

**A NEMZETKÖZI BEFEKTETŐI SZEMLELET NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI
BESZÁMOLÁSI STANDARDOKBAN (IFRS) TÖRTÉNŐ ÉRVÉNYESÜLÉSÉNEK
BEMUTATÁSA A MAGYAR TELEKOM NYRT. ÉS A TELENOR ASA SZABAD CASH
FLOW MÓDSZERREL TÖRTÉNŐ VÁLLALATÉRTÉKELÉSÉN KERESZTÜL**

**DEMONSTRATION OF HOW INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING
STANDARDS (IFRS) ENFORCE INTERNATIONAL INVESTOR'S POINT OF VIEW IN
FINANCIAL STATEMENTS THROUGH COMPANY VALUATION OF MAGYAR
TELEKOM NYRT. AND TELENOR ASA BY USING THE METHOD OF FREE CASH
FLOW**

Csiszár Dorottya

ÖSSZEFOGLALÁS

A Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok (IFRS) szabályozása keretelveken nyugszik. Ezen keretelvek kialakításakor a standardalkotók meghatározták, hogy a pénzügyi jelentések elsődleges felhasználói, akik számára a jelentéseket elő kell állítani, a tőke biztosítói, azaz a jelenlegi és potenciális tulajdonosok, befektetők és tágan értelmezett hitelezők. Ezen koncepció érvényre jutását kívánom bemutatni két, telekommunikációs iparágban működő vállalkozás részvényeibe történő befektetési lehetőség vizsgálatán keresztül.

Hipotézisem az, hogy az IFRS szerint készült beszámolók adatai alapján maradéktalanul elkészíthető két különböző országban bejegyzett, különböző tőzsdén jegyzett cég értékelése, mely alapján megéri befektetni a Magyar Telekom Nyrt. és a Telenor ASA részvényeibe.

A vállalatok értékelését követően eredményeim alapján hipotézisem első felét elfogadtam, azonban második felét, a két vállalat részvényeibe való befektetést az akkori túlértékeltségük miatt elvettem. A Magyar Telekomnak osztalékpolitikája felülvizsgálatát, a Telenornak költségei és kötelezettségei csökkentését javasoltam.

Kulcsszavak: IFRS, vállalatértékelés, szabad cash flow módszer

ABSTRACT

International Financial Reporting Standards (IFRS) are based on conceptual frameworks. It is defined that the primary users of general purpose financial reporting are present and potential owners, investors, lenders and other creditors. I would like to demonstrate this concept through examining investment opportunities in stocks of two telecommunication companies.

My hypothesis is that it is completely possible to value two companies that are registered in two different countries, in two different stock exchanges based on data of the financial statements that are prepared in accordance with IFRS and it is worth to invest in stocks of Magyar Telekom Nyrt. and Telenor ASA.

After valuation of the two companies, I accepted the first part of my hypothesis, but I disapproved its second part, because the stocks of the companies were overvalued at that time. I suggested to Magyar Telekom to revise its dividend policy, and to Telenor to reduce its costs and liabilities.

Keywords: IFRS, company valuation, the method of free cash flow

BEVEZETÉS

A társaságok működése során számtalan ügylet, gazdasági esemény jelentkezik, melyek nyilvántartása, majd feldolgozása és elemzése nélkülözhetetlen versenyképességük megőrzése érdekében, ugyanakkor komplex, kihívásokkal teli feladat. A probléma kezelésére kidolgozott információs rendszer a számvitel. A nemzetközi üzleti kapcsolatok kiterjedésével indokoltá vált

a számvitel globális szabályozásának kialakítása. Létrejötték a nemzetközi beszámolási rendszerek, ezek közül napjainkban a két legjelentősebb a Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok (International Financial Reporting Standards, IFRS), és az Egyesült Államok Általánosan Elfogadott Számviteli Alapelvei (United States Generally Accepted Accounting Principles, US GAAP).

