolgozatban/diplomamunkában/záródolgozatban foglalt tények és adatok a valóságnak megfelelnek, és az abban leírtak a saját, önálló munkám eredményei.

A felhasznált forrásokat az irodalomjegyzékben feltüntettem, a rájuk vonatkozó, szabályszerű hivatkozásokat a szövegben megtettem. A szakdolgozat/diplomamunka/záródolgozat más szakon vagy intézményben sem a saját nevemben, sem máséban nem került beadásra. Tudomásul veszem, hogy a szakdolgozatot/diplomamunkát/záródolgozatot az intézmény plágiumellenőrzésnek veti alá. Tudatában vagyok annak, hogy plágium (más munkájának sajátomként történő feltüntetése) esetén a szakdolgozat/diplomamunka/záródolgozat érvénytelen, ezért elutasításra kerül.

Budapest, 20.15. év november hónap 24 nap

Pataki Péter Attila

Hallgató aláírása

Tartalomjegyzék

Bevezetés.....	1
1. Szakirodalom áttekintése	3
1.1. Mit is értünk a „vállalati érték” kifejezés alatt	3
1.2. A vállalatértékelési eljárások a hazai és nemzetközi szakirodalomban	4
1.3. Eszköz alapú értékelési eljárások.....	7
1.4. Hozamalapú értékelési eljárások.....	9
1.4.1. Általános osztalékértékelési modell („Dividend Discount Modell”).....	9
1.4.2. DCF modellek.....	12
1.4.2.1. Free Cash Flow to Firm (FCFF) modellek.....	12
1.4.2.1.1. Egyszerű és stabil növekedésű FCFF modell	15
1.4.2.1.2. Több szakaszból álló DCF modellek	16
1.4.2.2. Az FCFE – Free Cash Flow to Equity modell	18
1.4.2.3. A DCF modellek előnyei és hátrányai	21
1.5. Piaci összehasonlításra alapuló értékelési eljárások	21
2. Üzleti elemzés.....	22
2.1. Magyar Telekom Nyrt. bemutatása	22
2.2. Globális és hazai makrogazdasági környezet.....	24
2.3. Iparági elemzés.....	25
2.4. Közvetlen versenytársak Magyarországon	26
2.5. Pénzügyi átvilágítás	27
2.5.1. Árbevétel elemzése	28
2.5.2. Pénzügyi mutatószámok elemzése.....	29
3. Magyar Telekom vállalatértékelése és elméleti árfolyamának meghatározása	32
3.1. Az alkalmazott módszertan és a modell általános bemutatása	32
3.2. Jövőbeli árbevétel meghatározása	33
3.3. NOPLAT jövőbeli értékeinek a meghatározása	35
3.4. Mérlegváltozások pénzáramra gyakorolt hatása.....	38
3.4.1. Nettó forgótőke előrejelzése	39
3.5. Az FCFF meghatározása	41

3.6.	Tőkeköltség becslése	41
3.6.1.	Saját tőke értéke.....	42
3.6.2.	Hitelállomány értéke	43
3.6.3.	Tőkeszerkezet megállapítása	43
3.6.4.	Saját tőke költsége.....	43
3.6.5.	Idegen tőke költsége.....	46
3.7.	Vállalatérték kiszámítása	47
3.8.	Tulajdonosi érték meghatározása.....	49
3.9.	Érzékenységvizsgálat	50
4.	Összefoglalás	51
5.	Irodalomjegyzék	55
6.	Mellékletek.....	58

Bevezetés

Személyes érdeklődés a téma iránt

A vállalatértékelés témaköre és annak gyakorlati alkalmazása már az egyetemi tanulmányaimat megelőzően is felkeltette a figyelmemet. Amikor 2020-ban kitört világjárvány, akkor az emberek világszerte arra kényszerültek, hogy otthon maradjanak és több millió emberhez hasonlóan, számomra érdekessé vált a tőzsde világa. Ez év nyarán töltöttem be a 18. életévemet és az eddig megtakarított pénzem egy részét, én is beszerettem volna fektetni részvényekbe. Azonban szinte már az első naptól kezdve ott lebegett a szemem előtt az a kérdés, hogy mi alapján döntssem el, hogy egy adott értékpapírba megéri-e befektetni, vagy sem. Tudni szerettem volna, hogyan lehet kiszámolni egy adott részvény reális árfolyamát, amely alapján el tudom dönteni, hogy alul vagy felülértékelt az adott részvény.

Az egyetemi tanulmányaim során megőriztem a részvény és vállalatértékeléssel kapcsolatos érdeklődésemet. A számvitelhez és a vállalati pénzügyekhez kapcsolódó tantárgyak sokat segítettek abban, hogy tovább mélyítsem a meglévő tudásomat ebben a témakörben. Ezekből fakadóan magától értetődő volt számomra, hogy ebből a témakörből szeretném megírni a szakdolgozatomat.

Szakdolgozat témája

A szakdolgozatom során a Magyar Telekom Nyrt.-t. fogom értékelni diszkontált szabad cash-flow-n alapú vállalatértékelési eljárással. A szakdolgozatom során, azt a célt tűztem ki, hogy a korábban említett vállalatértékelési eljárással meghatározzam a Magyar Telekom vállalatértékét (Enterprise Value), majd pedig a kapott vállalatértékből kiindulva meghatározzam a tulajdonosi értéket (Equity Value), amelyből kiszámítható a Magyar Telekom Nyrt. elméleti részvény árfolyama. Az általam kiszámított elméleti árfolyamot szeretném összevetni az értékpapírpiacon kialakult jelenlegi árfolyammal. A választásom azért a Magyar Telekomra esett, mivel nyilvános tőzsdei társaság lévén rengeteg nyilvános információ érhető el az interneten. A Magyar Telekom beszámolóiban rengeteg olyan adatot találtam, amelyet közvetlenül feltudtam használni a jövőbeli adatok becslése során.

A szakdolgozatom megírása közben továbbá részletesen be fogom mutatni az egyes vállalatértékelési eljárásokat, amely során ki fogok térni az egyes eljárások erősségeire és

gyengeségeire, valamint arra, hogy az egyes módszereket milyen helyzetekben célszerű alkalmazni.

A téma aktualitása

A DCF modell elméleti alapja a 19. századik vezethető vissza, amikor megjelentek a pénz időérték elméletei és a jövőbeli pénzáramok diszkontálásának alapelvei. Olyan közgazdászoknak, mint Irving Fishernek köszönhetően a 20. század elején a kidolgozott elméleteikkel megalapozták azt a koncepcionális keretelvet, amely lehetővé tette a befektetések jelenértékének a meghatározását a várható hozamok alapján (Scariati et al., 2025).

Az elméleti koncepcióból azonban csak a 20. század során alakult ki egységes üzleti értékelésre alkalmas módszertan. Ennek fejlődésében kulcsszerepet játszott a kockázat és hozam összefüggéseit vizsgáló modellek megalkotása, mint például a CAPM (Capital Asset Pricing Model) vagy súlyozott átlagos tőke költség (WACC) (Scariati et al., 2025).

A DCF modell kifinomult elemzési módszerré vált, amely elterjedését segítette a pénzügyi piacok komplexitása, valamint a vállalati pénzügyekben alkalmazott egyre szigorúbb értékelési megközelítések. Napjainkra a DCF modellen alapuló vállalatértékelési modellek világszerte a befektetési döntések és vállalati pénzügyek alapkövének számítanak (Scariati et al., 2025).

A hazai szakirodalomban a vállalatértékelés témakörével először a rendszerváltozás után, az 1990-es években a privatizáció és a piacgazdaságra történő átállás időszakában, jelentek meg az első vállalatértékeléssel foglalkozó szakkikkek és szakkönyvek (Takács, 2021).

Véleményem szerint manapság a vállalatértékelés témaköre Magyarországon azért aktuális, mivel a hazai kkv szektorban éppen generációváltás zajlik. Azok a vállalkozók, akik a 90-es és 2000-es években alapították a cégeket, ők manapság érik el a nyugdíjkorhatárt és nem mindegyik családi vállalkozást szeretnék folytatni az örökösök, ezért gyakran felmerül a családi vállalkozás értékesítése, amelynek alapfeltétele a vállalat pontos értékének a meghatározása.

A vállalat értékének a meghatározása azonban az üzleti élet más szituációiban is szükséges lehet. Fernandez (2007) szerint a legjellemzőbb okok a vállalatértékének a meghatározására a következők:

- Adásvételi ügyletek, M&A tranzakciók,
- Tőzsdén jegyzett cégek értékelése,

- Elsődleges részvény és kötvénykibocsátás
- Értékteremtésen alapuló kompenzációs rendszerek
- Értékvezérlők tényezők azonosítása
- Stratégiai döntések meghatározása

1. Szakirodalom áttekintése

1.1. Mit is értünk a „vállalati érték” kifejezés alatt

Ahogy korábban említettem a bevezetésben a vállalatértékelés mára gyakorlatilag egy önálló tudományággá fejlődött. Azonban eltérően a természettudományoktól, itt nem léteznek olyan ökölszabályok mint például a gravitációs erő. A vállalatértékelés területe ennél sokkalta szubjektívebb, mivel az egyes paramétereken és értékvezérlőkön keresztül az elemzők máshogy ítélik meg például egy adott értékpapír reális árfolyamát vagy egy konkrét vállalat értékét. Az M&A tranzakciók során az eladó fél abban érdekelt, hogy a vállalatértéke minél magasabb legyen, míg a vevői oldalon lévő fél érdeke, hogy minél alacsonyabb legyen.

Mielőtt belekezdenék a szakirodalmi rész feldolgozásába ki szeretnék térni arra, hogy mit is jelenthet az „érték” kifejezés. A vállalati értéket több nézőpontból is értelmezhetjük, mivel más és más jelentéssel bír az egyes érdekeltek, idegen szóval stakeholderek számára. Egy vásárló számára értéket jelenthet a cég által árult termék és szolgáltatások minősége és ára, valamint a hasznossága, amit a jószág elfogyasztása biztosít. Egy beszállító számára értéket jelenthet a jó partnerségi viszony fenntartása. A menedzsment elsősorban abban érdekelt, hogy a vállalkozás minél nagyobb értéket teremtsen, ezáltal magasabb javadalmazásra tegyenek szert. A kormányzat számára a vállalati szektor aggregáltan, olyan értéket biztosít, amely befolyásolja az egész ország jólétét. Ide tartozik többek között a vállalkozások által foglalkoztatott személyek, a fizetett adók, a beruházások, valamint a versenyképességük. Ezek mind hozzájárulnak egy ország fejlettségéhez és jólétéhez. Végezetül pedig a szakdolgozatom témájához kapcsolódóan mit is jelent az érték a befektetőknek és a tulajdonosok számára? Nos az ő érdekük, az, hogy általuk rendelkezésre bocsájtott tőke után a kockázatok figyelembevétele mellett hozamot realizáljanak.

Miután meghatároztam, hogy milyen értéket hordozhat az egyes külső és belső érdekeltek számára egy vállalat, most az szeretném bemutatni, hogy az a vállalatértékelés területén mit is értünk az „érték” kifejezés mögött. Ezen szakterületen több kifejezéssel is találkozhatunk,

éppen ezért fontosnak tartom, hogy az elemző, a következő kifejezésekkel tisztában legyen és meg tudja különböztetni az egyes vállalatérték típusokat egymástól. Ezt a célt hívatott segíteni a következő táblázat, amelyben az egyes vállalatérték típusok és azok definíciói találhatók:

1. táblázat: Vállalatérték típusok

Vállalati érték típusok	Definíció
Belső érték („intrinsic value”)	• A közgazdasági értelemben vett, szakmai alapon leginkább pontos érték, vagyis a vállalat várható jövőbeni cash-flow termelő képessége alapján meghatározott érték: az előretekintő cash-flow diszkontált jelenértéke.
Méltányos érték („fair value”)	• Az az ár, amelyen egy eszköz (vagy kötelezettség) gazdát cserélne egy olyan vevő és eladó között, akik hajlandók az ügyletre, miközben a vevő nincs kényszerhelyzetben a vásárlásra, az eladó pedig nincs kényszerhelyzetben az eladásra.
Folyamatos működés melletti érték	• A vállalkozás folytatásának elvét figyelembe véve, egy működő társaság többet ér, mint pusztán az eszközeinek együttes értéke.
Likvidációs érték	• A vállalkozás folytatásának elve nem áll fenn - csődhelyzet, végelszámolás - és az üzleti tevékenység megszűnése várható, akkor a vállalat értéke megegyezik az eszközök értékesítéséből várható bevétellel (csökkentve a likvidációs költségekkel).
Könyvszerinti érték	• Egy vállalkozás eszközeinek számviteli nyilvántartásokban nyilvántartott értéke.
Befektetési érték	• Olyan érték amely során a vevő fél figyelembe veszi a potenciális szinergiákból fakadó többlet értéket.

Forrás: <https://www.blackburnconsulting.eu>, Pinto et al., 2015 alapján saját szerkesztés

1.2. A vállalatértékelési eljárások a hazai és nemzetközi szakirodalomban

Miután áttekintettem a nemzetközi és a hazai szakirodalmakat, arra a megállapításra jutottam, hogy nem alakult ki egységes nézet a vállalatértékelési eljárások csoportosítását és alkalmazását illetően.

Ez véleményem szerint több okra is visszavezethető. Egyrészt a vállalatértékelés egy olyan multidiszciplináris terület, amelyben a közgazdaságtan, a pénzügyek, a számvitel és a menedzsment elméletei keverednek, ezért nehéz kialakítani egyetlen, mindenki által elfogadott tudományos alapokon álló elméleti modell-t.

Vegyük példának Aswath Damodaran és Koller-Goedhardt-Wessels a vállalatértékelési eljárások csoportosítását. Aswath Damodaran (2012) három osztályra bontja az egyes eljárásokat. Megkülönbözteti a hozamalapú, relatív összehasonlításra alapuló és a reál opciós megközelítéseket. Ezzel szemben Koller és Goedhardt-Wessels a relatív összehasonlításra és a reál opciókon történő értékelésen túlmenően a vagyoni vagy másnéven eszközalapú értékelését egy külön értékelési eljárásnak kezeli, valamint hozamalapú vállalatértékelési eljárások között megjelenik a számviteli eredményen alapuló eljárások is (Takács, 2021).

A két megközelítés mögött az egyik eltérés az, hogy míg Koller és Goedhardt-Wessels a vagyonalapú megközelítést egy különálló vállalatértékelési csoportnak tekinti, addig Aswath Damodaran megközelítése szerint a vagyonalapú megközelítés a diszkontált cash flow alapú eljárások csoportjához tartozik, mivel véleménye szerint egy eszköz piaci értékét az általa generált jövőbeli pénzáramok jelenértéke határozza meg (Damodaran, 2012).

A különböző pénzügyi rendszermodellek kialakulásának gazdaságtörténeti magyarázatát Gerschenkron amerikai gazdaságtörténész adta (Vigvári, 2008, idézi Gerschenkron, 1962). Gerschenkron összefüggést mutatott ki a banki finanszírozás súlya és az országok előrelépési üteme között. A később iparosodó, úgynevezett követő országokban (például Németország, Osztrák-Magyar Monarchia) fontosabb szerephez jutottak a bankok. Ennek oka visszavezethető a tőkefelhalmozás hiányára, valamint a második ipari forradalom hullámában az egyes húzóágazatoknak tőkeigénye (vaskohászat, vegyipar, gépgyártás) meghaladta az első ipari forradalom tőkeigényét (Vigvári, 2008).

Az úgy nevezett kontinentális pénzügyi rendszerekben történelmileg tehát a közvetett finanszírozás, azaz a bankhitel alapú külső finanszírozás vált meghatározóvá. Az úgynevezett univerzális bankok mind a rövid, mind pedig a hosszúlejáratú finanszírozást biztosítják. A kontinentális modell két minta országában Franciaországban és Németországban működő vállalatokra hagyományosan a közvetett finanszírozás a jellemző, ritkábban jelenik a finanszírozási döntéseik során a közvetlen finanszírozás, azaz a kötvény és részvénykibocsátás (Vigvári, 2008).

A fentebb említettek okok miatt a kontinentális Európa területén sokkal elterjedtebb a számviteli eredményen alapuló vállalatértékelési eljárások, mivel azt sokkal stabilabban lehet megbecsülni a jövőbeli adózott eredmény vagy az EBIT értékét szemben a szabad cash-flow-al, mivel az utóbbiban nagyobb eltérések mutatkozhatnak az egyes években a beruházások és nettó forgótőkében tapasztalható változások miatt. A hitelintézetek alapvetően a stabilitást

részesítik előnyben, ezért számukra kézenfekvőbb a számviteli eredményen alapuló eljárások alkalmazása (Takács, 2021).

Az angolszász országokban ezzel szemben a hozamalapú vállalatértékelési eljárások közül a diszkontált cash-flow alapuló eljárásokat részesítik előnyben. Az angolszász területek a közvetlen tőkepiaci finanszírozás vált meghatározóvá, a vállalatok a külső finanszírozási igényeiket részvény és kötvénykibocsátással bonyolítják le. A kötvény és részvénytulajdonos számára a legfontosabb befektetésük megtérülése, ezért a rendelkezésre álló szabad cash flow nagyságát kiemelt figyelem övezi. Ez az a pénzösszeg, amely rendelkezésre áll mind a részvényesek, mind pedig a hitelezők számára (Takács, 2021).

Az angolszász területeken bizalmatlanabbak a mérleg és eredménykimutatásokkal szemben, mivel az adózott eredményt és az eszközök értékét könnyebben lehet manipulálni, ezzel szemben a szabad cash flow alapuló modellek jobban tükrözik a pénzügyi valóságot és a befektetés megtérülését.

Az egyes vállalatértékelési eljárások csoportosítását a nemzetközi és hazai szerzők az alábbi módon csoportosítják:

2. táblázat: Vállalatértékelési eljárások csoportosítása

Szerző(k)	Vállalatértékelési eljárás
Aswath Damodaran	• Diszkontált cash-flow • Relatív összehasonlításra alapuló • Opciók értékelés
Koller-Goedhardt-Wessels	• Diszkontált cash-flow • Diszkontált számviteli eredmény • Vagyonalapú értékelés • Opciók értékelés
Pablo Fernandez	• Vagyonalapú értékelés • Relatív összehasonlításra alapuló • Diszkontált cash-flow
Ulbert József	• Vagyonalapú értékelés • Diszkontált cash-flow • Diszkontált számviteli eredmény • Relatív összehasonlításra alapuló
Takács András	• Vagyonalapú értékelés • Relatív összehasonlításra alapuló • Diszkontált cash-flow • Diszkontált számviteli eredmény

Forrás: (Takács, 2021) alapján saját szerkesztés

A táblázatban szereplő egyes szakirodalmak szerzői, máshogy csoportosítják az egyes értékelési eljárásokat, azonban a bemutatott szakirodalmak alapján megállapítható, hogy három fő vállalatértékelési eljárás létezik, a hozamalapú, a relatív összehasonlításra alapuló, és vagyonalapú tekinthető a leginkább elterjedt irányzatoknak ezen a szakterületen. A három fő értékelési irány mellett a táblázatban találkozhatunk egyéb értékelési módszerekkel, mint például a reál opciós vagy a gazdasági hozzáadott értékű megközelítésekkel.

A nagyon szerteágazó, és gyakran eltérő álláspontokat ütköztető szakirodalom miatt, az International Valuation Standards (IVS) kifejezetten azzal a céllal jött létre, hogy a nemzetközi értékelési gyakorlatot közös alapokra helyezze, a különböző szakértők által készített értékeléseket összehasonlíthatóvá tegye. Az IVS három fő megközelítési módszert (hozam-, vagyon- és piaci alapú) szűkíti le az alkalmazható eljárásokat, amelyek megteremtik a közös alapot és az egyező értelmezést ezzel segítve a gyakorlat egységesítését (Takács, 2021).

1.3. Eszköz alapú értékelési eljárások

Az eszközalapú vagy másnéven vagyonalapú értékelési eljárások az abszolút értékelési eljárások közé tartoznak és olyan megközelítést alkalmaznak, amely a vállalat eszközeinek az értékéből indul ki, nem pedig a jövőbeli pénzáramlásokból vagy piaci összehasonlításokból. Az alkalmazására általában akkor kerül sor, amikor a vállalkozás folytatásának az elve nem áll fenn, ilyen eseménynek számít felszámolás és a végelszámolás, illetve bizonyos eszközök, üzletágak leválasztása. A többi értékelési eljárással ellentétben ez a fajta értékelési módszer nem veszi figyelembe a vállalkozás folyamatos működése miatti többlet értéket (<https://www.blackburnconsulting.eu>).

Hasonlóan a diszkontált szabad cashflow-n alapú vállalatértékelési eljárásokhoz az eszközalapú eljárásoknak több változata ismert, ugyanakkor mindegyik fajtáról elmondható, hogy a vállalkozás tulajdonosi értéke megegyezik a nettó vagyonértékkel, ami nem más, mint az eszközök értéke a kötelezettségek értékével csökkentve.

Damodaran (2012) három eljárást különböztet meg:

Az első a **likvidációs érték**, amely számítását elsősorban akkor alkalmazzuk, amikor a vállalkozás folytatásának az elve nem áll fenn. Erre általában akkor kerül sor, amikor a vállalat fizetéképtelene válik és felszámolás alá kerül. Ebben az esetben a vagyontárgyai

értékesítéséből fogják a fennálló adósságot visszafizetni (Takács idézi Spivey-McMilland, 2002).

A likvidációs érték számítása olyan helyzetben is indokolt lehet, amikor a vállalkozás pénzügyi helyzete olyan mértékben megromlott, hogy az értékelő szerint elkerületlen a vállalkozás felszámolása a közel jövőben (Takács, 2021).

A likvidációs értéket a következő képlet alapján határozhatjuk meg:

1. ábra: Likvidációs érték kiszámítása

$$\begin{array}{r} \text{Fennálló eszközök piaci értéke} \\ (-) \text{ Fennálló kötelezettségek piaci értéke} \\ (-) \text{ Likvidálás költségei} \\ \hline = \text{Likvidációs érték} \end{array}$$

Forrás: Saját szerkesztés (Takács, 2021) alapján

A képlet alapján könnyen meghatározhatjuk, hogy a felszámolási eljárás során a kötelezettségek rendezése után mekkora vagyon marad a tulajdonos számára.

Mivel az eszközök értékesítése alapvetően piaci értéken történik ezért Damodaran szerint az eszközalapú értékelés nem egy külön értékelési eljárás, hanem a DCF alapú értékelési eljárások közé tartozik. Állítása szerint egy eszköz piaci értékét vagy a belőle származó jövőbeli diszkontált pénzáramlások, vagy a hasonló eszközök piaci értéke határozza meg (Damodaran, 2012)

A második eszközalapú megközelítés az úgynevezett **rekonstrukciós értéket** hívatott meghatározni. A rekonstrukciós érték egy azonos paraméterekkel rendelkező eszköz megszerzésének jelenbeli költségét fejezi ki (Takács, idézi Ulbert 1997). A különböző típusú eszközét értékét más-más módon közelíthetjük meg. Az *újra előállítási költséget* elsősorban ingatlanoknál, speciális gépeknél és berendezéseknél alkalmazhatjuk míg az *újrabeszerzési költséget jellemzően* általános gépek, berendezések és járművek esetén alkalmazhatjuk (Takács, 2021).

A harmadik vagyonalapú megközelítési módszer a **könyv szerinti értéket** veszi alapul, ami nem más, mint a vállalkozás számviteli nyilvántartásokban kimutatott értéke. A módszer nagy előnye, hogy nem igényel nagy erőfeszítést. A tulajdonosi érték megállapítása nem más, mint az eszközök könyvszerinti értéke csökkentve a kötelezettségek könyvszerinti értékével (Takács, 2021). Ezzel a módszerrel az a legnagyobb probléma, hogy a könyvszerinti érték az esetek többségében nem egyezik meg a piaci értékkel (Fernandez, 2007).

Ahogy korábban említettem a vagyonalapú értékelési módszerek alkalmazására ritkán kerül sor, általában akkor amikor egy vállalat fizetéseképtelenné válik. Ugyanakkor elfordulhatnak olyan élethelyzetek, amikor az eszköz alapú érték magasabb, mint a működő cég értéke. Az utóbbi eset ritkának és iparágspecifikusnak mondható, az elemzők gyakran alkalmazzák például természeti erőforrások kitermelésével foglalkozó cégek értékelésénél (Pinto et al., 2015).

A vagyonalapú értékelési módszerek legnagyobb előnye, hogy ezzel a módszerrel viszonylag egyszerűen megállapíthatjuk a tulajdonosi, valamint a vállalati értéket. A könyvszerinti érték módszer alkalmazásával minimális számviteli ismeretek birtokában is képesek lehetünk meghatározni a tulajdonosi értéket. Ezzel szemben a likvidációs és rekonstrukciós érték megállapítása igényel némi kutatómunkát, viszont, mint majd később látni fogjuk ezen módszerek is sokkal egyszerűbbek a diszkontált szabadpénzáramláson alapú modelleknél.

Az eszközalapú értékelési eljárással a legfőbb probléma az, hogy nem veszi figyelembe a működésből fakadó többlet értéket és emiatt kevés olyan üzleti helyzet adódik, amikor érdemes lehet használni (www.blackburnconsulting.eu).

1.4. Hozamalapú értékelési eljárások

Ebben az alfejezetben a különböző hozamalapú értékelési eljárásokat fogom bemutatni. A hozamérték eljárások a vállalatértéket a jövőbeli hozamtermelő képességből kiindulva határozhatjuk (Takács, 2021). A hozamalapú értékelési eljárásoknak számtalan variációja ismert, azonban alapvetően kétfajtaképpen közelíthetjük meg. Megkülönböztetjük a diszkontált cash-flow-alapú módszereket a számviteli eredményen alapuló módszerektől (Takács, 2021).

Mivel a hozamalapú értékelési eljárások teljeskörű részletes bemutatása egy külön szakdolgozattal érne fel, amely véleményem szerint meghaladja az alapképzéseken tanultak, ezért ennél a résznél csak a legismertebb eljárásokat fogom bemutatni.

1.4.1. Általános osztalékértékelési modell („Dividend Discount Modell”)

A modern vállalati pénzügyek egyik legismertebb értékelési technikája az általános osztalékértékelési modell. Gyakorlatilag ez az első olyan részvényértékelési modell, amellyel a vállalati pénzügyeket tanuló hallgatók tanulmányaik során először találkoznak.

Az osztalékértékelési modell a részvényekkel kapcsolatos jövőbeli pénzáramok jelenértékére alapul. A részvénytulajdonosai számára ez a pénzáram a részvényesek között szétosztott osztalékban és az árfolyamnyereségben térül meg. A modell ezért abból a feltételezésből indul

ki, hogy egy részvény elméleti árfolyama megegyezik a jövőbeli osztalékok jelenértékével. Mivel az osztalékértékelési modell a jövőbeli osztalékok jelenértékéből áll, ezért a modell figyelmen kívül hagyja a részvényesi érték növelésének egyéb lehetséges forrásait, például a részvény visszavásárlást, valamint a felvásárlásból, összeolvadásból származó szinergiákat (Reilly & Brown, 2012).

A részvény tulajdont megtestesítő, lejárat nélküli értékpapír, ezért az osztalékértékelési eljárások alkalmazása során végtelen időhorizontot feltételezünk. A részvény elméleti árfolyama valamilyen örökjáradék-moddellel közelíthető (Ulbert et. al., 2018).

Az általános osztalékértékelési modellt a következő képlet segítségével írhatjuk fel:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r_e}$$

Ahol:

- P_0 : Az értékpapír elméleti árfolyam
- DIV_1 : Osztalék a következő periódusban
- r_e : részvényesi megtérülés/saját tőke költsége

Az általános osztalékértékelési modell során, amely az egyszerű örökjáradék képletén alapul, azzal feltételezéssel élünk, hogy az adott értékpapír minden évben ugyanakkora osztalékot fizet. Ugyanakkor ez nem feltétlenül helyes következtetés, mivel osztalék fizetés kapcsolódik a vállalati életciklus modelljéhez¹. Az első osztalékfizetésre az árbevétel növekedésének azon fázisában kerül sor, amikor az adózott eredmény stabilizálódik és a vállalat képes elköteleződni az a részvényesek osztalékélvárásaival szemben (Ulbert, et. al., 2018).

Az imént említett megállapítás alapján az osztalékkifizetés különféle esetei különféle változásokon mehet keresztül, amit a részvényértékelési modellbe bele kell építenünk. (Ulbert, et. al., 2018).

Ennek megfelelően három alapesetet különböztethetünk meg. Az első eset amikor az osztalék értéke időben állandó, amit általában érett vállalkozások körében alkalmazhatunk, mivel

¹ A szervezeti életciklus elmélet (Organizational Life Cycle Theory, OLCT) alap gondolata, hogy a vállalat életciklusát egy élőlény életciklusához hasonlítja. Az OLCT elméletének kidolgozását (Gross & Haire, 1960) köthetjük (Katits, 2024).

kiszámítható jövedelemmel rendelkeznek és alacsony az újrabefektetési igényük, így az adózott eredmény jelentős részét ki tudják fizetni osztalékként (Reilly & Brown, 2012).

A másik eset, amikor szintén végtelen időszakot, ugyanakkor egy konstans osztaléknövekedési ütemet is feltételezünk. Itt a növekvő örökjáradékon alapuló módszert alkalmazunk, amit a szakirodalomban Gordon-Sharipo modellnek hívnak. Ez a modell szintén érett és kiszámítható jövedelemmel rendelkező vállalkozások esetében alkalmazható (Ulbert, et. al., 2018).

A Gordon-Sharipo modell a következő módon épül fel.

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r_e - g}$$

Ahol:

- P_0 : Az értékpapír elméleti árfolyama
- DIV_1 : Osztalék a következő periódusban
- r_e : részvényesi megtérülés/saját tőke költsége
- g : növekedési ütem

A növekedési ütem megbecsléséhez a legáltalánosabban elfogadott módszer a ROE mutató és visszatartási ráta (1-osztalékfizetési ráta) szorzatán alapul.

A harmadik eset, amikor az osztalék növekedési üteme eltért az állandó növekedési ráta értékétől. A vállalatok életciklusát gyakran jellemzi egy kezdeti, gyors növekedési fázis, melyet egy stabil növekedési szakasz követ, amikor a vállalkozás érett szakaszba lép át. A gyors növekedési szakaszhoz köthető kompetitív előny fenntarthatóság időtartamát explicit módon határozzuk meg, amely után a cég áttér a konstans hosszútávú növekedésre vonatkozó végtelen időhorizontra. A modell alapvetése közé tartozik, hogy alapvetően olyan vállalatok értékelésére szolgál, amelyek több éven keresztül képesek az iparági átlagot meghaladó növekedésre, mielőtt egy stabil és konstans növekedési szakaszba lépnek át. (Ulbert, et. al., 2018; Reilly & Brown, 2012).

Az egyszerűsége és az akadémiai körökben történő elfogadottsága miatt, véleményem szerint ez a modell alkalmas lehet arra, hogy bevezetésként szolgáljon azok számára, akik a vállalati pénzügyekkel és a vállalatértékelési eljárásokkal ismerkednek.

A modell alkalmazása során hátrányként fogalmaznám meg azt, hogy a képlet rendkívül egyszerű és érzékeny az input adatokra. A diszkontált osztalék modellek további problémája, hogy nem lehet alkalmazni őket osztalékot nem fizető vállalatok értékelésére. A Gordon-

Sharpiro modell nem tudja kezelni azt problémát, ha a konstans növekedési ráta magasabb a megtérülési rátánál. További probléma az osztalékértékelési módszerekkel, hogy a részvény visszavásárláshoz köthető pénzáramot nem veszi figyelembe (Ulbert, et. al., 2018).

1.4.2. DCF modellek

A DCF-n alapuló értékelés célja, hogy egy vállalkozás értékét megállapítsa a várható jövőbeli pénzáramok jelenértéke alapján. Ez a fajta hozamérték megközelítés a vállalatérték elméleti és gyakorlati szempontból egyaránt leginkább preferált és dominánsnak tekinthető eljárása. Gyakorlatilag a DCF módszer az egyetlen módszertanilag helyes értékelési eljárás (Fernandez, 2007).

Az általános osztalékértékelési eljárással szemben a szabad pénzáramlason alapuló módszereknél nem az osztalék mértékét vesszük alapul, hanem azt az összeget, amely elérhető vállalkozás finanszírozói számára. A nemzetközi és a hazai szakirodalomban a DCF értékelési eljárásnak két főcsoportját különböztethetjük meg:

- Free Cash Flow to Firm (FCFF)
- Free Cash Flow to Equity (FCFE)

Ellentétben egy értékpapír által fizetett osztalék nagyságával, az FCFF és az FCFE értékéről nem érhetőek el publikus adatok. Az elemző ezen értékeket az elérhető pénzügyi beszámolók alapján kell kiszámolnia, amelyhez a számviteli kimutatások ismerete szükséges (Pinto et al., 2015).

1.4.2.1. Free Cash Flow to Firm (FCFF) modellek

A Free Cash Flow to Firm vagy másik idegen kifejezéssel Unlevered Free Cash Flow azt a működésből származó, adózás utáni pénzáramot fejezi ki, amely figyelmen kívül hagyja a finanszírozási struktúrában szereplő idegen tőkét (Takács, 2021) Más megközelítésből az Free Cash Flow to Firm értéke megmutatja, hogy mekkora szabadpénzáram áll rendelkezésre a vállalkozás finanszírozói számára, miután figyelembe vették a vállalkozás beruházási és működőtőke igényét és azt feltételezzük, hogy nem rendelkezik a vállalkozás hitelekkel, ezáltal nincsenek pénzügyi ráfordításai (Fernandez, 2007). Egy vállalkozás finanszírozóit három nagy kategóriába sorolhatjuk: 1) hitelezők, 2) elsőbbségi részesedéssel rendelkezők és 3) törzsrészesvényesek vagy tulajdonosok (Pinto et al., 2015). Mivel azt a jövőbeli pénzáramot határozzuk meg, amely mind a hitelezők, mind pedig a tulajdonosoknak egyaránt a

rendelkezésükre áll, ezért az átlagos tőkeköltséggel, idegen kifejezéssel Weighted Average Cost of Capital (WACC), fogunk diszkontálni, amely mindkét fél megtérülési elvárását reprezentálja. A súlyozott tőkeköltséget az alábbi formulával tudjuk kiszámítani:

$$WACC = W_e * R_e + W_d * R_d * (1 - t)$$

ahol:

W_e : Saját tőke aránya

W_d : Hitelek aránya

R_e : Saját tőke költsége

R_d : Hitel költség értéke (adózás után)

A Free Cash Flow to Firm (FCFF) értékelési modelleknek több változata ismert. Azonban szakdolgozatomban kizárólag a stabil növekedésen alapuló, valamint a gyors növekedési szakaszt követően stabil növekedést alkalmazó kétszakaszos modellek kerülnek bemutatásra.

A Free Cash Flow to Firm értékének az általánosan és nemzetközileg elfogadott kiszámítása a következő képlettel lehetséges:

$$FCFF = EBIT * (1 - Adókulcs) + \text{Értékcsökkenés} - \text{Beruházások} - \Delta \text{Nettó forgótőke}$$

A Free Cash Flow levezetését a működési eredménnyel kezdjük, amely a magyar számviteli standardoknak megfelelően az üzemi (üzleti) eredmény lesz. Az idegen szakirodalomban a működési eredmény megegyezik az Earnings Before Interest and Tax (EBIT) megnevezéssel. Ez azt jelenti, hogy egy olyan számviteli eredmény kategóriát alkalmazunk, amely nem veszi figyelembe a hitelezők számára fizetett kamatot és a fizetett társasági adót sem, csak a vállalkozás szokásos üzletmenetéből származó jövedelmet vesszük alapul (Takács, 2021).

Az EBIT értékéből tudjuk megállapítani a NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes) értékét, amely nem más, mint az EBIT-re vetített elméleti adóteher, mivel a valós adókötelezettséget az adózás előtti eredmény alapján számítjuk. Az EBIT-re vetített adó levonásával egy olyan hipotetikus eredményt kapunk, amelyet a vállalkozás hitel igénybe vétele nélkül ért volna el (Takács, 2021).

A NOPLAT értéke azonban még csak számviteli eredményen alapul, amely nem veszi figyelembe a tényleges pénzáramokat, ezért további korrekciókra van szükségünk, ahhoz, hogy megtudjuk határozni az FCFF értékét. Az első ilyen korrekciós tétel a tárgyévi

értékcsökkenéssel történő korrekció. A számviteli standardoknak megfelelően a befektetett eszközök értéke után amortizációt kell elszámolni, ami a tárgyévi eredményt költségként csökkenti. Azonban a vállalkozás számára ez tényleges pénzkiáramlással ez nem jár, ezért a tárgyévben elszámolt értékcsökkenés értékét hozzá kell adnunk a NOPLAT értékéhez. Az értékcsökkenés értékét megtalálhatjuk az eredménykimutatásban, ha összköltség eljárással készül, illetve a cash flow kimutatásban is (Takács, 2021).

A második módosító tétel a beruházásokhoz kapcsolódik, amely a befektetett eszközök állományában bekövetkezett bruttó növekményhez köthető. Ennek oka arra vezethető vissza, hogy a befektetett eszközökben történt növekmény nem számít számviteli költségnek, hanem csupán eszköz körfogásnak, így nincsen eredménymódosító hatása, viszont pénzkiáramlással jár a vállalkozás számára. A levezetés során a számítás egyszerűsíthető azzal, ha az értékcsökkenés és a befektetett eszközök bruttóérték növekményét összevontan, a befektetett eszközök nettó értékének változását szerepeltetjük, ami egyszerűen meghatározható a mérlegben szereplő tárgyévi és előző évi adat különbségeként (Takács, 2021).

A képlet legutolsó eleme a nettó forgótőkében bekövetkezett változás. Itt elsőként érdemes megemlíteni, hogy a számviteli és finanszírozási szempontból egy kicsit eltér a nettó forgótőke értelmezése. A számviteli szempontból a nettó forgótőke értéke megegyezik a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek különbségével. Finanszírozási szempontból szükséges a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek módosítása. A forgótőke alatt a vállalkozás nem pénzbeli forgóeszközeinek és a nem finanszírozási célú (kamatteher nélküli) rövid lejáratú kötelezettségek különbségét értjük, korrigálva az aktív és passzív időbeli elhatárolások, valamint a céltartalékok értékével (Takács, 2021).

2. ábra: Nettó forgótőke meghatározása

Készletek
(+) Követelések
(+) Értékpapírok
(+) Aktív időbeli elhatárolások
(-) Nem finanszírozási célú rövid lejáratú kötelezettségek
(-) Céltartalékok
(-) Passzív időbeli elhatárolások
= Nettó forgótőke

forrás: Saját szerkesztés, (Takács, 2021) alapján

A nettó forgótőke finanszírozási szempontból történő kiszámítása során további módosításokat végezhetünk. Egyrészt az értékpapírok értékét levonhatjuk belőle, mivel alapvetően ezen eszközök nem a vállalkozás működési tevékenységéhez kapcsolódnak, illetve a likviditásuk miatt gyakorlatilag pénzbeli eszköznek is tekinthetők. A második módosítási lehetőség, ha a céltartalékokat nem tekintjük a nettó forgótőke részének, mivel ezen tétel tulajdonképpen a tárgyévi eredmény egy részének az elkülönítéséből származik (Takács, 2021).

A levezetésben a nem finanszírozási célú rövid lejáratú kötelezettségek között olyan kötelezettségeket kell kimutatni, amely független külső féltől vagy részesedési viszonyban lévő féltől kapott kölcsön, hitelt és váltótartozás. Így a rövid lejáratú kötelezettségek között a legfontosabb tételek a szállítói tartozások és az egyéb rövid lejáratú kötelezettségek lesznek (Takács, 2021).

1.4.2.1.1. Egyszerű és stabil növekedésű FCFF modell

Az egyszerű és a stabil növekedésű FCFF modellek felépítése megegyezik a már korábban bemutatott egyszerű örökjáradék és a Gordon-Shapiro modellével. Az egyszerű örökjáradékos módszer alkalmazásakor a meglévő éves FCFF összegét osztjuk a vállalati átlagos tőke költség értékével, ezáltal megkapva a vállalati értéket.

Ezt a modellt a gyakorlati életben nem igen lehet alkalmazni, mivel rendkívül egyszerű és érzékeny az input adatokra. Elméleti megközelítésből olyan helyzetekben lehetséges e modell alkalmazása, amikor egy vállalat érett életszakaszban van és stabil éves pénzáramokkal rendelkezik, valamint kiszámítható környezetben működik (Takács, 2021).