Az IFRS keretelveken nyugvó standardokból áll, mely koncepcionális keretszabályok megadják a szabályozás alapját. E szerint a pénzügyi beszámolás célja az érdekhordozók hasznos információkkal való ellátása, elsődleges érdekhordozók pedig a tőke biztosítói, azaz a jelenlegi és jövőbeli tulajdonosok, befektetők, és a hitelezők. Az IFRS szerint készült beszámolóknak tartalmazniuk kell a keretszabályok alapján az adott vállalkozás piaci értékének becsléséhez szükséges adatokat. Ahogy az IFRS alkalmazása egyre inkább terjed a világon, a befektetőknek lehetősége nyílik, hogy világviszonylatban értékeljék a cégeket, valamint az egységes szabályozás által a döntéseik megalapozásához szükséges mennyiségű és minőségű információhoz jussanak.

Kutatásomban az IFRS jelentőségét szeretném bemutatni a vállalatértékelésben – azt, hogy ezen két terület kapcsolatban van, összefügg egymással, továbbá azt, hogy az IFRS valóban érvényesíti a beszámolóknak a befektetői szemléletet, igényeket. Ezt egy gyakorlati, mindennapi életben előforduló eseten keresztül kívánom megvalósítani, mely azt modellel, hogy egy magyar, telekommunikációs iparág iránt érdeklődő befektető IFRS konszolidált beszámoló adataiból kiindulva elvégzi két cég vállalatértékelését, hogy eldöntse, melyikbe érdemes befektetni, egyáltalán érdemes-e valamelyikbe. Befektetési lehetőségként azért választottam a telekommunikációs iparágat, ugyanis napjainkban az információtechnológia, és azon belül a telekommunikáció egy rendkívül gyorsan fejlődő és nagy bevételeket generáló szektor (STATISTA, 2018).

Az értékelésre választott két cég a Magyar Telekom Nyilvánosan Működő Részvénytársaság (Magyar Telekom Nyrt.) és a szintén nyilvánosan működő Telenor Allmennaksjeselskap (Telenor ASA). Egyrészt azért választottam ezen két vállalatot, mivel mindkettő a tőzsdén jegyzett, így saját tőkéjük becsült piaci értéke alapján megállapítást lehet tenni arra vonatkozóan, hogy részvényeik az értékelés időpontjában megfelelően, alul, vagy túlértékeltek-e, emellett konszolidált éves beszámolójukat IFRS szerint készítik. Másrészt, azért konkrétan a Magyar Telekom Nyrt.-t és a Telenor ASA-t választottam értékelésre, mert a Magyar Telekom rendelkezik a legnagyobb, a Telenor ASA magyarországi leányvállalata a második legnagyobb piaci részesedéssel (PATRICOLO, 2016) és bevétellel (DELOITTE, 2018) Magyarországon az értékelés időpontjában, így reális lehetőségnek tartottam, hogy egy potenciális befektető a Magyar Telekom mellett megvizsgálja a norvég, Oslói Tőzsdén jegyzett Telenorba történő befektetés lehetőségét is.

Céлом annak bemutatása, hogy az IFRS szerint készített beszámolóknak tartalmaznak mindazon információkat, amelyekre egy befektetőnek szüksége lehet ahhoz, hogy értékelhesse az adott vállalkozást, továbbá annak prezentálása, hogy az így elvégzett vállalatértékelés eredményeként racionális, megalapozott befektetési döntés hozható.

ANYAG ÉS MÓDSZER

Az értékelés keretében először is áttekintettem a két vizsgált vállalattal kapcsolatos információkat, a cégek történetét, tulajdonosi szerkezetét, a kínált szolgáltatásokat, és részvényárfolyamuk múltbeli alakulását, majd környezet - és iparági elemzést végeztem. Ezt követően a cégek múltbeli gazdálkodását vizsgáltam tíz éves intervallumon, 2007-2016 között. A vizsgálat időintervallumát azért választottam tíz évnél, mert egyrészt a szektor dinamikussága miatt véleményem szerint csupán néhány év elemzése nem elegendő megalapozott következtetések levonásához, másrészt így az is látható, hogy a vállalkozások hogyan reagáltak a 2008-as gazdasági világválságra. A vizsgált mutatókat és adatokat az alapján választottam ki, hogy adott befektető