A stabil növekedési modell alkalmazása során azt feltételezzük, hogy a cég szabad cash flow-ja egy meghatározott növekedési ütem mellett fog növekedni a végtelenségig a tőke költség állandósága mellett (Damodaran, 2012).

A stabil növekedésű modell, növekedési ütemének a becslése eltér Gordon modell során alkalmazott formulától. Ennél a modellenél a növekedési ráta becslése a következő képlettel lehetséges. Damodaran (2012) alapján a következő számítások elvégzésével tudjuk meghatározni.

$$\text{Növekedési ütem } (g) = ROIC * \text{Újrabefektetési ráta}$$

ahol:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{\text{Saját tőke} + \text{Hitelállomány} - \text{pénzeszközök}}$$

$$\text{Újrabefektetési ráta} = \frac{\text{Beruházások} - \text{Értékcsökkenés} + \Delta \text{Nettó forgótőke}}{NOPLAT}$$

A stabil növekedésű modellek előnye és hátránya hasonló az osztalékértékelési eljárásokhoz. Viszonylag egyszerűen meg lehet határozni vele a vállalatértékét, viszont érzékeny az input adatokra és figyelni kell arra, hogy a növekedési ráta értéke nem haladhatja meg az átlagos vállalati tőke költség értékét. További negatívum az egyfázisú modellek alkalmazását illetően, hogy az újrabefektetési ráta számítása során a modell érzékenyen reagál a beruházások az értékcsökkenés viszonyított relatív arányához. Éppen ezért érdemes az újrabefektetési ráta meghatározásához az adott iparág átlagát alkalmazni, illetve olyan rátát alkalmazni, amelyet a vállalkozás hosszútávon fent tud tartani (Damodaran, 2012).

1.4.2.1.2. Több szakaszból álló DCF modellek

A stabil növekedésű FCFF modellekkel az a legnagyobb probléma, hogy a valóságban egyik korábbi feltételezés sem tekinthetőek helytállónak. Egy vállalkozás hozamai valamilyen trendet követnek és az átlagos vállalati tőke költség időbeli állandósága sem reális feltételezés. Ezen problémák kiküszöbölésé végett kerültek kidolgozásra a több szakaszból álló modellek, amelyek a szakirodalomban jellemzően kettő vagy három szakaszra bomlanak (Takács, 2021).

A két szakaszból álló modellek megalkotása során a vállalat jövőjét hozamtermelés szempontjából két külön részre osztjuk. Elsőként meghatározzuk a gyors növekedési időszakot, amely során a vállalkozás magasabb ütemben tud növekedni. Majd pedig az explicit időszak végén, amikor eléri stabil növekedési ütemet, akkor meghatározzuk a vállalkozás maradványértékét (Damodaran, 2012).

Az explicit előrejelzési időszak kijelölésére hatással van többek között a vállalkozás mérete és érettsége, valamint az is, hogy milyen szektorban és iparágban működik. Egy gyors növekedésű technológia cég számára ez az időszak mindössze kettő-három év lehet, ezzel szemben egy

közmű szolgáltató cég számára ez az időszak akár húsz-harminc év is lefedhet (Vernimmen, et. al, 2014). A kiválasztott értékelendő cég érettsége és iparági besorolásának figyelembevétele mellett az International Valuation Standards (2021) további szempontokat is meghatároz, amelyek befolyásolhatják az explicit időszak időtartamát:

- Az adott vállalat élethossza
- Ésszerű időtartam, amelyre vonatkozóan megbízható adatok állnak rendelkezésre, és amelyekre az előrejelzések alapozhatók
- Az a minimum időtartam, amely elegendő ahhoz, hogy elérjük a stabilizált növekedési és nyereségszintet.
- Azoknak az eszközöknek, amelynek az élettartama ciklikusságot mutat, lehetőség szerint magában kell foglalnia egy teljes ciklust (International Valuation Standards, 2021).

A kétfázisú DCF modelleket alkalmazásával a jövőbeli pénzáramok jelenértéke a következő képlet segítségével határozható meg:

$$\sum_{t=1}^n \frac{FCFF}{(1+r_1)^t} + \frac{FCFF * (1+g)/(r_2 - g)}{(1+r_1)^n}$$

A több szakaszból álló modellek hozamainak előrejelzésére több fajta feltételezést is alkalmazhatunk. Az egyik változat alapján a hozamok növekedési üteme végig állandó marad az explicit időszak során, majd ezt követően a végtelen növekedési időszakban lecsökkentjük egy olyan növekedési rátára, amelyet a vállalkozás hosszútávon fent tud tartani (Pinto et al., 2015).

Egy másik megközelítés szerint az explicit időszak során fokozatosan csökkentjük a hozamok növekedési rátáját, mindaddig amíg el nem értjük azt a növekedési rátát, amit a vállalkozás hosszútávon képes lehet fenntartani, amit majd a végtelen növekedési időszakban fogunk alkalmazni (Pinto et al., 2015).

Ennek a megközelítésnek a lényege az, hogy a növekedési ütem hirtelen megváltozása az explicit és végtelen növekedési időszak között nem túl életszerű, a növekedési ütem csökkenése általában minden vállalkozást előbb vagy utóbb elér. A csökkenő növekedési ütem beépítése segíthet abban, hogy realisabb vállalatértéket határozzunk meg (Pinto et al., 2015).

A gyakorlatban a szakemberek a végtelen szakasz növekedési rátájaként (g), egy olyan értéket állapítanak meg, amely tükrözi az ország hosszútávú GDP növekedési lehetőségeit. A végtelen növekedési időszak növekedési ütemével további elvárás, hogy ne haladja meg a WACC értékét, mivel ebben az esetben negatív értéket kapnánk, amit nem lehet értelmezni.

A két gyors növekedési szakasz és a maradványérték alapján meghatározott vállalati érték képletében megfigyelhetjük, hogy a maradványérték kiszámításakor más diszkontrátát alkalmazunk. Azonban Takács (2021) álláspontjával szemben más álláspontot képvisel a maradványérték diszkontrátájának meghatározását illetően Damodaran (2012). Explicit módon ugyan Damodaran nem jelenti ki, de a maradványérték számításakor a WACC értékének alacsonyabbnak kell lenni, mint a gyorsnövekedés időszaka alatt, mivel a gyors növekedési szakaszt követően, a vállalkozás üzleti kockázata csökken, ami alacsonyabb bétát eredményez és ez végsősoron csökkenti a saját tőkeköltségét. Ezen túlmenően szintén csökkenti a tőkeköltséget amikor vállalkozásnak kiszámíthatóvá válnak pénzáramai. Éppen ezért az érett szakaszban lévő cégek általában jobb hitelminősítéssel rendelkeznek, ezáltal kedvezőbb kondíciók mellett juthatnak hitelekhez, amely alacsonyabb idegentőke költséget eredményez. Végezetül Damodaran szerint a stabil növekedési szakasz elérésekor a vállalkozások tőkeszerkezete megváltozik, a hitelek nagyobb arányban szerepelnek a finanszírozási struktúrában, ami szintén alacsonyabb tőkeköltséget eredményez a cég számára (Damodaran, 2012).

A két szakaszból álló modellek érdekessége, hogy a különböző vállalatértékelési eljárásokat lehet egyszerre alkalmazni. Míg az explicit előjelzési időszak alapvetően a diszkontált szabadpénzáramokon alapul addig a maradványértéket több fajta módon is meghatározhatjuk. Az International Valuation Standards, az alábbi eljárásokat tekinti mérvadónak:

- A már korábban ismertetett **növekvő örökjáradék képletét**.
- A **piaci szorzószámos** módszert, amely során egy úgy nevezett exit value-t határozzunk meg, az utolsó előrejelzett év EBIT vagy EBITDA összegét megszorozva egy piaci szorzószámmal.
- Az eszköz jövőbeli **maradványértéket**.

1.4.2.2. Az FCFE – Free Cash Flow to Equity modell

Az FCFE modell nem mutat nagy eltérést a hagyományos osztalékértékelési eljárásoktól, mivel ennél a modellnél is alapvetően olyan pénzáramot fogunk használni, amely a tulajdonosok

számára áll rendelkezésre. Az FCFE egyik lehetséges értelmezése szerint egy olyan pénzáramlás, amely a potenciális osztalék nagyságát mutatja meg (Damodaran, 2012).

A valóságban azonban a vállalatok általában nem azt az összeget fizetik ki osztalékként, amit megengedhetnek maguknak, gyakran lényegesen több vagy kevesebb osztalékot fizetnek ki, mint az FCFE adott időszaki értéke. Ennek az eltérésnek az egyik lehetséges oka, hogy az osztalékpolitika meghatározása az igazgatóság szabad belátásán alapú döntése. A legtöbb tőzsdén kereskedett vállalkozás menedzsmentje előnyben részesíti az osztalék hosszútávú és stabil növelését, ezért sok vállalat még akkor is lassan emeli az osztalékot, ha a vállalat nyeresége gyorsan növekszik. A vállalatok gyakran akkor is fenntartják a jelenlegi osztalékot, ha a jövedelmezőségük csökken. Ez elsősorban azzal magyarázható, hogy a menedzsment szeretné elkerülni osztalék megvágásával kapcsolatos híreket, amelyek negatívan érintik a vállalkozás részvénytőzsi árfolyamát (Pinto et al., 2015).

A konkrét definícióját tekintve az FCFE nem más, mint a vállalat tulajdonosai számára rendelkezésre álló pénzáramlás, miután az összes működési költséget, kamatot és tőketörlesztést kifizették, valamint a megtörténtek a szükséges beruházások a forgó és állóeszközökbe (Pinto et al., 2015). Tehát eltérően az FCFF modellől itt figyelembe vesszük a vállalkozás finanszírozási struktúrájában szereplő idegen tőkét is, a kiszámításakor levonásra kerül az adósságszolgálat (tőketörlesztő + kamat), a vállalkozás mérlegébe bekerülő új hitelállomány pedig növelő tételnek fog számítani. A kiszámítását kétféle módon végezhetjük el. Egyrészt meghatározhatjuk az FCFF-ből kiindulva, valamint közvetlenül a pénzügyi beszámolókból. Az alábbi táblázatban a két módszer levezetése látható:

3. táblázat: FCFE meghatározási módszerei:

FCFE meghatározása	
Közvetlen levezetés	Levezetés FCFF értékéből
Adózott eredmény	FCFF
(+) Értékcsökkenési leírás	(-) kamat ráfordítások * (1-Adókulcs)
(-) Beruházások	(+) Adósságállomány változása
(+/-) Δ Nettó forgótőke	
(+) Adósságállomány változása	
=FCFE	=FCFE

Forrás: (Pinto et. al., 2015) alapján saját szerkesztés

A pénzügyi beszámolókon alapuló levezetés során hasonló logikát követünk, mint az FCFF meghatározásakor, ugyanakkor két fontos különbséget állapíthatunk meg. Egyrészt az FCFE meghatározásakor az adózott eredményből indulunk ki, nem pedig a NOPLAT értékéből,

másrészt pedig a képlet végén hozzáadásra kerül a finanszírozási kötelezettségek állományváltozása. A jobb oldali levezetésnél az FCFF értékét korrigáljuk azokkal a pénzmozgást okozó tételekkel, amelyek idegen tőkéhez kapcsolódnak, ezért levonásra kerül a kamatráfordítás, a hozzá kapcsolódó adómegetakarítás és a finanszírozási kötelezettségek állományváltozását pedig hozzáadjuk (Takács, 2021).

A FCFF és FCFE módszereken alapú értékelési eljárások között további különbség, hogy FCFE eljárások alkalmazása során nem az átlagos tőke költséget fogjuk alkalmazni diszkontrátaként. Ennek oka, hogy azt a pénzáramot számoljuk ki, amely a vállalkozás tulajdonosainak áll rendelkezésre, ezért a tulajdonosi réteg kockázatát megtestesítő a saját tőke költségét kell alkalmaznunk a diszkontráta meghatározása során.

Az FCFE előrejelzések során a jövőbeli növekedés megbecslése során hasonló képletet alkalmazunk, mint az osztalék növekedési ráta meghatározásakor. Ugyanakkor némi módosításra van szükségünk az újra befektetési rátával és a ROE-vel kapcsolatban. Az újra befektetési ráta kiszámításakor nem az osztalékfizetési hányadot alkalmazzuk, hanem a saját tőke újra befektetési hányadát, amely azt mutatja meg, hogy a jövedelem hány százalékát forgatják vissza a vállalkozásba (Damodaran, 2012). A saját tőke újrabefektetési rátát Damodaran (2012) a következőképpen határozza meg:

Saját tőke újra befektetési ráta:

$$= \frac{\text{Beruházások} - \text{Értékcsökkenés} + \Delta \text{Nettó forgótőke} - \text{finanszírozási kötelezettségek változása}}{\text{Adózott eredmény}}$$

Amikor az FCFE módszert alkalmazzuk, érdemes különválasztani a már meglévő pénzeszközállományt a működést biztosító eszközöktől. Ebből fakadóan a ROE mutatót ezért módosítani szükséges, mivel a jövedelmezőségi mutató hagyományos számításában az adózott eredmény tartalmazza a pénzeszközökön realizált pénzügyi eredményt, a nevezőben lévő saját tőke könyv szerinti értéke pedig magában foglalja a pénzeszközök értékét is. A módosításokat követően megkapjuk a „non-cash” ROE mutatószámot, amely megmutatja, hogy a vállalat menedzsmentje mennyire hatékonyan használja fel a részvényesi tőkét az alapvető, nem pénzügyi eszközökből származó profit termelésére (Damodaran, 2012, p.360).

Non-Cash ROE:

$$= \frac{\text{Adózott eredmény} - \text{kamatbevételek} * (1 - \text{Adókulcs})}{\text{Saját tőke könyvszerinti értéke} - (\text{Pénzeszközök} + \text{értékpapírok})}$$

A saját tőke újra befektetési rátájának és a módosított sajáttőke-arányos jövedelmezőségnek a szorzata adja meg az FCFE várható növekedési rátáját.

$$FCFE \text{ növekedési üteme} = \text{Saját tőke újrabefektetési ráta} * \text{Non – Cash ROE}$$

1.4.2.3. A DCF modellek előnyei és hátrányai

A DCF modellek legnagyobb előnyének az számít, hogy az előre tekintő megközelítése révén a vállalatértékét a cég jövőbeli értékteremtőképességét tükrözi. Szintén a modell előnyei közé tartozik, hogy a vállalati érték meghatározása független a piaci hatásoktól, ezáltal egy objektívabban tudjuk megbecsülni egy vállalkozás értékét. A modell további előnyeire tartozik, hogy a modell felépítése során több jövőbeli scenáriót és feltételezést felállíthatunk, az egyes értékvezérlők mentén, így érzékenység vizsgálat során megtudjuk határozni, hogy az egyes inputok milyen hatással vannak a vállalkozás értékére (Scariati et al., 2025).

Természetesen, mint minden értékelési eljárásnak, itt is meg kell említenünk, hogy a DCF modelleknek is vannak hátrányai. Mivel a jövőbeli szabadpénzáramlások növekedését becsüljük meg, ezért a DCF modellek rá vannak utalva a jövőbeli feltételezésekre. A jövőbeli előrejelzésekben és a súlyozott tőkeköltség megállapításában elkövetett kisebb hibák jelentős eltérésekhez vezethetnek a becsült vállalat értékében. Továbbá az is egy hátránynak tekinthető, hogy a maradványérték meghatározása során használt növekvő örökjáradék modell leegyszerűsített (Scariati et al., 2025).

1.5. Piaci összehasonlításra alapuló értékelési eljárások

A relatív, piaci összehasonlításra alapuló értékelési eljárások alkalmazásakor szintén a vállalkozás folytatásának számviteli alapelvével élünk. A piaci alapú értékelés használatakor az értékelendő vállalkozás értékét úgy határozzuk meg, hogy annak valamely pénzügyi mutatóját (pl. árbevétel, adózott eredmény) felszorozzák egy megfelelő szorzószámmal (Takács, 2021). A diszkontált szabadpénzáramon alapuló eljárásokkal ellentétben, amely a vállalat belső értékét keresi, a relatív értékelési eljárások során abból a feltételezéséből indulunk ki, hogy a piaci árazás helyes, alul vagy felülértékeltség csak az egyedi részvények esetében értelmezhetőek és előbb vagy utóbb az adott értékpapír közeledni fog az adott piac átlagához (Damodaran, 2010).

A relatív értékelési eljárásokat több dimenzió szerint csoportosíthatjuk, viszont a módszer alkalmazásának feltétele, hogy a vállalatra a lehető legtöbb jellemző (méret, tevékenység,

jövedelmezőség, földrajzi elhelyezkedés, gazdasági és társadalmi környezet) alapján találjunk olyan vállalatokat, amelyekkel össze lehetne hasonlítani, hiszen csak így lehet az ezen vállalatok adataiból számított szorzószámot alkalmazni (Takács, 2021).

Az egyes szorzószámokat csoportosíthatjuk aszerint, hogy a teljes vállalatértékét, vagy csak a saját tőke piaci értékét határozzuk meg. Az összehasonlítás során használhatjuk a korábban említett, az értékelendő vállalathoz hasonló jellemzőkkel rendelkező vállalkozások szorzószámait. Megvizsgálhatjuk, hogy az adott vállalat szorzószámai hogyan alakult múltban és ez alapján döntjük el, hogy az adott értékpapír felül vagy alulértékelt-e. Az utóbbi módszert alapvetően olyan cégeknél érdemes alkalmazni, amelyek már érett fázisban vannak és több év pénzügyi adatai állnak a rendelkezésünkre (Pinto et al., 2015).

A piaci szorzószámokkal való értékelést továbbá el lehet végezni a múltbeli tranzakciók, vállalati adás-vételek és elsődleges tőzsdei jegyzések szorzószámait felhasználva. Ezt a fajta technikát gyakran alkalmazzák az M&A tranzakciók során, illetve amikor egy vállalkozás tőzsdére lép (International Valuation Standard, 2022).

A relatív értékelési eljárások alkalmazásakor, rengeteg pénzügyi mutatószámot használhatunk, de a legismertebb mutatószámok közé a P/E, P/S, P/BV EV/EBIT és EV/EBITDA sorolnám. Ezeket a mutatószámok könnyen megtalálhatjuk az interneten. A legtöbb pénzügyi híroldalon és adatbázisokban ingyenesen hozzáférhető bárki számára, sokszor még az időbeli alakulásukat is figyelemmel tudjuk kísérni.

2. Üzleti elemzés

Az elméleti rész alapos áttekintése után a következő fejezetekben egy komplex esettanulmány keretén belül szeretném meghatározni a Magyar Telekom Nyrt. vállalati értékét, majd pedig ezt követően a tulajdonosi értéket, amelyet a forgalomban lévő részvények számával elosztva meghatározhatom az elméleti részvényárfolyamot. Ebben a fejezetben a Magyar Telekom Nyrt. bemutatását követően az üzleti elemzéssel fogok foglalkozni. Ennek célja, hogy az értékelési munkám során, feltárjam azokat a tényezőket, amelyek szükségesek a Magyar Telekom Nyrt. jövőbeli pénzügyi teljesítményének megítéléséhez.

2.1. Magyar Telekom Nyrt. bemutatása

A Magyar Telekom Nyrt. leányvállalataival együtt alkotja a Magyar Telekom Csoportot, amely Magyarország és Észak-Macedónia vezető távközlési szolgáltatója, Bulgáriában és

Romániában pedig alternatív szolgáltatóként van jelen (Magyar Telekom éves beszámoló, 2024).

A vállalatot 1991-ben alapították Matáv Magyar Távközlési RT néven, a Magyar Posta átalakulását követően és az 1990-es években lezajlott privatizációs időszak alatt a Deutsche Telekom Csoport fokozatosan a Magyar Telekom többségi tulajdonosává vált. A Magyar Telekom részvényeinek a kereskedése egyidejűleg kezdődött meg a budapesti és new york-i értéktőzsdén 1997-ben (www.telekom.hu).

A Magyar Telekom több millió ügyfél számára biztosít mobil, vezetékes, valamint információ technológia (RI/IT) szolgáltatásokat. A legutolsó negyedéves beszámoló alapján, a csoport árbevételének a legnagyobb része a mobil ágazatból (59%) származik, míg a vezetékes szolgáltatók 32%-ot, az RI/IT tevékenységből az árbevétel 9%-a származott (Magyar Telekom éves beszámoló, 2024).

A Magyar Telekom kiemelt figyelmet fordít a kutatás fejlesztésre és az innovációra, együttműködve a hazai KKV szektorral, egyetemekkel és kutatóintézetekkel. A fejlesztési projektek között szerepelnek a felhőalapú megoldások, mesterséges intelligencia, valamint adatvezérelt rendszerek és biztonsági szolgáltatások. A Magyar Telekom továbbá élen jár a hazai 5G és a gigabitképes sáv szélességet biztosító vezetékes hálózat kiépítésében. A Magyar Kormánnyal kötött együttműködési szerződés keretein belül a Csoport vállalta, hogy 2026 végére az lakosságszamarányos kültéri 5G lefedettséget 99%-ra növeli, míg 2027 végére a 4,5 millió magyar háztartás és vállalkozás számára elérhetővé teszi a gigabitképes hálózati infrastruktúrát (Magyar Telekom éves beszámoló, 2024).

A Csoport működését áthatja a fenntarthatóság iránti elkötelezettség, 2015 óta karbonsemleges a vállalat működése, 2030-ig pedig azt a célt tűzte ki maga elé a Magyar Telekom, hogy az árbevételének legalább fele klímavédelmet szolgáló tevékenységből kell származnia. Mindezek mellett a Csoport elkötelezett a digitalizáció előmozdítása, az esélyegyenlőség, valamint a társadalom digitális kompetenciájának fejlesztésében (www.Telekom.hu).

A társaság vezérigazgatója 2018 óta Rékási Gábor, aki korábban a Cisco Systems Magyarország ügyvezető igazgatója volt. Ezt követően a Telekom-csoporthoz tartozó IQSYS Zrt. vezetője volt (www.Telekom.hu).

2.2. Globális és hazai makrogazdasági környezet

Az IMF 2025 júliusában frissített globális gazdasági előrejelzése alapján 2025-ben 3%-os, 2026-ban pedig 3,1%-os GDP növekedés várható a világon, amely alacsonyabb, mint a pandémiát megelőző historikus átlag (3,7%). A globális infláció várhatóan 4,2%-ra mérséklődik majd 2025-ben, a következő évben pedig 3,6% lesz. Az deflációs tendenciát segíti a világ szerte tapasztalható csökkenő kereslet a termékek és szolgáltatások iránt, valamint az energiahordozók csökkenő ára. Ugyanakkor a globális szinten várható inflációt negatívan befolyásolhatja a katonai konfliktusokból fakadó kínálati sokkok, valamint az Egyesült Államok által kivetett vámok (IMF, 2025a).

A következő táblázatban a 2025-ös évre vonatkozó elemzői várakozások láthatóak GDP növekedés és infláció tekintetében, a világ legnagyobb gazdaságaival rendelkező országokra, valamint a közép-európai régió egyes országaira vonatkozóan.

4. táblázat: GDP növekedés és inflációs előrejelzés 2025

Országok/Régiók	GDP növekedés (2025)	Infláció (2025)
USA	1,9%	2,8%
Németország	0,1%	2,2%
Kína	4,8%	-0,1%
Japán	0,7%	3,1%
Magyarország	0,7%	4,6%
Csehország	2,5%	2,6%
Lengyelország	3,5%	3,7%

Forrás: Saját szerkesztés, az IMF és az ING N.V adatai alapján

A hazai gazdasági folyamatokat vizsgálva megállapítható, hogy a magyar gazdaság továbbra is gyengébben teljesít a világjárványt megelőző évekhez, illetve a többi közép-európai ország gazdasági növekedéséhez képest. A gazdasági kibocsátás stagnálása az elmúlt években jelentősen éreztette a hatását. 2022 eleje óta eltelt 14 negyedév óta mindössze 7 negyedévben regisztráltak GDP növekedést. A 2024 eleji rövid fellendülés követően magyar gazdaság

lendülete megtört és összeségében 0,5%-kal tudott emelkedni a GDP értéke 2023-hoz képest (IMF, 2025(b)).

A hazai gazdaságpolitika másik kihívása továbbra is inflációval kapcsolatos. Az infláció 2022-es és 2023-as kimagasló értékei után 2024-ben jelentős dezinflációnak lehettünk szemtanúi. A Magyarországon tapasztalt több évtizede nem tapasztalt árszínvonal növekedéshez hozzájárult az Oroszország Ukrajna elleni háborúja nyomán tapasztalt gáz és olajár emelkedése, a Forint leértékelődése, valamint a kormányzat által bevezetett piactorzító intézkedések, mint például a különadó és az egyes termékekre bevezetett ársapkák.

Az egyes hazai makrógazdasági mutatók változásáról az alábbi táblázat adatai alapján tájékozódhatunk:

5. táblázat: Hazai makrogazdasági mutatók

Hazai makrogazdasági mutatók	2022	2023	2024
GDP növekedés	4,6%	- 0,9%	0,50%
Átlagos éves infláció	14,5%	17,6%	3,7%
Jegybanki alapkamat ²	13,00%	10,75%	6,50%
GDP arányos költségvetési hiány	6,2%	6,7%	4,9%
GDP arányos államadósság	74,1%	73,2%	73,5%

Forrás: Saját szerkesztés a KSH és a Tradingeconomics.com adatai alapján

2.3. Iparági elemzés

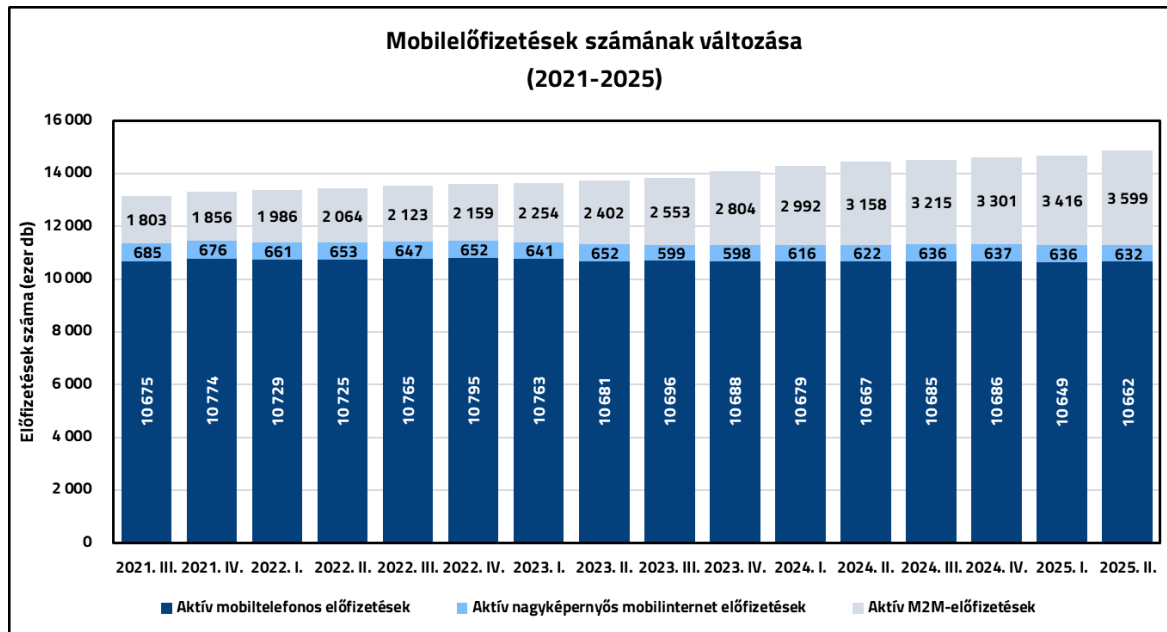
A magyar távközlési ágazat pontosabb megértése céljából a Nemzeti Média-és Hírközlési hatóság (NMHH) 2025. II. negyedéves mobilpiaci jelentését használtam fel, ami a 2021 harmadik negyedéve és 2025 második negyedéve között történt mobilpiaci változásokat foglalja össze.

A magyar mobilpiac az elmúlt évek során folyamatosan bővülő adatforgalommal és átrendeződő előfizetési szerkezettel jellemezhető. A teljes mobilpiac aktív előfizetéseinek száma 13,2 millióról 14,9 millióra növekedett. A négy év alatt tapasztalt évi 3%-os növekedés, szinte kizárólag az M2M szegmens előfizetéseinek évi 19%-os növekedésnek köszönhető.

² A táblázatban szereplő jegybanki alapkamat értékének az adott év végén érvényes jegybanki alapkamatot tekintettem.

Ezzel szemben a hagyományos mobil előfizetések száma (10,7 millió) stagnált, míg a nagyképernyős mobilinternet-előfizetések száma némileg csökkent a vizsgált időszak alatt (Mobilpiaci jelentés, 2025).

3. ábra: A mobilelőfizetések számának változása



Forrás: Mobilpiaci jelentés, 2025 alapján saját szerkesztés

Az előfizetések számának csökkenő ütemű növekedésével szemben a felhasznált adatforgalom mennyisége jelentősen növekedett, a nem M2M mobilinternet forgalom évente átlagosan 20%-kal emelkedett. Az egy előfizetőre jutó havi adatforgalom megduplázódott a vizsgált időszak alatt, míg 2021-ben 9 GB volt, addig 2025-ben átlagosan 18 GB mobilinternetet használt el egy előfizető. Ezzel szemben a hagyományos hang és SMS-szolgáltatások forgalommnövekedése megállt és enyhe visszaesés volt tapasztalható a vizsgált időszak alatt.

A magyar mobilpiacot továbbra is három nagy szolgáltató uralja. A Magyar Telekom piacvezetőnek számít a legtöbb szegmensben, többek között hanghívást forgalmazó (46%) és internetet forgalmazó előfizetésekben (44%), valamint 2024 óta M2M kártyás előfizetések (43%) terén is. Kivételt a nagyképernyős mobilinternet jelenti, ahol a lakossági szegmensben a One (korábban Vodafone), a nem lakosságban pedig a Yettel piacvezető (Mobilpiaci jelentés, 2025).

2.4. Közvetlen versenytársak Magyarországon

A mobilpiaci jelentésből kiderült, hogy a magyar távközlési piacot jelenleg három szereplő dominálja, akik hasonló termék és szolgáltatás portfóliót kínálnak és azonos célcsoportot

szolgálnak ki. A következő táblázatban a 2024. évi főbb teljesítmény mutatói találhatóak a Magyar Telekomra, valamint a ONE-ra és Yettel-re vonatkozóan.

6. táblázat: Magyar Telekom közvetlen hazai versenytársai

Vállalat	Magyar Telekom	One	Yettel
Árbevétel (mFt)	967 478	347 949	263 763
Adózott eredmény (mFt)	152 110	17 586	16 414
Mérlegfőösszeg (mFt)	1 530 073	563 823	184 990
Létszám (fő)	6 744	2 917	1 720

Forrás: Magyar Telekom 2024 éves beszámoló és az e-beszamolo.im.gov.hu alapján saját szerkesztés

2.5. Pénzügyi átvilágítás

Egy vállalkozás jövőbeli pénzügyi tervét és pénzügyi adatait, amelyek a vállalatértékelés alapját biztosítják az elemző számára, nem készíthetjük el anélkül, hogy megvizsgálnánk a múltbeli gazdálkodás eredményességét. Egy vállalkozás gazdálkodásáról, vagyoni, pénzügyi és jövedelmi helyzetéről, valamint az őket jellemző gazdasági folyamatokról, eredményekről és problémákról, pénzügyi elemzéssel lehet információt szerezni (Zéman & Béhm, 2019).

A vállalatértékelést végző szakember, mellett a gazdálkodási folyamatok alakulásáról, információkra van szüksége az alábbi szereplőknek:

- a jelenbeli és jövőbeli tulajdonosok számára, a befektetésük kezelése érdekében
- a vállalkozás vezetői számára az operatív és stratégiai vezetői döntések megalapozása érdekében,
- a hitelezőknek, akik elsősorban a kihelyezett hitelállományuk védelmében érdekeltek,
- meglévő és leendő üzleti partnerek, hogy eldönthessék az üzleti kapcsolat biztosságát és tartósságát,
- konkurens vállalkozásnak, annak érdekében, hogy meghatározzák a helyüket a piaci versenyben és felmérjék a versenytársaik eredményességét,
- munkavállalóknak, akik szeretnék a munkahelyük és jövedelmük biztonságát megőrizni. (Kresalek & Pucsek, 2024).

A múltbeli gazdálkodás értékelését az utolsó öt lezárt üzleti év adatai alapján fogom bemutatni. Véleményem szerint ez az időtáv már elég hosszú ahhoz, hogy kirajzolódjon egy hosszútávú tendencia a Magyar Telekom eredményességének és pénzügyi helyzetének a változásáról.

2.5.1. Árbevétel elemzése

A Magyar Telekom árbevétele a már korábban, a vállalkozás általános bemutatása során elmondottak alapján, három ágazatból: mobil, vezetékes és RI/IT származnak. A mobil és vezetékes bevételek a Magyar Telekom telekommunikációs hálózatán keresztül nyújtott szolgáltatásaiból és készülékek értékesítéséből származnak, míg az RI/IT ágazatban külső ügyfelek részére nyújtanak egyedi, testreszabott kommunikációs hálózat telepítést és üzemeltetést (Magyar Telekom éves beszámoló, 2024).

A következő két ábrán a Magyar Telekom árbevételének változása látható a vizsgált időszak alatt.

7. táblázat: Magyar Telekom árbevételének a változása

Árbevétel (mFt)	2020	2021	2022	2023	2024
Mobil bevételek	364 589	389 387	433 178	491 178	565 480
Vezetékes bevételek	219 004	223 865	237 019	271 915	307 603
RI/IT	89 455	86 868	76 472	86 135	94 395
Összes bevétel	673 048	700 120	746 669	849 372	967 478

Forrás: Magyar Telekom éves beszámoló, 2024 alapján saját szerkesztés

A három ágazat együttes árbevétele a 2020-as üzleti évben elért 673 048 mFt-ról 967 478 mFt-ra növekedett 2024-re, ami 9,5% évesített átlagos növekedésnek felel meg. Az 7. táblázatban jól látható, hogy az összes bevétel több mint fele a mobil ágazatból származik, ezt követte a vezetékes szolgáltatásból származó bevételek, végül pedig a bevételek legkisebb hányadát az RI/IT szolgáltatások tették ki.

2.5.2. Pénzügyi mutatószámok elemzése

A Magyar Telekom gazdálkodásának az jövedelmezőségét és a pénzügyi helyzetét, az eszköz és tőkeszerkezeti mutatók, likviditási mutatók, valamint a jövedelmezőségi ráták segítségével vizsgáltam meg.

8. táblázat: A Magyar Telekom pénzügyi mutatószámai

Pénzügyi mutatószámok					
Eszközszerkezeti mutatók					
	2020	2021	2022	2023	2024
Befektetett eszközök aránya	80,9%	83,4%	83,4%	80,5%	77,7%
Forgóeszközök aránya	19,1%	16,6%	16,6%	19,5%	22,3%
Tőkeszerkezeti mutatók					
	2020	2021	2022	2023	2024
Tőkeerősség (Saját tőke aránya)	48,7%	49,5%	50,5%	52,3%	56,8%
Eladósodottság aránya (kötelezettségek aránya)	51,3%	50,5%	49,5%	47,7%	43,2%
Tőkefeszültség (Kötelezettségek/Saját tőke)	1,05	1,02	0,98	0,91	0,76
Likviditási mutatók					
	2020	2021	2022	2023	2024
Likviditási ráta	0,82	0,79	0,79	0,82	1,22
Likviditási gyorsráta	0,78	0,76	0,74	0,75	1,16
Pénzhányad	0,18	0,08	0,05	0,08	0,26
Jövedelmezőségi ráta					
	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT-hányad	12,6%	13,3%	14,0%	16,9%	21,9%
EBITDA hányad	33,6%	34,4%	32,5%	33,3%	36,4%
ROA	5,2%	5,9%	4,3%	5,5%	9,9%
ROE	10,7%	11,9%	8,5%	10,4%	17,5%
ROIC	6,2%	6,5%	6,6%	9,4%	13,8%

Forrás: Saját számítások a Magyar Telekom 2024-es éves beszámolója alapján

Az 8. táblázatban a Magyar Telekom pénzügyi mutatószámainak a változása látható a 2020 és 2024 közötti időszakban. A vállalat eszközeinek vizsgálatakor befektetett eszközök magas arányát figyelhetjük meg. A vizsgált időszak során 2021-ben volt a legmagasabb a befektetett eszközök aránya (83,4%), amely évet követően a befektetett eszközök aránya fokozatosan csökkent. Ezzel szemben forgóeszközök aránya 2021-et követően fokozatosan emelkedett. Az eszközszerkezetet vizsgálva megállapíthatjuk, hogy a működés szempontjából a tőke lekötött eszközökben testesült meg, ugyanakkor a forgóeszközök arányának a növekedése 2023-2024-ben a forgalom bővülésére is utalhat.

A tőkeszerkezeti mutatók alapján elmondható, hogy a Magyar Telekom tőkeellátottsága fokozatosan javuló tendenciát mutatott. A saját tőke aránya 2020-ban 48,7% volt, ami a soron

következő években fokozatosan emelkedett, 2024-ben a vállalat tőkeerőssége elérte az 56,8%. Ezzel szemben az eladósodottság aránya és a tőkefeszültség értéke folyamatosan csökkent. A tőkeszerkezeti mutatók vizsgálatával tehát megállapíthatjuk, hogy a tőkeerősség fokozatos növekedésével és az eladósodottsági mutatók értékének csökkenésével a finanszírozási kockázat mérséklődött és a vállalat pénzügyi stabilitása javulást mutatott a vizsgált időszak alatt.

A likviditási mutatók elemzésekor szintén javuló tendenciát figyelhetünk meg a vizsgált időszak alatt. Ugyanakkor a likviditási ráta és likviditási gyorsráta 1 alatti értéke azt jelenti, hogy a rövid lejáratú kötelezettségek értéke meghaladja a forgóeszközök értékét, ami azt jelenti, hogy a forgóeszközök nem fedezték teljes mértékben a rövid lejáratú kötelezettségeket. A negatív forgótőke értéke agresszív finanszírozási politikára utal, mivel a rövid lejáratú kötelezettségek nem csak a forgóeszközöket finanszírozzák, hanem a befektetett eszközöket is. 2024-ben a menedzsmentnek sikerült likviditási mutatókat 1 fölé emelni, amely arra utal, hogy a Magyar Telekom javította a likviditásmenedzsmentjét az üzleti év során.

A jövedelmezőségi mutatók vizsgálva a Magyar Telekom jövedelmezősége 2020 és 2024 között szintén javulást mutatott. Az EBIT hányad értéke 12,6%-ról, 21,93%-ra emelkedett, míg az EBITDA hányad értéke 33,56%-ról, 36,40%-ra emelkedett. Az eredményhányadok növekedése mögött elsősorban az inflációkövető árazási stratégiára történő átállásnak tulajdonítható. A megtérülési mutatók (ROA, ROE, ROIC) szintén javulást mutattak a vizsgált időszak alatt. Az eszközarányos megtérülési mutató (ROA) 5,20%-ról, 9,47%-ra, a saját tőke arányos eredmény (ROE) 10,51%-ról, 19,94%-ra, míg a befektetett tőke megtérülése (ROIC) szintén növekedni tudott, 6,20%-ról, 13,82%-ra emelkedett. A megtérülési mutatók javulása alapján megállapíthatjuk, hogy a vizsgált időszak alatt a vállalat hatékonyabban használta fel az eszközeit és a befektetett tőkét, amely révén magasabb tulajdonosi hozamot realizáltak.

A vállalkozás jövedelmezőségét további mutatószámok segítségével is megállapíthatjuk, viszont a térbeli és időbeli összehasonlítás során megismert eltérések, nem feltétlenül biztosítja a jövedelmezőség kellő szintű megismerését. Ebből fakadóan sokkal jobb megoldás, ha kiválasztjuk a vállalkozás számára legfontosabb mutatókat, majd pedig ezeket további részmutatókra bontjuk, annak érdekében, hogy a befolyásoló tényezőket részletesen meg tudjuk vizsgálni (Kresalek & Pucsek, 2024).

Az egyik legelterjedtebb mutatószám rendszer megalkotása az amerikai Du Pont vegyipari társasághoz köthető, amelyet 1919-ben dolgoztak ki. A Du Pont modell alapvető célja, hogy rámutasson, hogy a vállalkozás jövedelmezősége nem csupán az árbevétel arányos

jövedelmezőségtől függ, hanem azt az eszközök forgási sebessége is javíthatja vagy ronthatja (Kresalek & Pucsek, 2024).