számára melyek a leginkább relevánsak, így többek között vizsgáltam a tőkeszerkezet alakulását, az egyik befektetői cél, a kifizetett osztalék alakulását, illetve az osztalékfizetés forrásának, az eredménytartaléknak, és az azt növelő, anyavállalati részvényesekre jutó adózott eredménynek a változását. Végül az általam választott vállalatértékelési eljárás, a diszkontált cash flow módszer alapján elvégeztem a vállalatok értékelését, mely során optimista, realista és pesszimista becslést készítettem a társaságok saját tőkéjének értékére, és megnéztem, a saját tőkéjük értékeléskori tényleges piaci értéke az általam meghatározott intervallumba esik, vagy sem. Az értékelést 2017.04.12-re vonatkozóan végeztem el, azt modelleztem, hogy adott befektető amint nyilvánosságra hozzák a Telenor és a Magyar Telekom IFRS konszolidált beszámolóit, elvégzi az értékelést.

Ahhoz, hogy megállapítást lehessen tenni arra vonatkozóan, hogy a vállalat részvényei véleményünk szerint megfelelően értékelték-e a piacon, a vállalkozás saját tőkéjét szükséges megbecsülni, majd azt a tőzsdei kapitalizációhoz, azaz a saját tőke piaci értékéhez viszonyítani. A becslés során én elsősorban DAMODARAN (2015) eljárását követtem.

Ha feltételezzük, hogy a vállalat működési eredménye meghatározott ideig egy meghatározott rátával növekszik, majd utána éri el a stabil állapotot – mint én azt a Magyar Telekom Nyrt. és a Telenor ASA esetében feltételeztem – a vállalat értékét fel lehet írni a következőképpen:

$$V = PV1 + PV2$$

ahol V a vállalat értéke, $PV1$ az első időszakban érvényes, hitelezők és tulajdonosok számára szabadon rendelkezésre álló pénzáramlások jelenértékének összege, $PV2$ a maradványérték jelenértéke. A képlet kibontva DAMODARAN (2015) alapján a következő:

$$V = \frac{FCF_1}{(1+WACC)} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{RV_n}{(1+WACC)^n}$$

A képletben $FCF_1, FCF_2, \dots, FCF_n$ az 1., 2., ..., n . évi vállalati szabad cash flow értékek, $WACC$ a súlyozott átlagos tőkeköltség, RV_n az n . időszakra diszkontált maradványérték.

FCF becsléséhez DAMODARAN (2015) azt tanácsolja, induljunk ki abból, hogy egy vállalatnak ahhoz, hogy növekedni tudjon, vagy a meglévő befektetéseit kell jobban kezelnie (hatékonyságbeli növekedés), vagy új befektetéseket kell kiviteleznie (beruházásból származó növekedés). Az új beruházásokból eredő növekedés becsléséhez azt szükséges megnézni, hogy mekkora hányadát forgatja vissza a vállalat a nyereségének, és ezeken mekkora hozamot ér el. Ez alapján DAMODARAN (2015) szerint az EBIT növekedési üteme a következő:

$$\text{Üzemi eredmény növekedése} = \text{Újrabefektetési ráta} * \text{ROIC (befektetett tőke hozama)}$$

$$\text{Újrabefektetési ráta} = \frac{\text{beruházások} + \text{nem pénzbeli működőtoke változása}}{\text{adózott működési eredmény}}$$

$$\text{ROIC} = \frac{\text{adózott működési eredmény}}{\text{hitelek könyv szerinti értéke} + \text{tőke könyv szerinti értéke} - \text{készpénzállomány}}$$