Az eredeti Du Pont modellben a ROI mutatót bontják fel további részmutatókra, azonban a saját elemzésem során a ROIC mutatót fogom alkalmazni, ennek a mutatószámnak a részhatásait fogom számszerűsíteni.

A részhatások számszerűsítése érdekében a két tényező hatását a külön kell választanunk, amihez első lépésként a „fiktív” ROIC értékét kell meghatározni (Kresalek & Pucsek, 2024).

A „fiktív” ROIC mutatót értékét az előző évi árbevétel arányos jövedelmezőség és a tárgyévi működésbe befektetett tőke szorzataként tudjuk meghatározni. Az így meghatározott ROIC mutató használatával meghatározhatjuk a működésbe befektetett tőke forgási sebességében bekövetkezett változásokat, ha a fiktív ROIC értékéből kivonjuk az előző évi ROIC értékét. Az árbevétel arányos jövedelmezőség változásának a hatását pedig úgy tudjuk kiszámolni, ha a tárgyévi ROIC értékéből kivonjuk a fiktív ROIC értékét (Kresalek & Pucsek, 2024).

A következő táblázatban a Magyar Telekom ROIC értékének változását, valamint az egyes részhatások számszerűsítése látható:

9. táblázat: A Magyar Telekom jövedelmezőségének a vizsgálata

Jövedelmezőség vizsgálata	2020	2021	2022	2023	2024
ROIC	7,60%	7,60%	6,13%	8,86%	13,26%
Árbevétel arányos jövedelmezőség	12,8%	12,9%	10,1%	12,8%	17,5%
Működésbe befektetett tőke forgási sebessége	0,59	0,59	0,61	0,69	0,76
Fiktív ROIC	-	7,5%	7,9%	7,0%	9,7%
Δ Működésbe befektetett tőke forgási sebessége	-	-0,07%	0,26%	0,86%	0,82%
Δ Árbevétel arányos jövedelmezőség	-	0,07%	-1,73%	1,87%	3,58%

Forrás: Saját számítások a Magyar Telekom 2024-es éves beszámolója alapján

Az 9. táblázatban a ROIC mutató értékében 2020 és 2022 között csökkenő tendenciát figyelhetünk meg 7,6%-ról 6,13%-ra csökkent a mutató értéke. E mögött elsősorban az árbevétel arányos jövedelmezőség romlása rejlik, a 2021-ben 12,9%-ról 10,1%-ra csökkent, amely a ROIC értékét 1,73 százalékponttal csökkentette. A működésbe befektetett tőke forgási sebessége némileg javult, amely valamelyest ellensúlyozta a jövedelmezőség romlását, mivel 0,26 százalékponttal növelte a ROIC értékét 2022-ben.

A Magyar Telekom ROIC mutatóval kiszámított jövedelmezőség dinamikusan növekedett 2023-tól kezdődően. A 2022-es 6,13%-ról, 2024-as üzleti évre 13,26%-ra nőtt a mutatószám

értéke. A ROIC mutató javulását egyaránt elősegítette az árbevétel arányos jövedelmezőség javulása, valamint a működésbe befektetett tőke forgási sebességének a javulása, amely tőke hatékonyabb felhasználásra utal.

3. Magyar Telekom vállalatértékelése és elméleti árfolyamának meghatározása

A szakirodalom alapos tanulmányozása, valamint az üzleti és pénzügyi elemzést követően ebben a fejezetben, a Magyar Telekom vállalatértékét és elméleti részvény árfolyamát fogom meghatározni, illetve részletesen bemutatom az általam készített pénzügyi modellt és feltételezéseket.

3.1. Az alkalmazott módszertan és a modell általános bemutatása

A Magyar Telekom értékelését abból a célból végeztem el, hogy megállapítsam a vállalkozás belső fundamentuma alapján reális részvényárfolyamot. Erre azért volt szükségem, hogy a jelenlegi részvényárfolyamot figyelembe véve eldönthessem, hogy a Magyar Telekom részvényei, alul vagy felülértékeltek-e, ezáltal megfontolt befektetési döntést hozzak. Az értékelés elvégzésekor a Magyar Telekom a 2025. év második negyedéves pénzügyi beszámolójának a fordulónapját (2025.06.30.), tekintettem az értékelés időpontjának. Azért ezt az időpontot választottam, mivel a szakdolgozatom írásakor a legutolsó negyedév pénzügyi adatait felhasználva pontosabb értékelési munkát végezhettem, ellentétben az éves beszámoló alkalmazásával. Az értékelés pénznemét forintban határoztam meg. A számításokhoz és az elemzésekhez, valamint a vállalatértékelési eljárás alátámasztáshoz felhasználtam a vállalat utolsó 5-10 év lezárt és közétett pénzügyi beszámolóit, valamint az egyéb nyilvánosan elérhető információ forrásokat.

Az általam készített értékelési modellben a vállalati értéket a DCF módszerrel határoztam meg, mivel a vállalat jellemzőit figyelembe véve élhetünk a vállalkozás folytatásának számviteli alapelvével. Az egyes DCF modell változatok közül az Free Cash Flow to Firm alapú modellt használtam, amelynek a meghatározása a szakirodalmi résznél ismertetett képletet alkalmaztam.

$$FCFF = EBIT * (1 - Adókulcs) + \text{Értékcsökkenés leírás} - \text{Beruházások} - \Delta \text{Nettó forgótőke}$$

A modell során felállítottam egy öt és fél éves gyors növekedési időszakot, valamint meghatároztam a stabil növekedési időszak pénzáramát, amelyhez a növekvő örökjáradék képletét alkalmaztam. Az előrejelzés során kiszámított FCFF értékét a súlyozott átlagos tőkeköltséggel (WACC) diszkontáltam. Az explicit időszak pénzáramainak és maradványérték

diszkontált értékeit összeadva kiszámoltam a Magyar Telekom vállalati értékét. A kapott vállalati érték meghatározását követően a finanszírozási kötelezettségek, a pénzeszközök és a nem irányító részesedések összegével korrigálva megkaptam a tulajdonosi értéket, amit a forgalomban lévő részvények számával elosztva kiszámításra került a Magyar Telekom elméleti részvényárfolyama.

3.2. Jövőbeli árbevétel meghatározása

A DCF modell megalkotása során első lépésként az jövőbeli árbevétel előrejelzését végeztem el. A jövőben várható árbevétel és annak a növekedési ütemének a megbecslése rendkívül fontos, mivel eltérően az FCFF képletében szereplő tételektől, az árbevételt értékét kevésbé befolyásolják a számviteli döntések, ellentétben a mérleg és az eredménykimutatás többi elemével (Damodaran, 2012). Az jövőbeli árbevétel növekedésének a megbecslése függ a piaci versenytől, a vállalkozások versenysztratégiájától és azok végrehajtásától, illetve a makrogazdasági hatásoktól. Ezért, ha megbízható árbevétel előrejelzést szeretnénk készíteni akkor az egyszerűsített múltbeli adatok extrapolációján túlmenően figyelembe kell venni a korábban felsorolt tényezőket is (Koller et. al., 2020).

Az árbevétel jövőbeli előrejelzésére három megközelítést különböztet meg Koller et. al. (2020), amelyek együttes alkalmazásával hiteles jövőbeli becslést végezhetünk. Az első módszer az úgynevezett „Top-down” megközelítés, amely során az árbevétel növekedés megállapításakor a vállalkozás külső környezetéből indulunk ki és fokozatosan leszűkítjük a fókuszot az adott vállalkozás egyedi tényezőire. Itt általában a jövőbeli növekedés meghatározásakor, figyelembe vesszük a GDP növekedés ütemét, az inflációt, valamint az iparági tendenciákat (Koller et. al., 2020).

Ezzel ellentétben az úgynevezett „Bottom-up” elemzés alkalmazásakor az árbevételt értékét volumenre és árra bontjuk, majd pedig ezt követően a két komponens értékét külön vizsgáljuk meg az egyes termékek, piacok és földrajzi régiók mentén. Éppen ezért, a „Bottom-up” elemzéskor szükséges az üzletmenet sajátos mozgatórugóinak ismerete, amelyhez a külső elemzőnek sokszor nincs hozzáférése (Koller et. al., 2020).

A harmadik elemzési módszer során, az értékelni kívánt vállalkozás múltbeli növekedésének a vizsgálatából, a historikus növekedésből indulunk ki. Habár a múltbeli növekedési ütem extrapolációja nem feltétlenül a legjobb módszer a jövőbeli árbevétel megbecslésére ugyanakkor segíthet megérteni, a növekedés mögötti okokat. A múltbeli növekedést többfajta

módon is kiszámíthatjuk. Használhatjuk a számtani és mértani átlagot, illetve különböző regressziós függvényeket (Koller et. al., 2020; Damodaran, 2012).

A Magyar Telekom jövőbeli árbevételének megbecslése során először a múltbeli növekedés és a fogyasztói árindex változását figyeltem meg. Itt megvizsgáltam, hogy mekkora volt az elmúlt 5 és 10 évben az átlagos éves infláció értéke Magyarországon, valamint mekkora volt a Magyar Telekom árbevétel növekedési üteme ez időszak alatt. A visszatekintő időszakot az előző 10 évben határoztam meg, mivel az elmúlt 5 évben tapasztalt magasabb inflációs környezet hatással volt a telekommunikációs szektor árazási mechanizmusára és emiatt nagyobb volt az árbevétel növekedése a Covid-19 előtti időszakhoz képest. Ennek extrapolációja véleményem szerint hibás lépés lett volna.

A következő ábrán a Magyar Telekom árbevételének az évesített átlagos növekedése és az átlagos éves infláció értéke látható:

10. táblázat: Magyar Telekom árbevételekének éves átlagos növekedési üteme és az átlagos éves infláció értéke

Adatok	5 év	10 év
Magyar Telekom összetett éves átlagos növekedési ráta	7,53%	4,41%
Átlagos éves infláció	8,84%	4,81%

Forrás: KSH és a Magyar Telekom pénzügyi beszámoló alapján saját szerkesztés

Látható, hogy a Magyar Telekom árbevétele az infláció értékével hasonló módon tudott növekedni az elmúlt 10 és 5 év során. Ebből kiindulva, azzal a feltételezéssel éltem, hogy ez a kapcsolat a jövőben is fennmarad majd.

Azért is az infláció változását elemeztem, mivel a telekommunikációs szektorban jellemző, hogy a szolgáltatások árát az előző évi fogyasztói árindex változásával növelik. A Magyar Telekom 2022 szeptember 1-jétől hatályos üzleti ÁSZF módosításaiból eredően 2023-tól kezdődően a Magyar Telekom által nyújtott szolgáltatások és azok ellenértéke közötti arányosság megőrzése érdekében, az általános inflációból eredő pénzbeli értékvesztés ellensúlyozása céljából a havidíjas szolgáltatások és díjsomagok szerződésben meghatározott havidíjai a KSH által közzétett előző évi átlagos fogyasztói árindex mértékével megegyezően változnak. A díjak kiigazítására a tárgyév első negyedévében kerül sor (Magyar Telekom, 2022a, p.1). A 2025. évben április 1-jei hatállyal Magyar Telekom 3,7%-kal emelte a szolgáltatásainak

árait, amelynek mértéke megegyezik az előző évi átlagos fogyasztói árváltozással (Magyar Telekom, 2025b).

Ebből kifolyólag a jövőbeli árbevétel megbecsléséhez szükségem volt a jövőbeli inflációs előrejelzésekre, ezért felkerestem az egyes hazai és nemzetközi kutatóintézetek és pénzintézetek Magyarországgal kapcsolatos inflációs várakozásait, amely az árbevétel előrejelzés alapját képezte. A 9. táblázatban az inflációs várakozások láthatóak a 2025-2027 közötti évekre vonatkozóan. A táblázat legalján piros színnel szereplő átlagos adatokat használtam fel a jövőbeli árbevétel megbecsléséhez.

11. táblázat: Inflációs várakozások

Inflációs várakozások	2025	2026	2027
MNB	4,6%	3,8%	3,2%
OECD	4,9%	3,6%	-
IMF	4,5%	3,5%	3,0%
ING Bank	4,6%	4,1%	3,7%
Erste Bank	4,5%	3,8%	3,5%
Kopint-Tárki	4,7%	3,9%	-
Equilor	4,6%	3,7%	3,4%
MBH Bank	4,5%	3,9%	-
Unicredit	4,5%	4,0%	-
Századvég	4,6%	3,8%	-
K&H	4,6%	4,1%	-
Gránit Alapkezelő	4,6%	4,5%	-
Raiffeisen Bank	4,5%	4,3%	-
Átlag	4,6%	3,9%	3,4%

Forrás: Saját szerkesztés az MNB, OECD, IMF és a portfolió.hu adatai alapján

A 2027. évet követően pedig azzal a feltételezéssel éltem, hogy 2028-tól kezdődően 3%-os lesz az infláció értéke Magyarországon, amely megegyezik a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikai céljával.

3.3. NOPLAT jövőbeli értékeinek a meghatározása

A jövőbeli árbevétel meghatározása után a NOPLAT vagy magyarul az adófizetési kötelezettséggel korrigált üzemi eredmény megbecslését végeztem el. A NOPLAT nem egy számviteli standardok alapján számított eredmény kategória. Ahhoz, hogy kiszámoljuk a NOPLAT értékét, az EBIT összegét korrigálni kell a társasági adókulccsal.

A jövőbeli EBIT előrejelzésekor egy olyan EBIT hányadot határoztam meg a gyors növekedésű időszakra vonatkozóan, amely egyrészt figyelembe veszi a Magyar Telekom egy költségteleinek historikus adatait, másfelől pedig figyelembe vettem azokat külső tényezőket, amelyek hatással vannak a Magyar Telekom jövőbeli jövedelmezőségére. Éppen ezért először szükségesnek találtam a költségek árbevétel arányos elemzését, hogy megértsem milyen tényezők okozták az EBIT hányad változását az előző öt lezárt üzleti év során.

12. táblázat: közvetett és működési költség árbevételhez viszonyított aránya, illetve az EBIT hányad változása

A közvetett és működési költségek árbevételhez viszonyított aránya						
Megnevezés	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2024FY	Előrejelzés
Árbevétel	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Közvetlen költségek	-44,2%	-44,5%	-43,4%	-42,0%	-39,3%	-40,9%
Összekapcsolási díjak	-3,3%	-3,6%	-3,2%	-2,7%	-2,0%	-2,0%
RI/IT szolgáltatáshoz kapcsolódó költségek	-9,4%	-8,9%	-7,3%	-7,4%	-7,0%	-8,0%
Követelések értékvesztése	-1,4%	-1,6%	-1,2%	-1,7%	-1,4%	-1,5%
Távközlési adó	-4,1%	-3,8%	-3,5%	-3,0%	-2,6%	-2,6%
Egyéb közvetlen költségek	-26,0%	-26,7%	-28,2%	-27,2%	-26,2%	-27%
Működési költségek	-44,1%	-42,8%	-43,1%	-41,2%	-38,3%	-39,1%
Személyi jellegű ráfordítások	-11,7%	-10,8%	-10,4%	-9,9%	-10,5%	-10,7%
Értékcsökkenési leírás	-21,0%	-21,1%	-18,6%	-16,4%	-14,5%	-18,4%
Közműadó	-1,1%	-1,0%	-1,0%	-0,9%	0,0%	0,0%
Távközlési pótdadó	0,0%	0,0%	-3,3%	-3,5%	-3,8%	0,0%
Egyéb működési költségek	-10,3%	-9,8%	-9,8%	-10,6%	-9,6%	-10,0%
Egyéb működési bevételek	0,87%	0,57%	1,10%	0,60%	0,66%	0,76%
EBIT hányad	12,60%	13,26%	14,62%	17,42%	23,10%	20,78%

Forrás: Saját szerkesztés és számítások a Magyar Telekom éves beszámolóí alapján

A 11. táblázat alapján megfigyelhető, hogy a Magyar Telekom EBIT hányad alapján számított jövedelmezősége az elmúlt öt üzleti év alatt 12,6%-ról 23,1%-ra emelkedett, ami 10,5 százalékpontos javulásnak felel meg. A jövedelmezőség javulása mögött alapvetően az áll, hogy az infláció követő díjkorrekcióra történő átállást követően az árbevétel gyorsabb ütemben növekedett, mint az egyes költségek. A legnagyobb mértékben az értékcsökkenési leírás, az RI/IT szolgáltatásokhoz kapcsolódó költségek, valamint a távközlési adó árbevétel aránya csökkent a leginkább. Ezzel szemben a 2022-ben bevezetett távközlési pótdadó negatívan hatott a jövedelmezőségre.

Az EBIT hányad jövőbeli előrejelzése során kék színnel jelöltem azokat a költségteleket, amelyeknél az elmúlt ötéves átlag értékeit extrapoláltam a gyorsnövekedés időszakára

vonatkozóan. Ezzel szemben, a magenta színnel jelölt költségeket a rendelkezésemre álló külső információkat alapján egyéni értékítélet alapján határoztam meg.

A közvetlen költségek között szereplő összekapcsolási díjak és a távközlési adó elszámolása a hívószámról indított hívások időtartama és küldött SMS-ek számához kötött. A mobilpiaci tendenciákat nyomon követő 2025-ös mobilpiaci jelentés alapján megállapítható, hogy a digitalizáció térnyerésével az előfizetők egyre kevesebbet percet telefonálnak és SMS küldenek (Mobilpiaci jelentés, 2025). Ebből a megállapításból kiindulva azzal a feltételezéssel éltem, hogy az explicit időszak során nagyjából ugyanakkora marad az összekapcsolási díjak és a távközlési adó árbevétel aránya, mint az utolsó lezárt üzleti év során.

A működési költségeken belül a közműadó és távközlési adó árbevételhez viszonyított arányát 0%-ban határoztam meg. Ennek azzal magyarázható, hogy a 2023-ban a Magyar Telekom és Magyarország kormánya hosszú távú együttműködést kötött Magyarország digitális átalakítása érdekében. A Magyar Kormány ezzel a lépéssel vezetékes gigabites internet- hálózatot, az 5G lefedettség-fejlesztéseket és az IKT beruházásokat kívánja támogatni. (Magyar Telekom éves beszámoló, 2024. p.24). A két adónem együttesen nagyjából éves szinten nagyjából 30-35 milliárd forinttal rontotta a Magyar Telekom jövedelmezőségét 2022 és 2024 között.

Az egyes költségtételek elemzését követően az EBIT hányad értékét 20,78%-ban határoztam meg a gyorsnövekedési időszakot illetően. Ez az érték 2,32 százalékponttal alacsonyabb, mint a legutolsó lezárt üzleti évben. Míg távközlési pótagó kivezetése pozitívan hatott a jövedelmezőségi rátára, addig a többi költség árbevétel arányos értékének növekedésre számíthat a gyors növekedési időszak alatt.

A NOPLAT értékének meghatározásához szükségünk van egy adókulcs meghatározására is, amellyel megtudjuk határozni az EBIT-re eső társasági adó értékét. A megfelelő adókulcs kiválasztása fontos a DCF modellek esetén, mivel a fizetett adó mértéke jelentős pénzeszköz kiáramlással járhat a vállalkozások számára, ezen felül az idegen tőke költségének meghatározása során fontos szerepe van, mivel az adópajzs funkciója révén csökkenti az idegen tőke költségét. Ebből kifolyólag a nem megfelelő adókulcs használata jelentősen eltorzíthatja a vállalati értéket és az elméleti részvényárfolyam értékét is (Pinto et, al., 2015).

A megfelelő adókulcs meghatározásához használhatjuk, a törvényi előírásokban szereplő társasági adókulcsot, amely értéke Magyarországon jelenleg 9%, illetve az effektív adókulcsot mértékét is, amelyet úgy számolhatunk ki, ha a társasági adófizetési kötelezettséget elosztjuk az adózás előtti eredménnyel. Továbbá alkalmazhatjuk a marginális adókulcs értékét, amelyet

úgy kell értelmezni, hogy mekkora társasági adófizetési kötelezettsége keletkezik egy vállalkozásnak, ha 1%-kal növekszik az adózás előtti eredmény (Pinto et, al., 2015).

A DCF modellemben az effektív adókulcs értékét alkalmaztam, mivel az előző öt üzleti év során az effektív adókulcs stabilnak bizonyult, értéke 16,5-21,8% között ingadozott. A modellben az explicit időszakban és az idegen tőke költségének a kalkulációja során egyaránt az elmúlt öt üzleti évben megfigyelt effektív adókulcsok értékének az átlagát alkalmaztam, amelynek értéke 18,3% volt.

Az EBIT hányad és az effektív adókulcs meghatározása után összefoglalásként a következő táblázat az általam számított NOPLAT összegeket tartalmazza az egyes üzleti évekre lebontva.

13. táblázat: NOPLAT meghatározása

Év	Árbevétel növekedési üteme	Árbevétel	EBIT hányad	EBIT	Effektív adókulcs	NOPLAT
2025	3,70%	1 003 275	20,78%	208 475	18,40%	170 115
2026	4,59%	1 049 348	20,78%	218 049	18,40%	177 928
2027	3,92%	1 090 515	20,78%	226 603	18,40%	184 908
2028	3,36%	1 127 156	20,78%	234 217	18,40%	191 121
2029	3,00%	1 160 971	20,78%	241 243	18,40%	196 854
2030	3,00%	1 195 800	20,78%	248 481	18,40%	202 760

Forrás: Saját szerkesztés és számítások alapján

3.4. Mérlegváltozások pénzáramra gyakorolt hatása

A NOPLAT értékének a meghatározását követően a mérlegváltozások pénzáramra gyakorolt hatását számszerűsítettem az FCFE értékének a kiszámításához.

A beruházások és az értékcsökkenés jövőbeli értékeinek az előrejelzését a Magyar Telekom elmúlt tíz év adatai alapján végeztem el. Az elemzés során a tárgyévi beruházások és értékcsökkenés összeget az szintén az adott üzleti év árbevételéhez viszonyítottam, majd pedig ezen arányok átlagát használtam fel a becslési időszak során. A visszatekintési időszakot 10 évben határoztam meg annak érdekében, hogy megfigyeljem a historikus beruházási és eszközpozítlási dinamikát.

Az értékcsökkenés tárgyévi összegéről könnyen információt szerezhetünk az Magyar Telekom eredménykimutatásából, ezzel szemben a beruházások tárgyévi összegét meghatározását a befektetett eszközök könyvszerinti értékének kiszámításához alkalmazott képlet átrendezésével kaphatjuk meg.

4. ábra: A beruházások értékének a kiszámítása

$$\begin{array}{r}
 \text{Befektett eszközök záró értéke} \\
 (-) \text{ Befektett eszközök nyitó értéke} \\
 (+) \text{ Értékcsökkenés} \\
 \hline
 = \text{Beruházások}
 \end{array}$$

Forrás: Saját szerkesztés

Az elmúlt 10 üzleti év során a beruházások árbevételhez viszonyított aránya 7,7-35,7% között ingadozott, az átlagos értéke pedig 21,2% volt. Az értékcsökkenés árbevételhez viszonyított aránya ezzel szemben kisebb ingadozást mutatott, az átlagos értéke pedig 18,4% volt elmúlt 10 üzleti év során. Az gyors növekedési időszak alatt a beruházások és az értékcsökkenés értékét a historikus arányszámok átlaga és az előrejelzett árbevétel szorzataként határoztam meg.

14. táblázat: Az explicit időszak beruházás és értékcsökkenés összegei

Üzleti év	Befektetett eszközök nyitó értéke	Beruházások	Értékcsökkenés	Befektetett eszközök záró értéke
2025	1 188 960	214 277	-184 857	1 218 380
2026	1 218 380	224 117	-193 346	1 249 151
2027	1 249 151	232 910	-200 931	1 281 130
2028	1 281 130	240 735	-207 683	1 314 183
2029	1 314 183	247 957	-213 913	1 348 227
2030	1 348 227	255 396	-220 330	1 383 293

Forrás: Saját szerkesztés és számítások alapján

3.4.1. Nettó forgótőke előrejelzése

A beruházási és értékcsökkenési tételek előrejelzése után, az FCFF meghatározásához még szükséges a nettó forgótőke növekmény levonása, mivel a nettó forgótőke értékében bekövetkezett változások ugyan nincsenek hatással a számviteli eredményre, mégis pénzeszközmozgással járnak.

A nettó forgótőkét a hagyományos számviteli megközelítés szerint a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek különbözete. A nettó forgótőke pozitív értéke azt jelenti, hogy a forgóeszközöket nem csak rövid lejáratú kötelezettségekkel, hanem hosszú lejáratú kötelezettségekkel és saját tőkével is finanszírozzák, míg a nettó forgótőke negatív értéke azt

jelenti, hogy a rövid lejáratú kötelezettségek egy részével finanszírozzák a befektetett eszközöket (Cox & Shulman, 1985).

A hagyományos számviteli megközelítéssel ellentétben, a nemzetközi gyakorlattal összhangban a vállalati működési ciklus finanszírozási igényéből indultam ki. A működési ciklus leegyszerűsítve három szakaszra osztható: beszerzés és előállítás, értékesítés és a követelések pénzügyi teljesítése. Minden egyes ciklus időtartalmát a termelési folyamat hossza, valamint a készletek értékesítésétől a vevőkövetelések pénzügyi teljesítéséig eltelt idő határozza meg (Shulman & Cox, 1985).

A Magyar Telekom értékelésekor először a működési ciklushoz kapcsolódó nettó forgótőke szükséglet értékét határoztam meg. Ennek az összege megmutatja, hogy mekkora összegű pénzeszköz állományra van szüksége egy vállalkozásnak a rövid távú likviditási szükségletek kielégítéséhez és a működés folytatásához (www.wallstreetprep.com).

A Magyar Telekom nettó forgótőke szükségletét az alábbi módon határoztam meg:

5. ábra: Nettó forgótőke szükséglet

$$\begin{array}{l} \text{Nem pénzbeli forgóeszközök} \\ \text{(-) Kamatteher nélküli rövid lejáratú kötelezettségek} \\ \hline \text{= Nettó forgótőke szükséglet} \end{array}$$

forrás: saját szerkesztés

A nettó forgótőke szükségletben szereplő nem pénzbeli forgóeszközöket és kamatteher nélküli rövid lejáratú kötelezettségeket a Magyar Telekom következő mérlegtételei tartalmazzák:

6. ábra: Magyar Telekom nettó forgótőke szükséglete

$$\begin{array}{l} \text{Vevőkövetelések} \\ \text{(+) Egyéb eszközök} \\ \text{(+) Szerződéses eszközök} \\ \text{(+) Nyereségadó követelés} \\ \text{(+) Készletek} \\ \text{(+) Értékesítésre kijelölt eszközök} \\ \text{(-) Kötelezettségek szállítók felé} \\ \text{(-) Nyereségadó kötelezettség} \\ \text{(-) Céltartalékok} \\ \text{(-) Szerződéses kötelezettségek} \\ \text{(-) Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek} \\ \text{(-) Értékesítésre kijelölt kötelezettségek} \\ \hline \text{= Nettó forgótőke szükséglet} \end{array}$$

Forrás: Saját szerkesztés a Magyar Telekom mérlege alapján

A nettó forgótőke szükséglet jövőbeli összegeit hasonló módszertan alapján határoztam meg, mint korábban a költségek, beruházások és az értékcsökkenés értékeit. Ennek keretében a nettó forgótőke értékét szintén az árbevétel összegéhez viszonyítottam, majd pedig a vizsgált időszakra vonatkozó arányok átlagát alkalmaztam az explicit időszak értékeinek a meghatározásához. A 2020 és 2024 között vizsgált időszak alatt a nettó forgótőke árbevételhez viszonyított aránya átlagosan 4,14% volt. Az explicit időszak a nettó forgótőke változás összege a 2025-ös üzleti évben pozitívan irányban befolyásolja az FCFF értékét, a gyors növekedési időszak többi évében azonban mindvégig negatívan befolyásolta az FCFF alakulását.

3.5. Az FCFF meghatározása

Az explicit időszak NOPLAT értékének, valamint befektetett eszközök és a nettó forgótőke szükséglettel kapcsolatosan felmerült pénzáramlások meghatározása után, kitudjuk számolni az FCFF értékét. Ismétlésképpen az FCFF értéke lesz az a pénzáramlás, amely rendelkezésre áll, a vállalkozás finanszírozói számára. Az FCFF jövőbeli összegének a megfelelő diszkontrátával történő diszkontálásával fogjuk tudni meghatározni a Magyar Telekom vállalatértékét. A következő táblázatban összefoglalásként az FCFFösszecszerű levezetése látható az egyes üzleti évekre vonatkozóan.

15. táblázat: FCFF értékének a meghatározása

Üzleti év	NOPLAT	Értékcsökkenés	Beruházások	Nettó forgótőke változás	FCFF
2025	170 115	184 857	214 277	-12 278	152 973
2026	177 928	193 346	224 117	1 909	145 248
2027	184 908	200 931	232 910	1 705	151 224
2028	191 121	207 683	240 735	1 518	156 550
2029	196 854	213 913	247 957	1 401	161 409
2030	202 760	220 330	255 396	1 443	166 251

Forrás: Saját szerkesztés és számítások alapján

3.6. Tőkeköltség becslése

Az gyors növekedési időszak pénzáramainak megállapítását követően, a következő lépésként azt az elvárt hozamot becsültem meg, amivel a jövőbeli pénzáramokat diszkontálni kell. Mivel az FCFF értéke az a pénzáram, amely a vállalkozás finanszírozói számára rendelkezésre áll ezért a diszkontáláshoz az átlagos tőkeköltséget (WACC) alkalmaztam. A WACC az a minimálisan elvárt hozam, amely kompenzálja a hitelezők és a részvényesek által viselt kockázatot. A hozamokat olyan arányban kell figyelembe venni, mint amely arányban finanszírozzák az adott vállalkozás eszközeit. (Damodaran, 2012; Bozsik et. al., 2017).

Az elméleti résznél már korábban bemutatásra került a súlyozott tőke átlag képlete a következő:

$$WACC = W_e * R_e + W_d * R_d * (1 - t)$$

A WACC képlete viszonylag egyszerűnek tűnik azonban a gyakorlati alkalmazása során (Bozsik et al., 2017) szerint a következő problémák merülnek fel:

- Milyen tőkeelemeket vegyünk figyelembe?
- Milyen értékben vegyük figyelembe az egyes elemeket?
- Hogyan becsüljük meg a tőkeelemek elvárt hozamait?
- Hogyan vegyük figyelembe a társasági adókulcsot?

A Magyar Telekom értékelése során először a saját tőke és hitelállomány értékét határoztam meg, majd pedig ezt követően az egyes finanszírozási források elvárt hozamait számoltam ki.

A WACC tőkeelemeinek meghatározásakor két megközelítést alkalmazhatunk. Az első szerint a WACC értékét az illeszkedés elve alapján határozzuk meg. Ilyenkor a WACC tőkeelemei a hosszú lejáratú finanszírozási tételeket tartalmazzák, amelyek közé a hosszú lejáratú hitelek és saját tőke tartozik. A másik megközelítés szerint a forrás oldalon a saját tőke értéke mellett, az összes kamatozó kötelezettséget be kell vonni a WACC számításába. A modellezés során én a második megközelítést alkalmaztam (Bozsik et al., 2017).

3.6.1. Saját tőke értéke

A saját tőke értékének meghatározása során kézen fekvő lenne, ha a számviteli kimutatásokban szereplő értékét alkalmaznánk, ugyanakkor ez hibás döntés volna, mivel a mérlegben szereplő könyv szerinti érték nem tükrözi a befektetők által elvárt hozamot, mivel azt a hozamot a tőke piaci értéke alapján várják el (Bozsik et al., 2017).

Mivel a Magyar Telekom egy tőzsdén jegyzett vállalkozás, így viszonylag egyszerűen meghatározhatjuk a saját tőke piaci értékét, amely megegyezik a részvénytársaság piaci kapitalizációjával. Egy vállalat piaci kapitalizációját a forgalomban lévő részvények számának és az aktuális részvény tőzsdei árfolyamának a szorzataként tudjuk meghatározni.

A Magyar Telekomnak a 2025. második negyedéves beszámolója alapján a forgalomban lévő törzsrészvények átlagos száma 901 359 634 db volt, míg a 2025. június végén a Magyar Telekom részvényeinek a záró árfolyama 1780 Ft volt. Így a Magyar Telekom piaci kapitalizációja 2025. 06. 30.-án 1 604 420 millió forint volt.

3.6.2. Hitelállomány értéke

A Magyar Telekom hitelállományának a kiszámításához első lépésként azokat a mérlegtételeket azonosítottam be, amelyek kamatozó kötelezettségnek számítanak. A következő táblázatban azokat a kötelezettségeket láthatjuk, amelyeket a Magyar Telekom kamatozó kötelezettségnek tekint.

16. táblázat: Magyar Telekom hitelállománya 2025 II. negyedévében

Hitelállomány	2025
Hosszú lejáratú - Pénzügyi kötelezettségek kapcsolt vállalatok felé	59 147
Hosszú lejáratú - lízing kötelezettségek	115 134
Vállalati kötvények	69 350
Egyéb hosszú lejáratú pénzügyi kötelezettségek	92 124
Rövid lejáratú - pénzügyi kötelezettségek kapcsolt vállalatok felé	27 479
Rövid lejáratú - lízing kötelezettségek	28 204
Rövid lejáratú - egyéb pénzügyi kötelezettségek	10 486
Hitelállomány	401 924

Forrás: Saját szerkesztés és számítása a Magyar Telekom 2025 II. negyedéves beszámolója alapján

A Magyar Telekom hitelállománya 2025 második negyedévében 401 912 millió forint volt. Ebben az esetben alkalmazhatjuk a kamatozó kötelezettségek könyvszerinti értékét, mivel a hitelek általában megközelítőleg megfelelnek a piaci értéküknek.

3.6.3. Tőkeszerkezet megállapítása

Miután kiszámoltam a saját tőke és hitelállomány értékét, a következő lépésként az egyes tőkeelemek WACC képleten belüli súlyát állapítottam meg, amelyet a következő módon számoltam ki.

$$\text{Saját tőke súlya} = 1\,604\,420 / (1\,604\,420 + 401\,924) = 79,97\%$$

$$\text{Hitelállomány súlya} = 401\,924 / (401\,924 + 1\,604\,420) = 20,03\%$$

3.6.4. Saját tőke költsége

A saját tőke költsége alatt azt a minimális hozamot értjük, amit a részvénybefektetők megkövetelnek a vállalkozás részvényeibe történő befektetésük kockázataért cserébe. A hitelállomány költségével szemben, a saját tőke költségét nem tudjuk megfigyelni a piacokon ezért ezt valamilyen pénzügyi modellel tudjuk megállapítani. A kockázat és hozammodellek

segítségével tudjuk számszerűsíteni a kockázatot, amellyel kiszámíthatjuk a várható hozam értékét (Damodaran, 2012).

A Magyar Telekom vállalatértékelésekor a tőkepiaci árfolyammodellt (CAPM) alkalmaztam a saját tőke költségének meghatározásához, melynek alapképlete a következő módon épül fel:

$$CAPM = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Ahol:

- R_f : Kockázatmentes hozam
- β : Béta
- R_m : Piaci hozam
- $(R_m - R_f)$: Piaci kockázati prémium

A kockázatmentes hozamnak a 10 éves futamidejű magyar állampapír hozamát tekintettem. Ennek elsődlegesen az volt az oka, hogy a Magyar Telekom javarészt Magyarországon folytatja az üzleti tevékenységét. Mindemelett azért is találtam megfelelőnek a hazai hozamszintet alkalmazni, mivel ez implicit módon tartalmazza az országhozadási prémiumot, amit később a számítások során már nem kell figyelembe venni. A 10 éves magyar állampapír hozama az értékelés napján 7,04% volt.

„A béta egy értékpapír piaci, szisztematikus kockázatának mérőszáma, amely megmutatja, hogy a piaci ingadozásokra, hogyan és milyen erősen reagál az adott értékpapír hozamának alakulása” (Bodie et. al., 2005. p. 1109). A béta 1 alatti értéke azt jelenti, hogy az értékpapír árfolyama kisebb mértékben reagál a piaci ingadozásokra, míg az 1 feletti értéke magasabb volatilitásra utal, negatív értéke pedig azt jelenti, hogy az adott értékpapír ellentétesen mozog a piaci hozamokkal szemben.

„A béta értékét a legegyszerűbben a legkisebb négyzetek módszerén (OLS) alapuló regresszióval tudjuk megbecsülni, amely során a részvény hozamát a piaci hozam függvényében vizsgáljuk. Az így kapott eredményt gyakran nyers vagy historikus bétának nevezzük.” (Pinto et. al. 2015. p. 62).

A Béta értékét a következő képlet segítségével számolhatjuk ki:

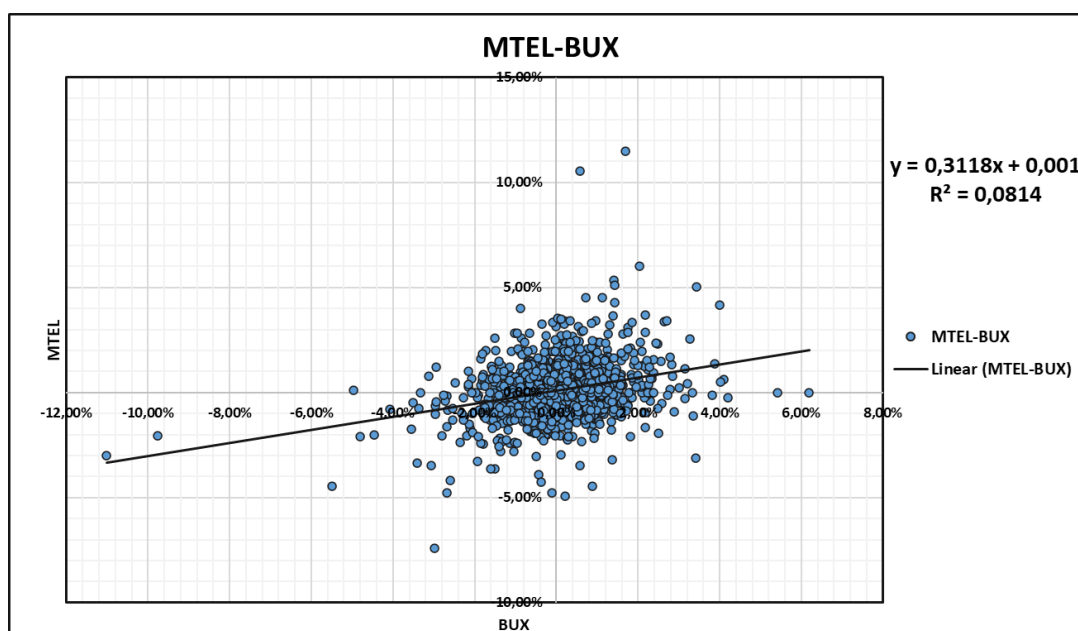
$$\beta_i = \frac{Cov(r_i; r_M)}{VAR(r_M)}$$

A Magyar Telekom a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett cég, ezért a piaci hozamok meghatározásakor a BUX index-et tekintetem benchmarknak, aminek függvényében vizsgáltam meg a Magyar Telekom hozamait.

A pénzügyi modellezés során a Magyar Telekom bétáját öt év napi hozamadatainak felhasználásával határoztam meg. A béta számításának a 2020. június 30. és 2025. június 30. közötti időszakot ölelte fel. Ez időszak alatt a vállalat empirikusan becsült bétája 0,31 értéket vett fel.

$$0,31 = \frac{0,000153}{0,000048}$$

7. ábra: A Magyar Telekom és a BUX index közötti regresszió alapján meghatározott béta



Forrás: Saját számítás a Magyar Telekom és a BUX index múltbeli hozamai alapján

A piaci kockázati prémium a piaci hozam (r_M) és a kockázatmentes hozam (r_f) különbségén alapul. A kettő különbsége gyakorlatilag azt fejezi ki, hogy a befektetők mekkora többlet hozamot várnak el a részvénytőzsi befektetéseik után a kockázatmentes eszközökhöz viszonyítva (Scariati et. al., 2025).

A piaci hozam alatt azt a hozamot értjük, amelyet a befektetők egy teljesen diverzifikált portfoliótól várnak el, amely magában foglalja a piacon lévő összes kockázatos eszközt. Ugyanakkor a gyakorlatban egy tőzsde indexet (pl. S&P 500 vagy BUX) szoktak alkalmazni a piaci hozamok meghatározásához (Damodaran, 2012).