Kérdést vet fel, hogy a ROIC képletében szereplő „hitelek” fogalma pontosan mit takar. DAMODARAN (2011) egy másik művében ugyanezen képletben „BV of debt” szerepel. DAMODARAN (2018) azt írja, hogy a „debt”, amit hívunk finanszírozási kötelezettségeknek, nem egyezik meg a mérlegben szereplő kötelezettségekkel, mert ide a kamattal terhelt kötelezettségek tartoznak, függetlenül attól, hogy azok hosszú vagy rövid lejáratúak. DAMODARAN (2015) a következők szerint becslési a jövőbeli FCF áramokat:

$$\begin{aligned}
 FCF_n &= EBIT_n \\
 &\quad - EBIT_n * \text{adórata} \\
 &\quad - \text{Újrabefektetési ráta} * (EBIT_n - EBIT_n * \text{adórata})
 \end{aligned}$$

Végül a vállalat értékének becsléséhez a WACC (Weighted Average Cost of Capital, súlyozott átlagos tőkeköltség), és a maradványérték (RV_n) kiszámításához az alábbi képleteket alkalmaztam.

$$WACC = \frac{E}{E + D} * Re + \frac{D}{E + D} * Rd$$

$$Re = Rf + \beta i * (Rm - Rf) = Rf + \beta i * ERP$$

$$Rd = (Rf + \text{csődkockázati felár}) * (1 - \text{marginális adókulcs})$$

A WACC képletében Re a saját tőke költsége és Rd az idegen tőke költsége, melyeket a finanszírozási források piaci értékének arányával súlyozunk. Rf a kockázatmentes ráta (risk free rate), melynél a 10 éves állampapír hozamával kalkuláltam, βi kapcsán az átlagos szektorbétával számoltam, ERP (Equity Risk Premium) az a többlethozam, amit a befektető elvár annak eredményeként, hogy a pénzt nem kockázatmentes papírba fekteti, hanem a vállalat részvényébe (DAMODARAN, 2015). A maradványérték képlete:

$$RV_n = \frac{(EBIT_n - EBIT_n * \text{adókulcs}) * (1 + g_2) * (1 - \text{maradványidőszaki újrabefektetési ráta})}{WACC_2 - g_2}$$

$$\text{maradványidőszaki újrabefektetési ráta} = \frac{g_2}{WACC_2}$$

A képletben g_2 a maradványidőszaki növekedési ütem, $WACC_2$ a maradványidőszaki súlyozott átlagos tőkeköltség, illetve az újrabefektetési ráta is eltér az első időszakitól. A vállalat értékének meghatározása után ki tudjuk számítani a saját tőke becsült piaci értékét:

$$\text{Saját tőke becsült piaci értéke} = \text{Vállalat értéke} + \text{Készpénzállomány} - \text{Finanszírozási kötelezettségek piaci értéke}$$

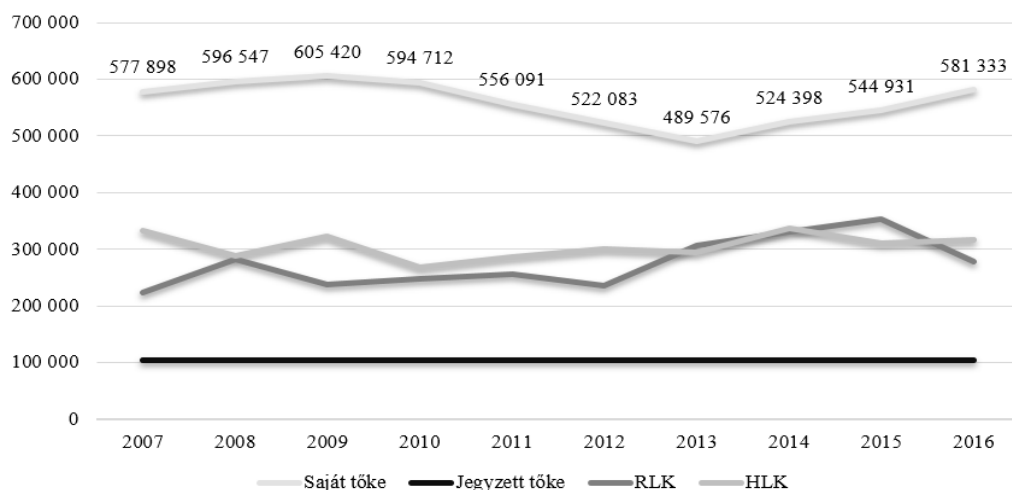
Becslésem során az első időszak (PV1) hosszát 3 évnél tekintetem, mely időszakban az előző évek alapján általam kalkulált effektív adókulccsal számoltam, míg a maradványidőszakban a szintén saját becsléssel kapott marginális adókulcsot alkalmaztam.

EREDMÉNYEK

Miután megismertem a két vállalat tevékenységét, történetét, tulajdonosi struktúráját, valamint elvégeztem a környezet- és PEST elemzést, megállapítottam, hogy a Magyar Telekom elsődleges piaca Magyarország, ahol, vezető és biztos pozíciót tölt be. A Telenor számos piacon jelen van, bevételei alapján európai és világviszonylatban is előkelő helyen áll.

A múltbéli gazdálkodás elemzését a Magyar Telekom (későbbiekben Telekom) tőkeszerkezetének vizsgálatával kezdem, mely az 1. ábrán látható.

adatok millió Ft-ban



1. ábra: A Magyar Telekom Csoport saját tőkéjének, jegyzett tőkéjének, rövid és hosszú lejáratú kötelezettségeinek alakulása 2007-2016 között

Forrás: Saját szerkesztés a Magyar Telekom Csoport konszolidált éves beszámolóinak adatai (2007-2016) alapján

Látható, hogy a Telekom saját tőkéje 2009-2013 között folyamatosan csökkent, majd növekedésnek indult, miközben kötelezettségeit igyekezett szinten tartani. A kötelezettségek szinten tartása a vállalat részéről tudatosan történik, célja, hogy nettó eladósodottsági rátáját 30% és 40% közötti tartományban tartsa (TELEKOM, 2016). Osztalékpolitikáját is ezen célkitűzésének rendeli alá, melyet prezentál az 1. táblázat, ahol az osztalékok az adott évre vonatkozóan megállapított részvényenkénti osztalékokat jelentik.

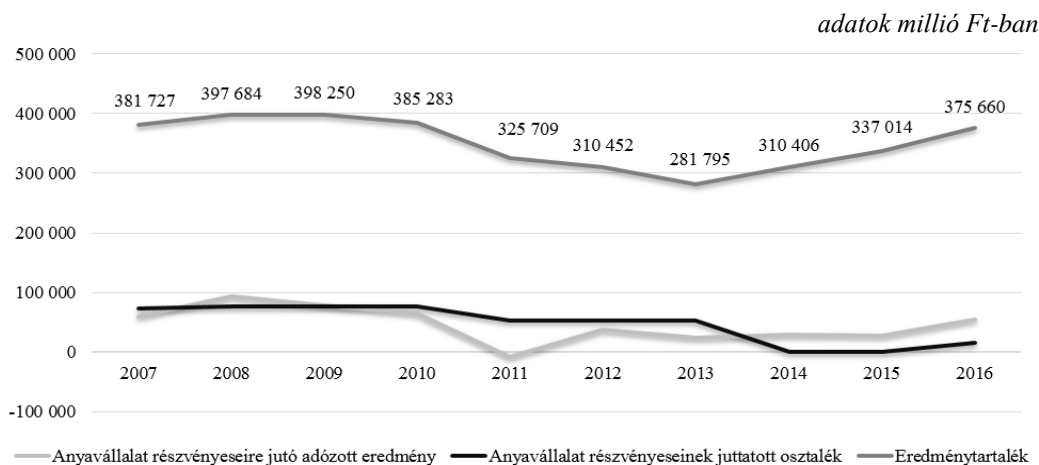
1. táblázat: A Magyar Telekom részvények után járó osztalék és az eladósodottsági ráta