A Magyar Telekom értékelése során a piaci hozam meghatározásához a BUX index historikus évesített hozamát vettem alapul. A számítás során a BUX index havi szinten realizált hozamait évesített hozamokká alakítottam át. A visszatekintési időszakot az index indulásától kezdődően határoztam meg. Az általam számított piaci hozam értéke 14,15% lett, amelyet az alábbi képlet alapján számítottam ki:

$$\text{Évesített hozam} = [(1 + r_1) * \dots (1 + r_n)]^{\frac{12}{n}} - 1$$

$$14,15\% = [(1 + 4,03\%) * \dots (1 + 0,15\%)]^{\frac{12}{438}} - 1$$

A piaci hozam meghatározását követően, már könnyedén tudtam számolni a piaci kockázati prémiumot, amely értéke 7,11% lett.

$$7,11\% = (14,15\% - 7,04\%)$$

A piaci kockázati prémiumot meghatározása után a CAPM modell minden inputja a rendelkezésemre állt. Az adatok CAPM modellbe történő behelyettesítését követően, a Magyar Telekom saját tőke költsége 9,24% határozta meg.

$$9,24\% = 7,04\% + 0,31 * (14,15\% - 7,04\%)$$

3.6.5. Idegen tőke költsége

Az idegen tőke költsége gyakorlatilag azt mutatja meg, hogy milyen pénzügyi kondíciók mellett tud hitelt felvenni egy vállalkozás a jelenben. Azok a vállalkozások, amelyek rendelkeznek kibocsátott kötvényekkel, a lejáratig számított hozam (YTM) segítségével tudjuk megállapítani az idegen tőke költségét. A lejáratig számított hozam (YTM) azt a megtérülési rátát fejezi ki, amelyet a befektető a kötvény lejáratáig történő tartása esetén érhet el, figyelembe véve a kötvény aktuális piaci árfolyamát, névértékét, kuponját és hátralévő futamidejét (Damodaran, 2012; Scariati et. al., 2025).

Azon vállalkozások, amelyek nem rendelkeznek kibocsátott kötvényekkel, ott a vállalkozás hitelminősítését kell figyelembe venni. A legtöbb cég nem rendelkezik hitelminősítéssel ezért az ő esetükben a szintetikusán kell megbecsülni azt a kamatfedezet mutató segítségével (Damodaran, 2012).

A Magyar Telekom éves beszámolója alapján rendelkezik kibocsátott kötvényekkel, ugyanakkor a szakdolgozatom írása idejében nem találtam nyilvánosan elérhető információt a kötvény jelenlegi árfolyamáról és hozamáról, ezért nem tudtam kiszámolni a lejáratig számított hozam értékét.

Az idegen tőke költségének a becslésekor ugyanakkor segítségemre szolgált, hogy a Magyar Telekom rendelkezik hitelminősítéssel. A Scope Ratings GmbH hitelminősítő cég legutolsó ismert hitelminősítése alapján a Magyar Telekom minősítése BBB+ (Scope Ratings, 2025) A Damodaran adatbázis (2025) alapján a BBB+ kategóriához rendelt kockázati felár 1,2% volt 2025-ben.

A kockázati felár értékéhez hozzáadtam a kockázatmentes hozamot (1,2%+7,04%), így megkaptam az adózás előtti idegen tőke költséget. Ez még nem lesz a végleges idegen tőke költsége, mivel ez az összeg nem veszi figyelembe az adópajzs hatását. A hitelek után fizetett kamatok levonhatóak a társasági adóalapból, amely révén a hitelfelvétel költsége alacsonyabb lesz a vállalat számára (Damodaran, 2012).

Magyar Telekom idegen tőke költségét az a vállalkozás ötéves átlagos effektív adókulcsával korrigáltam. A számítás elvégzését követően az idegen tőke költségét 6,73%-ban állapítottam meg:

$$6,73\% = (1,20\% + 7,04\%) * (1 - 18,29\%)$$

A saját tőke és a hitelállomány súlya, valamint a saját tőke és az idegen tőke költségének meghatározása után már minden adat a rendelkezésemre állt, hogy kiszámoljam a Magyar Telekom átlagos tőkeköltségét (WACC), amely értéke 8,74% lett.

$$8,74\% = 79,97\% * 9,26\% + 20,03\% * 6,73\%$$

3.7. Vállalatérték kiszámítása

A vállalati értéket (enterprise value) úgy definiálhatjuk, mint az a vállalat alapvető üzleti tevékenységéből származó pénzáramok jelenértéke, amely a vállalkozás finanszírozói számára rendelkezésre áll (Pinto et. al., 2015).

A FCFF és a WACC értékének a meghatározása után, már a legtöbb adat rendelkezésemre állt, ahhoz, hogy kitudjam számolni a Magyar Telekom értékét. A vállalatértékelés során két

szakaszból álló FCFF módszert alkalmaztak, amely során első lépésként a gyorsított növekedésű szakasz pénzáramait diszkontáltam. A következő táblázatban a Magyar Telekom diszkontált szabadpénzáramai láthatóak:

17. táblázat: Diszkontált szabadpénzáramlások

Üzleti év	FCFF	WACC	periódus	Diszkontráta	DCF
2025	152 973	8,74%	0,5	0,96	146 696
2026	145 248	8,74%	1,5	0,88	128 091
2027	151 224	8,74%	2,5	0,81	122 641
2028	156 550	8,74%	3,5	0,75	116 755
2029	161 409	8,74%	4,5	0,69	110 703
2030	166 251	8,74%	5,5	0,63	104 858

Forrás: Saját szerkesztés és számítások alapján

A stabil növekedési szakaszban a növekvő örökjáradék képletét alkalmaztam, amivel meghatároztam a Magyar Telekom maradványértékét. A növekvő örökjáradékban képletében szereplő állandó növekedési ráta (g) megbecslése az egyik legfontosabb feladat a vállalatértékelés során, a helytelenül használt értéke jelentős hibákhoz vezethet az értékelés során. Az állandó növekedési ráta megbecslésénél kettő dologra kell odafigyelni. Egyrészt az értéke nem lehet magasabb a hosszútávú nominális GDP növekedésnél, másrészt pedig WACC értékét sem haladhatja meg (Scariati et. al., 2025).

Az állandó növekedési ráta értékét 2%-ban határoztam meg, mivel véleményem szerint ez jól tükrözi az ország adottságaiból fakadó hosszútávú gazdasági növekedési potenciált. A pénzügyi modell elkészítésekor felmerült bennem annak a lehetősége, hogy az állandó növekedési ráta értékét használjam, amit a ROIC mutató és az újrabefektetési ráta szorzataként határozhatunk meg, ugyanakkor ezt elvetettem, mivel az újrabefektetési ráta értékét nem tudtam megbízhatóan előrejelezni.

Az állandó növekedési ráta meghatározása után minden adat a rendelkezésemre állt, hogy kitudjam számolni a Magyar Telekom maradványértékét (Terminal Value), amelyhez a következő képletet alkalmaztam:

$$\text{Maradványérték} = \frac{FCFF * (1 + g)/(r - g)}{(1 + r)^n}$$

$$1\,586\,635 = \frac{166\,251 * (1 + 2\%)/(8,74\% - 2\%)}{(1 + 8,74\%)^{5,5}}$$

A pénzáramok diszkontálását követően kiszámoltam a Magyar Telekom vállalatértékét, amit maradványérték jelenértékének és az explicit időszak diszkontált pénzáramainak az összegeként határoztam meg. Az így kapott vállalati érték összege 2 316 380 mFt volt az értékelés napján (2025.06.30).

3.8. Tulajdonosi érték meghatározása

A tulajdonosi érték (equity value) az nem más, mint a vállalkozás eszközeire vonatkozó maradványkövetelés értéke, miután az összes kötelezettség kiegyenlítésre került és a nem működéshez köthető eszközökkel és a nem irányító részesedések értékével korrigáltuk a vállalati értéket (Damodaran, 2012).

A fenti definícióból következően a vállalati értéket a következő tételekkel kell módosítani, ahhoz, hogy meghatározhassuk a tulajdonosi értéket:

18. Táblázat: A Magyar Telekom saját tőke piaci értéke

Tulajdonosi érték	
Vállalatérték	2 316 380
(+) Pénzeszközök	24 556
(-) Hitel	401 924
(-) Nem irányító részesedések	40 516
Tulajdonosi érték	1 898 496

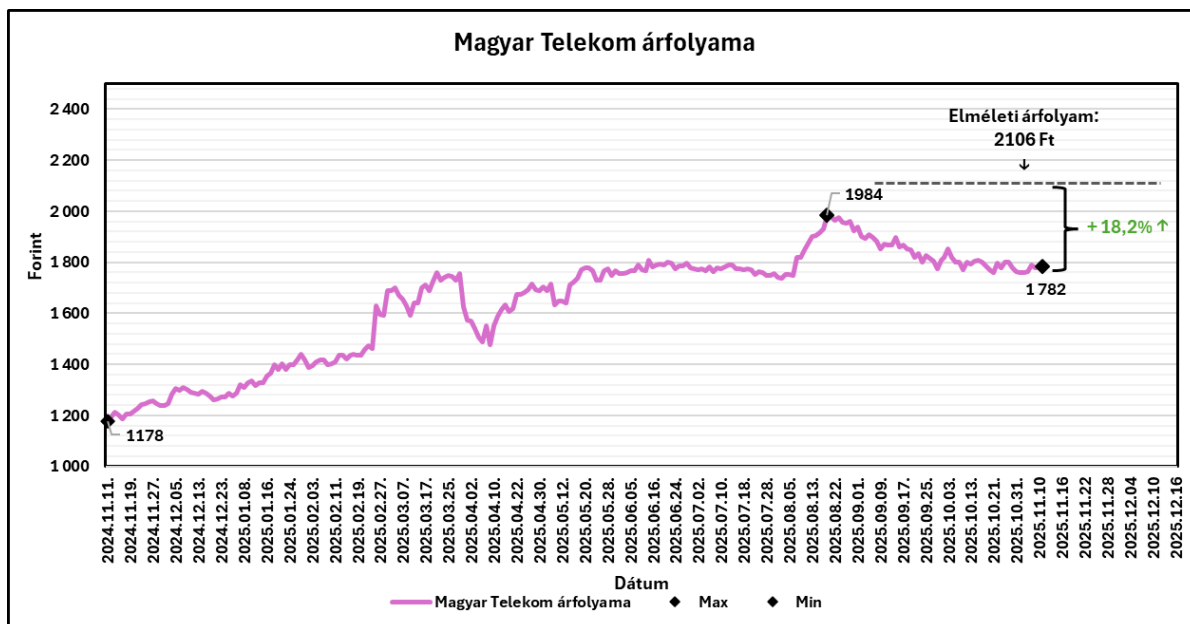
Forrás: Saját szerkesztés és számítások alapján

A tulajdonosi érték meghatározása során a Magyar Telekom 2025. év második negyedéves beszámolójában szereplő értékekkel számoltam. A tulajdonosi érték az értékelés napján az imént említett módosító tételek figyelembevételére után 1 898 496 millió Ft volt.

A saját tőke értékének a meghatározása után, az elméleti részvényárfolyam kiszámítását végeztem el. 2025. június 30-án a Magyar Telekom negyedéves pénzügyi beszámolója alapján 901 359 634 darab volt a forgalomban lévő részvények száma. Ha a saját tőke piaci értékét elosztjuk a forgalomban lévő részvények számával, akkor 2 106 Ft lesz az egy részvényre jutó árfolyam.

A szakdolgozatom írásakor (2025.11.11.) a Magyar Telekom tőzsdei árfolyama 1782 Ft volt, amely 18,2%-kal alacsonyabb, mint a Magyar Telekom fundamentumai alapján kiszámított részvényárfolyam. Ez alapján megállapítható, hogy a Magyar Telekom részvényei jelenleg alulértékeltek a piacon, tehát a részvény vételre ajánlott.

8. ábra: A Magyar Telekom részvényárfolyam változása és az általam kiszámított elméleti rés



Forrás: Saját szerkesztés a BÉT adatai alapján

3.9. Érzékenységvizsgálat

A vállalati értékelést túlmenően, a vállalati gazdasági és pénzügyi elemzések, valamint riportok, részét képezik a modell egyes paramétereinek változásaira való érzékenységet mérő érzékenységvizsgálatok, idegen kifejezéssel sensitivity analysis. Jelen esetben ennek a vizsgálatnak az a lényege, hogy miután elkészültünk a pénzügyi modellel, utána megvizsgáljuk, hogy egy-egy input adat megváltozása, milyen hatással lesz a vállalatértékére, vagy akár az adott részvény elméleti árfolyamára (Tóth, 2021).

Az érzékenység vizsgálatot, a stabil növekedési szakasz növekedési ütemére és az átlagos tőkeköltség értékére végeztem el, mivel erre a két paraméterre a legérzékenyebb az értékelési modell.

9. ábra: Érzékenység vizsgálat

WACC		Növekedési ütem						
		0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
WACC	7,24%	2 251	2 411	2 599	2 822	3 093	3 428	3 853
	7,74%	2 066	2 201	2 358	2 542	2 761	3 027	3 354
	8,24%	1 906	2 021	2 153	2 307	2 487	2 702	2 961
	8,74%	1 765	1 864	1 977	2 106	2 257	2 433	2 643
	9,24%	1 640	1 726	1 823	1 934	2 060	2 208	2 381
	9,74%	1 529	1 604	1 688	1 783	1 891	2 016	2 160
	10,24%	1 429	1 495	1 568	1 651	1 744	1 850	1 972

Forrás: Saját szerkesztés és számítások alapján

A 7. ábrán megfigyelhetjük, hogy az egyes növekedési ütem és átlagos tőkekötség értékéhez, milyen elméleti árfolyam tartozik. Ha optimista forgatókönyv esetén 1,5 százalékponttal alacsonyabb WACC értéket és szintén 1,5 százalékponttal magasabb növekedési ütemet feltételez, akkor az Magyar Telekom elméleti árfolyama 3 853 Ft lenne. Ezzel szemben a legpesszimistább esetben, amely során WACC értéke 10,24% és a növekedési ütem értéke mindössze 0,5% lenne, akkor a Magyar Telekom részvényeinek a reális árfolyama 1429 Ft lenne.

4. Összefoglalás

A szakdolgozatom elsődleges célja a Magyar Telekom vállalati értékének DCF módszertannal történő meghatározása volt, amely értékből kiindulva kiszámítottam a társaság belső fundamentumai alapján indokolt elméleti részvényárfolyamot. Az így kapott elméleti részvényárfolyamot összevetettem a szakdolgozat készítésének időpontjában (2025.11.11) éppen aktuális piaci árfolyamával, amely lehetővé tette, hogy a legutolsó pénzügyi beszámoló és a nyilvánosan elérhető információk alapján el tudjam dönteni, hogy a Magyar Telekom értékpapírai alul vagy éppenséggel túlértékeltnek számítanak-e a Budapesti Értéktőzsdén.

Azonban mielőtt elkezdtem volna felépíteni a Magyar Telekom vállalatértékelési modelljét, előtte alaposan tanulmányoztam a hazai és nemzetközi szakirodalmat ebben a témakörben. A szakdolgozatom szakirodalmi áttekintése a vállalatértékelés elméleti és módszertani hátterét hívatott bemutatni. A szakirodalmi áttekintés során először a vállalati érték fogalmát határoztam meg, amely során hamar be kellett látnom, hogy nincsen egységes fogalom a vállalat értékét illetően, hiszen a különböző érdekeltek számára más és más jelentéssel bírnak. Ezt követően beazonosítottam a vállalatértékelésen szakterületén használatos kifejezéseket (pl. piaci érték,

befektetési érték, tulajdonosi érték stb.), amelyeket definícióit az első táblázatban foglaltam össze.

A vállalatértékelés során használatos fogalmak tisztázását követően, azt tanulmányoztam, hogy az egyes hazai és nemzetközi szakirodalmak, hogyan csoportosítják az egyes értékelési eljárásokat. A tanulmányozás során hamar szembesültem azzal a ténnyel, hogy a vállalatértékelési eljárásokat illetően nem alakult ki egységes nézet. Példának Aswath Damodaran és Koller-Goedhardt-Wessels féle megközelítések közötti különbségeket tártam fel, amely a vagyonalapú értékelés eltérő besorolásában nyilvánult meg. A gyakran eltérő állásponton lévő szakirodalmak, miatt hozták létre az International Valuation Standards-t (IVS), amelynek három fő vállalatértékelési eljárást különböztet meg: hozam, vagyon és piaci összehasonlításra alapulót.

Az értékelési eljárások elemzése során hamar szembesültem azzal a ténnyel, hogy sok féle képpen határozhatjuk meg a vállalat értékét, ezért a saját szakdolgozatomban csak a vagyon, a hozam és piaci összehasonlításra alapú értékelési módszerek kerültek bemutatásra. A szakdolgozatom témájához kapcsolódóan azonban a hozamalapú értékelési eljárások kerültek részletesebben bemutatásra.

A hozamalapú értékelési eljárások tanulmányozása közben, részletesen elemeztem az általános osztalékértékelési modellt és diszkontált szabadpénzáramlásra alapuló modelleket. Az egyes eljárások vizsgálatakor az FCFF modellre helyeztem a legnagyobb hangsúlyt. Itt meghatároztam az FCFF definícióját, valamint a képletét, illetve megvizsgáltam az FCFF-n alapuló egyszerű és stabil növekedésű, valamint a gyors növekedésű és stabil növekedésből álló több szakaszos DCF modelleket.

A hozamalapú eljárások áttekintése mellett röviden ismertettem az eszközalapú értékelési eljárásokat (likvidációs érték, rekonstrukciós érték és könyvszerinti érték), valamint a piaci összehasonlításra alapuló relatív értékelési eljárásokat, kiemelve azok alkalmazási feltételeit.

A szakirodalmi rész áttekintését követően a Magyar Telekom üzleti elemzését végeztem el, ezen rész tartalmazza a társaság rövid bemutatását, illetve a társaság külső környezetének és múltbeli gazdálkodásának az elemzését. Ennek a fejezetnek a célja az volt, hogy feltárja azokat tényezőket, amelyek szükségesek lesznek a későbbi értékelési munkám során.

Az üzleti elemzésben rámutattam, hogy a globális és a hazai makrogazdasági környezet folyamataira, amely során az IMF tanulmányai alapján megállapítottam a világgazdaság visszafogottabb a gazdasági növekedését és a világszerte tapasztalható deflációs

folyamatokat. Magyarország esetében pedig stagnáló GDP növekedést és magasabb inflációs környezetet figyeltem meg.

Az iparági elemzés elvégzésekor a Nemzeti Média - és Hírközlési Hatóság (NMHH) mobilpiaci jelentésére támaszkodtam. Ebben a jelentésben a legfontosabb megállapítások között szerepelt többek között: az előfizetők számának lassú bővülése, amelyet szinte kizárólag a M2M szegmens robbanásszerű növekedése hajtott, valamint a felhasznált adatforgalom hatalmas növekedése. Mindeközben a hagyományos hang és SMS szolgáltatások csökkenő aktivitást mutattak. A jelentés alapján megállapíthatjuk, hogy a magyar távközlési piacot három nagyszereplő (Magyar Telekom, Yettel, One) uralja és közülük a Telekom rendelkezik vezető pozícióval a legtöbb szegmensben.

A múltbeli gazdálkodás eredményességét az előző öt lezárt üzleti év árbevétel és pénzügyi mutatószámai elemzésével végeztem el. A pénzügyi mutatószámok között a jövedelmezőségi, tőke és eszközszerkezeti, valamint likviditási mutatókat vizsgáltam. Általánosságban elmondható, hogy mindegyik mutató javulást mutatott a vizsgált időszak alatt. A ROIC mutató Du Pont típusú felbontásával kiderítettem, hogy a vállalati gazdálkodás javulása alapvetően az árbevétel arányos jövedelmezőség javulásának volt köszönhető.

A szakdolgozatom legutolsó részében a Magyar Telekom vállalatértékelési modelljét mutattam be részletesen, amely során meghatároztam a társaság értékét, majd pedig ebből az értékből kiindulva a saját tőke piaci értékét és a belső fundamentumai alapján indokolt részvényárfolyamot. Az értékelés során két szakaszból álló FCFF-n alapuló DCF modellt alkalmaztam. A gyors növekedési szakaszt 5,5 évben határoztam meg, melyet követően a stabil növekedési szakasz került kijelölésre, ahol a növekvő örökjáradékon alapuló maradványértéket használtam. A vállalatértékelés során első lépésként az árbevételt és EBIT hányad értékét határoztam meg.

A jövőbeli árbevétel becslésekor a Magyar Telekom díjkorrekciós stratégiáját vettem alapul, amelyhez a jövőbeli inflációs várakozások adatait használtam fel.

Az gyors növekedési időszakra vonatkozóan az EBIT hányad értékét 20,78%-ban határoztam meg, amely érték megállapításakor figyelembe vettem a társaság költségszerkezetének historikus értékeit, valamint az egyes költségtételeknél az egyedi értékítéletemre hagytam a nyilvánosan elérhető információk alapján.

A NOPLAT értékének a kiszámításhoz szükségem az effektív adókulcsot alkalmaztam. Az explicit időszak során előző öt üzleti évben megfigyelt effektív adófizetési kötelezettség átlagát

használtam. A jövőbeli FCFF értékek a meghatározáshoz továbbá szükségem volt még a mérlegtételek változásának a becslésére is.

Az jövőbeli becsült FCFF értékek megbecslése követően, a súlyozott tőkeköltséget (WACC) értékét számoltam ki, mely 8,74% lett. Ezzel az értékkel diszkontáltam az explicit időszak pénzáramait és maradványérték képletében is ezt az értéket alkalmaztam. A maradványérték számításához szükségem volt még a növekedési ráta meghatározásához, amelyet végül Damodaran alapján 2%-ban határoztam meg.

A gyors növekedési szakasz diszkontált pénzáramai és a maradványérték összegeként a Magyar Telekom vállalati értéke 2 316 milliárd forintnak felelt meg az értékelés napján. A vállalati érték, a társaság pénzeszköz állományával, hiteleivel és nem irányító részesedésekkel történő korrigálása után megkaptam a saját tőke piaci értékét, amely 1 898 milliárd forint volt. Ezt az értéket a forgalomban lévő részvények számával elosztva, a Magyar Telekom elméleti árfolyama 2 106 forintra becsülhető. Összevetve szakdolgozatom írásakor (2025.11.11.) megfigyelt piaci árfolyammal megállapítottam, hogy a társaság részvényei jelenleg nagyjából 18%-kal alulértékelték a Budapesti Értéktőzsdén.

Az elméleti árfolyam meghatározását követően egy érzékenységi vizsgálatot végeztem, amely rávilágított az arra, hogy az elméleti árfolyam értéke jelentősen függ a növekedési ráta és súlyozott tőkeköltség értékétől.

Végezetül úgy gondolom, hogy a szakdolgozatom írása közben rengeteg új tudásra és tapasztalatra tehettem szert. Lehetőségem adódott elmélyíteni a tudásomat a vállalatértékelés szakterületén, mindemellett egy tőzsdén jegyzett társaság elemzésével a gyakorlatban is kipróbálhattam az elméleti szakirodalomban leírtakat. A Magyar Telekom elemzését és értékelését a későbbiekben tovább lehetne folytatni a piaci szorzószámokon alapuló értékelési eljárásokkal, valamint egyéb alternatív módszerek alkalmazásával mind például a fordított DCF modellel.

5. Irodalomjegyzék

ÁLLAMADÓSSÁG KEZELŐ KÖZPONT ZRT. (ÁKK Zrt.): Referenciahozamok (URL): <https://akk.hu/statisztika/hozamok-indexek-forgalmi-adatok/referenciahozamok>

blackburnconsulting.eu (2025). vállalat értékelési módszerek áttekintése. [Online] Elérhető: <https://www.blackburnconsulting.eu/blog/vallalat-ertekeles-modszerek> [Hozzáférés dátuma: 2025.09.27.].

Bodie, Z., Kane, A., J. Markus, Alan. (2005). Befektetések. s.l.: Aula Kiadó

Bozsik, S., Szemán, J., és Süveges, G. (2017). Vállalati pénzügyek. Miskolc: s.n.

Cox, R. A. K., és Shulman, J. M. (1985). An Integrative Approach to Working Capital Management. Journal of Cash Management, 5(6), 64–67.

Damodaran, A., 2012. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.

Ebeszámoló

Fernández, P., 2007. Company valuation methods: The most common errors in valuations (Working Paper No. 449). IESE Business School.

International Monetary Fund. (2025). Hungary: 2025 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Hungary (IMF Country Report No. 25/250). Elérhető: <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2025/08/29/hungary-2025-article-iv-consultation-press-release-staff-report-and-statement-by-the-570029>

International Monetary Fund. (2025, July). World economic outlook update: Global economy: Tenuous resilience amid persistent uncertainty. Elérhető: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2025/07/01/world-economic-outlook-update-july-2025>

International Valuation Standards Council, 2021. International Valuation Standards [E-könyv] London: International Valuation Standards Council. Elérhető: https://viewpoint.pwc.com/dt/gx/en/ivsc/international_valuat/assets/IVS-effective-31-Jan-2022.pdf

Katis, E., 2024. Vállalati Turnaround Pénzügyek [E-könyv] Budapest: Akadémia Kiadó. Elérhető: https://mersz.hu/dokumentum/m1261vtp__1/#m1261vtp_book1 [Hozzáférés dátuma: 2025.11.08.].

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., és McKinsey & Company. (2020). Valuation: Measuring and managing the value of companies (7th. Ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.

Kresalek, P., Pucsek, J., (2024). A vállalati gazdálkodás komplex elemzése. Budapest: Saldo Kiadó

ksh.hu, (2025). 1.1.1.2. A fogyasztóiár-index fogyasztási főcsoportok szerint és a nyugdíjas fogyasztóiár-index [előző év = 100,0%]. Elérhető: https://www.ksh.hu/stadat_files/ara/hu/ara0002.html

Nemzeti Média- és Hírközlési Hatóság. (2025). A Nemzeti Média- és Hírközlési Hatóság Mobilpiaci Jelentése: Tárgyidőszak: 2021. III. – 2025. II. negyedév. Elérhetőség: https://nmhh.hu/dokumentum/254816/nmhh_mobilpiaci_jelentes_2025_ii.pdf [Letöltés Dátuma]: 2025.10.17

Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D., (2015). Equity Asset Valuation (3rd ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.

Portfolio.hu, (2025). Hiába hull a mélybe az infláció, az MNB nem örülhet [online] Elérhető: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20251110/hiaba-hull-a-melybe-az-inflacio-az-mnb-nem-orulhet-798254>

Reilly, F. K., & Brown, K. C., (2012). Investment Analysis and Portfolio Management (10th ed.). Natorp: South-Western Cengage Learning.

Scariati, S., Dal Mas, M., & Ceka, M. (2025). Firm valuation in practice: A case study analysis of DCF valuation. Preprint. ResearchGate. DOI: 10.1316/jWB2.12.24754.00044 (URL): <https://www.researchgate.net/publication/303163348> [Hozzáférés dátuma: 2025.08.29]

Takács, A., 2021. Modern Vállalatértékelés [E-könyv] Budapest: Akadémiai Kiadó. Elérhető: https://mersz.hu/dokumentum/m827mv__1/#m827mv_book1 [Hozzáférés dátuma: 2025.07.28.].

telekom.hu, 2025. Befektetői közlemények https://www.telekom.hu/static-tr/sw/file/MagyarTelekom_kozlemeney_16Jan2025.pdf

Telekom.hu, 2025. Cégtörténet. [online] Elérhető: <https://www.telekom.hu/rolunk/vallalatrol/cegtortenet>

Telekom.hu, 2025. Klíma. [online] Elérhető: <https://www.telekom.hu/rolunk/fenntarthatosag/klima>

Telekom.hu, 2025. Rékasi Tibor [online] Elérhető: <https://www.telekom.hu/rolunk/befektetoknek/tarsasagiranyitas/rekasi-tibor>

think.ing.com, 2025. Our global economic and financial forecasts. [online] Elérhető: <https://think.ing.com/forecasts/>

Tóth, T., (2021) Vállalati Pénzügyek [E-Könyv] Budapest: Akadémiai Kiadó [Elérhető]: https://mersz.hu/keres/t%C3%B3th%20tam%C3%A1s/hivatkozas/m835vp_0_p3/#m835vp_0_p3

tradingeconomics.com, 2025. Hungary Indicators. Elérhető: <https://tradingeconomics.com/hungary/indicators>

Ulbert, J. (Szerk.). (2018). Vállalati pénzügyek kézikönyv: Gyakorlatok példatár (2., bőv. kiad.). Pécsi Tudományegyetem. ISBN 978-963-429-231-9

Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y., & Salvi, A., 2014. Corporate Finance: Theory and Practice (4th ed.). West Sussex: Wiley.

Vigvári, A., 2008. Pénzügy(rendszer)tan [E-könyv] Budapest: Akadémia Kiadó. Elérhető: https://mersz.hu/dokumentum/dj239prt__1/#dj239prt_book1 [2025.09.12.].

wallstreetprep.com, 2024. Working Capital Requirement (WCR) [online] Elérhető: <https://www.wallstreetprep.com/knowledge/working-capital-requirement-wcr/>

Zéman, Z., Béhm, I. 2019. MÓDSZERTAN VÁLLALKOZÁSOK PÉNZÜGYI TELJESÍTMÉNYÉNEK MÉRÉSÉRE [E-könyv] Budapest: Akadémiai Kiadó. [Elérhető]: https://mersz.hu/dokumentum/m487mvpt_2/

6. Mellékletek

Eszközök

Adatok mFt-ban	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Q2
Befektetett eszközök	1 091 604	1 168 769	1 215 090	1 178 555	1 188 960	1 162 291
Tárgyi eszközök	432 436	437 432	475 708	476 892	497 728	493 754
Használatijog-eszköz	121 335	122 355	123 739	121 960	129 733	127 644
Egyéb immateriális javak	285 680	346 149	332 185	314 659	293 626	280 371
Goodwill	213 137	212 513	212 713	212 713	212 713	211 769
Befektetések társult és közös vezetésű vállalatokban	0	0	0	0	0	0
Halasztott adó követelés	118	125	742	123	114	38
Éven túli vevőkövetelések	18 566	18 953	22 806	25 060	25 149	21 623
Egyéb hosszú lejáratú pénzügyi eszközök	10 614	20 183	35 519	14 013	13 640	10 908
Szerződéses eszközök	3 923	4 143	3 960	3 697	4 089	3 780
Egyéb befektetett eszközök	5 795	6 916	7 718	9 438	12 168	12 404
Forgóeszközök	258 290	231 902	241 327	285 276	341 113	282 582
Pénzeszközök	14 689	13 463	12 861	13 514	18 010	14 066
Vevőkövetelések	158 857	158 187	171 583	199 249	211 411	205 347
Egyéb eszközök	6 022	8 431	11 025	8 455	9 214	8 617
Egyéb rövid lejáratú pénzügyi eszközök	42 487	9 419	1 789	13 795	53 896	10 490
Szerződéses eszközök	16 878	20 745	18 586	17 358	16 903	19 893
Nyereségadó követelés	473	1 318	137	131	135	119
Készletek	18 395	18 053	25 344	32 428	28 756	23 343
Értékesítésre kijelölt eszközök	489	2 286	2	346	2 788	707
Eszközök összesen	1 349 894	1 400 671	1 456 417	1 463 831	1 530 073	1 444 873

Kötelezettségek

Adatok mFt-ban	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Q2
Hosszú lejáratú kötelezettségek	375 344	412 329	414 717	350 978	381 431	376 056
Hosszú lejáratú - Pénzügyi kötelezettségek kapcsolt váll	89 456	90 405	98 061	47 847	60 059	59 147
Hosszú lejáratú - lízing kötelezettségek	111 820	112 076	114 865	109 623	119 174	115 134
Vállalati kötvények	67 904	68 215	68 531	68 854	69 183	69 350
Egyéb hosszú lejáratú pénzügyi kötelezettségek	74 163	109 231	103 918	98 667	94 404	92 124
Halasztott adó kötelezettség	18 621	16 888	14 299	11 714	17 669	18 610
Céltartalékok	10 109	12 714	12 604	12 329	19 470	20 407
Szerződéses kötelezettségek	361	326	405	358	343	384
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	2 910	2 474	2 034	1 586	1 129	900
Rövid lejáratú kötelezettségek	316 823	295 367	306 924	347 184	280 132	229 012
Rövid lejáratú - pénzügyi kötelezettségek kapcsolt váll	98 350	38 087	67 735	93 768	26 808	27 479
Rövid lejáratú - lízing kötelezettségek	20 712	22 328	26 738	26 940	27 866	28 204
Kötelezettségek szállítók felé	148 326	142 031	158 786	166 413	158 058	108 103
Rövid lejáratú - egyéb pénzügyi kötelezettségek	12 204	55 426	11 720	12 250	10 093	10 486
Nyerésadó kötelezettség	432	2 554	1 478	2 753	5 942	10 570
Céltartalékok	3 603	3 367	2 959	2 808	5 922	2 997
Szerződéses kötelezettségek	10 998	12 238	13 153	13 818	16 231	13 364
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	22 198	18 986	24 355	28 434	29 212	27 809
Értékesítésre kijelölt kötelezettségek	0	350	0	0	0	0
Kötelezettségek összesen	692 167	707 696	721 641	698 162	661 563	605 068

Saját tőke

Adatok mFt-ban	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Q2
Saját tőke	618 684	652 895	691 739	723 467	823 157	799 289
Jegyzett tőke	104 275	104 275	100 580	97 156	93 862	93 862
Tőketartalékok	27 379	27 379	26 409	25 509	24 644	24 644
Saját részvénnyek	-9 209	-19 424	-18 600	-18 600	-26 354	-67 143
Eredménytartalék	465 787	509 473	546 659	585 866	691 652	710 998
Halmozott egyéb átfogó eredmény	30 452	31 192	36 691	33 536	39 353	36 928
Nem irányító részesedések	39 043	40 080	43 037	42 202	45 353	40 516
Tőke összesen	657 727	692 975	734 776	765 669	868 510	839 805

Eredménykimutatás

Adatok mFt	2020	2021	2022	2023	2024
<i>Mobil bevételek</i>	364 589	389 387	433 178	491 322	565 480
<i>Vezetékes bevételek</i>	219 004	223 865	237 019	271 915	307 603
<i>RI/IT</i>	89 455	86 868	76 472	86 135	94 395
Összes bevétel	673 048	700 120	746 669	849 372	967 478
<i>Összekapcsolási díjak</i>	22 079	24 959	23 973	22 930	19 198
<i>RI/IT szolgáltatáshoz kapcsolódó költségek</i>	63 314	62 065	54 336	62 990	68 192
<i>Követelések értékvesztése</i>	9 717	11 012	9 210	14 033	13 743
<i>Távközlési adó</i>	27 614	26 826	26 247	25 460	25 077
<i>Egyéb közvetlen költségek</i>	174 764	186 829	210 385	230 906	253 600
Közvetlen költségek	297 488	311 691	324 151	356 319	379 810
Bruttó fedezet	375 560	388 429	422 518	493 053	587 668
<i>Személyi jellegű ráfordítások</i>	79 004	75 880	77 289	83 688	101 747
<i>Értécsökkenési leírás</i>	141 058	147 962	138 768	139 168	139 942
<i>Közműadó</i>	7 215	7 332	7 447	7 667	0
<i>Távközlés pótdó</i>	0	0	24 583	29 963	36 363
<i>Egyéb működési költségek</i>	69 301	68 407	73 474	89 629	92 543
Működési Költségek	296 578	299 581	321 561	350 115	370 595
<i>Egyéb működési bevételek</i>	5 842	3 961	8221	5058	6 386
Működési Eredmény	84 824	92 809	109 178	147 996	223 459
Nettó pénzügyi eredmény	-23 846	-13 696	-24 809	-44 040	-29 236
<i>Társult befektetések eredménye</i>	-66	0	26	0	0
Adózás előtti eredmény	84 734	98 836	79 426	99 453	182 937
<i>Nyereségadó</i>	-14 595	-16 266	-17 321	-19 552	-30 827
Adózott eredmény	70 139	82 570	62 105	79 901	152 110
<i>Egyéb átfogó eredmény</i>	8 997	1 406	8 828	-4 969	9 446
Teljes átfogó eredmény	79 136	83 976	70 933	74 932	161 556

Nettó forgótőke

Nettó forgótőke					
Üzleti év	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2024FY
Vevőkövetelések	158 857	158 187	171 583	199 249	211 411
Egyéb eszközök	6 022	8 431	11 025	8 455	9 214
Szerződéses eszközök	16 878	20 745	18 586	17 358	16 903
Nyereségadó követelés	473	1 318	137	131	135
Készletek	18 395	18 053	25 344	32 428	28 756
Értékesítésre kijelölt eszközök	489	2 286	2	346	2 788
Nem pénzbeli forgóeszközök	201 114	209 020	226 677	257 967	269 207
Kötelezettségek szállítók felé	148 326	142 031	158 786	166 413	158 058
Nyereségadó kötelezettség	432	2 554	1 478	2 753	5 942
Céltartalékok	3 603	3 367	2 959	2 808	5 922
Szerződéses kötelezettségek	10 998	12 238	13 153	13 818	16 231
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	22 198	18 986	24 355	28 434	29 212
Értékesítésre kijelölt kötelezettségek	0	350	0	0	0
Nem finanszírozási célú rövid lejáratú kötelezettségek	185 557	179 526	200 731	214 226	215 365
Nettó forgótőke	15 557	29 494	25 946	43 741	53 842

Nettó forgótőke szükséglet

Üzleti év	Árbevétel	Nettó forgótőke	Nettó forgótőke aránya
2020	673 048	15 557	2,31%
2021	700 120	29 494	4,21%
2022	746 669	25 946	3,47%
2023	849 372	43 741	5,15%
2024	967 478	53 842	5,57%
2025	1 003 275	41 564	4,14%
2026	1 049 348	43 472	4,14%
2027	1 090 515	45 178	4,14%
2028	1 127 156	46 696	4,14%
2029	1 160 971	48 097	4,14%
2030	1 195 800	49 540	4,14%

FCFF levezetése

FCFF mFt											
Üzleti év	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2024FY	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Árbevétel	673 048	700 120	746 669	849 372	967 478	1 003 275	1 049 348	1 090 515	1 127 156	1 160 971	1 195 800
EBIT hányad (%)	12,6%	13,3%	14,6%	17,4%	23,1%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%	20,8%
EBIT	84 824	92 809	109 178	147 996	223 459	208 475	218 049	226 603	234 217	241 243	248 481
EBIT-re számított adó	14 611	15 274	23 809	29 095	37 655	38 360	40 121	41 695	43 096	44 389	45 721
NOPLAT (Net Operating Profit After Taxes)	70 213	77 535	85 369	118 901	185 804	170 115	177 928	184 908	191 121	196 854	202 760
(+) Értékcsökkenési leírás	141 058	147 962	138 768	139 168	139 942	184 857	193 346	200 931	207 683	213 913	220 330
(-) Beruházások	-240 358	-225 127	-185 089	-102 633	-150 347	-214 277	-224 117	-232 910	-240 735	-247 957	-255 396
(-) Δ nettó forgótőke		(13 937)	3 548	(17 795)	(10 101)	12 278	(1 909)	(1 705)	(1 518)	(1 401)	(1 443)
Nettó forgótőke	15 557	29 494	25 946	43 741	53 842	41 564	43 472	45 178	46 696	48 097	49 540
FCFF		(13 567)	42 596	137 641	165 298	152 973	145 248	151 224	156 550	161 409	166 251

WACC meghatározása

WACC meghatározása	
Saját tőke piaci értéke	1 604 420
forgalomban lévő részvények száma	901,36
Részvényárfolyam	1780
Hitelállomány	401 924
Idegen tőke költsége	
Kockázatmentes hozam	7,04%
Kockázati felár	1,20%
Effektív adókulcs	18,29%
Saját tőke költsége	9,24%
Kockázatmentes hozam	7,04%
Piaci hozam	14,15%
Piaci kockázati prémium	7,11%
Beta	0,31
WACC	8,74%

Pénzügyi modell

Vállalatérték számítása	
Explicit időszak jelenértékeinek összege	729 745
Maradványérték (Terminal Value)	2 515 593
Maradvány érték jelenértéke	1 586 635
Vállalatérték	2 316 380
(+) Pénzeszközök	24 556
(-) Hitel	401 924
(-) Nem irányító részesedések	40 516
Saját tőke értéke	1 898 496
Forgalomban lévő részvények száma (millió db)	901,36
Elméleti részvényárfolyam (Ft)	2 106