Megnevezés	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Részvényenkénti osztalék (Ft/db)	74	74	74	50	50	50	0	0	15	25
Nettó eladósodottsági ráta	31,0%	29,7%	31,5%	32,7%	34,1%	34,3%	43,8%	45,7%	42,9%	39,3%

Forrás: Saját szerkesztés a Magyar Telekom Csoport konszolidált éves beszámolóinak adatai (2007-2016) alapján

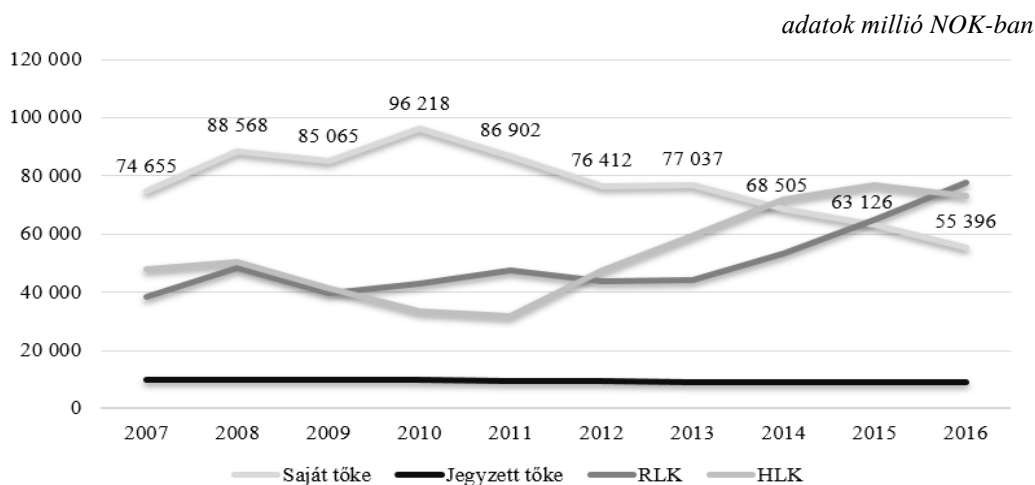
Mivel az eladósodottsági ráta 2013-ban átlépte a céltartomány felső határát, a Telekom két éven keresztül egyáltalán nem fizetett osztalékokat. Tovább vizsgáltam az osztalékok, valamint azok forrásának alakulását, mely a 2. ábrán látható. Az ábra alapján 2009-2013 között a Telekom részvényeseknek juttatott osztalék meghaladta az anyavállalati részvényesekre jutó adózott eredményt, ami az eredménytartalék, azaz az osztalékfizetés forrásának csökkenését eredményezte, azonban a Telekomnak sikerült változtatnia ezen tendencián.

A Telenor tőkeszerkezete és osztalékpolitikája teljesen eltérő a Telekomnál tapasztalttól, mely a 3. ábrán látható, ahol az adatok norvég koronában megadva szerepelnek. Az ábrán látszik az, hogy 2010-től a Telenor saját tőkéje fokozatosan csökkent, mindeközben kötelezettségei növekedtek.



2. ábra: A Magyar Telekom Csoport eredménytartalék, az anyavállalat részvényeseinek juttatott osztalék és az anyavállalat részvényeseire jutó adózott eredmény értékeinek alakulása 2007-2016 között

Forrás: Saját szerkesztés a Magyar Telekom Csoport konszolidált éves beszámolóinak adatai (2007-2016) alapján



3. ábra: A Telenor Group saját tőkéjének, jegyzett tőkéjének, rövid és hosszú lejáratú kötelezettségeinek alakulása 2007-2016 között

Forrás: Saját szerkesztés a Telenor Group konszolidált éves beszámolóinak adatai alapján (2007-2016)

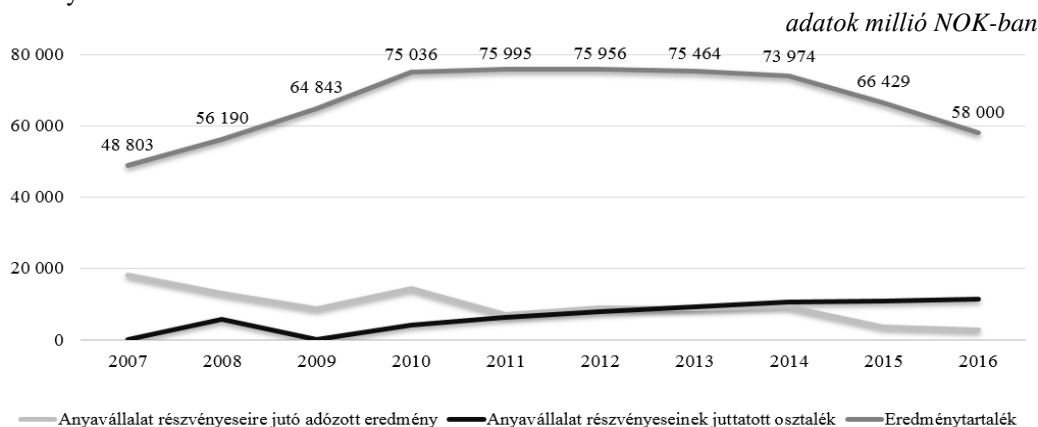
A befektetők szempontjából fontos az egyes évekre megállapított osztalékok vizsgálata, melyeket a 2. táblázat tartalmaz.

2. táblázat: A Telenor részvények után járó osztalék

Megnevezés	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Részvényenkénti osztalék (NOK/db)	3,4	0,0	2,5	3,8	5,0	6,0	7,0	7,3	7,5	7,8

Forrás: Saját szerkesztés a Telenor Group konszolidált éves beszámolóinak adatai alapján (2007-2016)

Mint az a 2. táblázatban is látható, a Telenor osztalékpolitikája az, hogy évről évre növekvő osztalékot fizet részvényei után. Természetesen a Telenor esetében is megvizsgáltam az osztalékfizetés és annak forrásának alakulását, amit a 4. ábrán mutatok be. Mint látható, 2014-től élesen csökkenni kezdett a Telenor eredménytartáléka, mivel az anyavállalati részvényeseknek juttatott osztalék már meghaladta a részvényesekre jutó adózott eredményt, mely tendencia véleményem szerint hosszú távon nem tartható fent.



4. ábra: A Telenor Group eredménytartalék, az anyavállalat részvényeseinek juttatott osztalék és az anyavállalat részvényesire jutó adózott eredmény értékeinek alakulása 2007-2016 között

Forrás: Saját szerkesztés a Telenor Group konszolidált éves beszámolóinak adatai alapján (2007-2016)

A vállalatok értékelésénél az előző fejezetben bemutatott képletek mentén haladva jutottam el a saját tőke becslült értékéhez, melyre optimista és pesszimista scenáriót is készítettem az EBIT értékének 15%-os változtatásával. A Telekomra vonatkozó eredményeimet foglalja össze a 3. táblázat. Az értékelés elvégzésekor a Telekom saját tőkéjének tényleges piaci értéke **509 126 millió Ft** volt, ami nem esett az általam becslült intervallumba.

3. táblázat: Optimista, realista és pesszimista forgatókönyv a saját tőke becslésére – Magyar Telekom

adatok millió Ft-ban

Megnevezés	Optimista	Realista	Pesszimista
Vállalat értéke	742 266	645 448	548 631
Saját tőke értéke	411 401	314 584	217 767

Forrás: Saját szerkesztés a Magyar Telekom Csoport 2016. évi konszolidált éves beszámolójának adataiból elvégzett számításaim alapján

4. táblázat: Optimista, realista és pesszimista forgatókönyv a saját tőke becslésére – Telenor

adatok millió NOK-ban

Megnevezés	Optimista	Realista	Pesszimista
Vállalat értéke	269 458	234 311	199 164
Saját tőke értéke	194 434	159 288	124 141

Forrás: Saját szerkesztés a Telenor Group 2016. évi konszolidált éves beszámolójának adataiból elvégzett számításaim alapján.

A Telenorra vonatkozó eredményeimet a 4. táblázat tartalmazza. Az értékelés időpontjában a Telenor tőzsdei kapitalizációja **210 204 millió NOK** volt, ami nem sokkal magasabb, mint az

általam becsült intervallum felső határa, azonban ezen vállalatnál is vannak nem irányító részesedések, emiatt véleményem szerint a Telenor részvények is kissé túlértékelték a piacon.

KÖVETKEZTETÉSEK ÉS JAVASLATOK

A vállalatok értékelése során arra a következtetésre jutottam, hogy az értékelés időpontjában a Telekom részvényei túlértékelték voltak, ebből következően én árfolyamcsökkenést jeleznék előre. Mivel az értékelés során sem árfolyamnyereséget, sem növekvő osztalékot nem tudtam megállapítani, így a Telekom részvényekbe nem javaslom a befektetést a 2017 áprilisi értékelés alapján. A Telekomnak azt javasolhatjuk, hogy amennyiben szeretné fenntartani tőkeközzépolitikáját, az osztalékfizetését függetleníse attól. Véleményem szerint már a növekvő osztalékpolitika bevezetésének hírére emelkedne a részvények árfolyama. Mivel óvatos tőkeszerkezeti politikát folytat, kismértékű növelést javasolnék, melyet a Telekom esetleges eredménycsökkenés esetén is fent tud tartani.

A Telenor kapcsán szintén arra a következtetésre jutottam, hogy a részvények enyhén túlértékelték. Azt javasolnám, hogy koncentráljon a költségek csökkentésére, ezen belül is különösképpen az értékcsökkenésre, valamint mérsékelje idegen forrásait is.

Eredményeim alapján hipotézisem első felét, miszerint az IFRS szerint készült beszámoló adatai alapján maradéktalanul elkészíthető két különböző országban bejegyzett, különböző tőzsdén jegyzett cég értékelése, elfogadtam, azonban második felét, a két vállalat részvényeibe való befektetést az akkori túlértékelttségük miatt elvettem.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- (1) DAMODARAN, A. (2011): Applied Corporate Finance. 3rd edition. United States of America. John Wiley & Sons, Inc., 738 p. (2) DAMODARAN, A. (2015): A vállalatértékelés kézikönyve. Útmutató részvénybefektetésekhez, társaságok vásárlásához és eladásához. Budapest. Alinea Kiadó, 240 p. (3) DAMODARAN, A. (2018): What is debt? Internet. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/whatisdebt.htm (letöltve: 2018.02.14.) (4) DELOITTE (2018): 2016 Central Europe Top 500 Report. Internet. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/About-Deloitte/central-europe/ce-top-500-2016.pdf> (letöltve: 2018.01.22.) (5) PATRICOLO, C. (2016): Hungary's big three still dominate telecom market. Internet. https://bbj.hu/special-report/hungarys-big-three-still-dominate-telecom-market_123750 (letöltve: 2018.01.22.) (6) STATISTA (2018): Leading telecommunication operators in Europe by revenue in 2015 and 2016 (in million euros). Internet. <https://www.statista.com/statistics/221386/revenue-of-top-20-european-telecommunication-operators/> (letöltve: 2018.01.22.) (7) TELEKOM (2016): Magyar Telekom 2016. évre vonatkozó konszolidált éves beszámoló. Internet. https://www.telekom.hu/static-tr/sw/file/IFRS_Csoport_2016.pdf (letöltve: 2018.01.20.)

SZERZŐ:

Csiszár Dorottya

Pénzügy és számvitel BA, végzett hallgató
Debreceni Egyetem Gazdaságtudományi Kar
dorottyacsizar@gmail.com

A publikáció az EFOP-3.6.3-VEKOP-16-2017-00007 azonosító számú „Tehetségből fiatal kutató” – A kutatói életpályát támogató tevékenységek a felsőoktatásban c. projekt támogatásával valósult meg.