

**УПРАВЛЕНИЕТО НА ОБОРОТНИЯ КАПИТАЛ В БЪЛГАРСКИТЕ
ПУБЛИЧНИ КОМПАНИИ – ЕМПИРИЧЕН АНАЛИЗ В УСЛОВИЯТА НА
ФИНАНСОВО-ИКОНОМИЧЕСКА КРИЗА И ПОСТКРИЗИСНО
ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ**

Гл.ас. д-р Евгени Райков, evgeni_raikov@abv.bg

Катедра „Финанси”

Университет за национално и световно стопанство

Резюме: Съвременният финансов анализ се превръща във все по-отговорна дейност във връзка с нарастващата роля и функции на финансовия мениджмънт за качествена и надеждна информационна обезпеченост. Те се материализират в задълбочаването на вътрешните контролни процедури за въздействие и в търсенето на нови методологични подходи за анализ, които идентифицират по-точно въздействието на външната среда и вътрешни ресурси за поддържане на баланс между рентабилността и ликвидността. Разгледаните тенденции за българските компании показват променлива рентабилност на краткотрайните активи в резултат на динамично променящата се обращаемост и несигурността по отношение на продажбите. Ниската рентабилност и обращаемост на общите активи е резултат от негативния ефект на дългосрочната инвестиционна политика преди и по време на кризата от 2007 година. Постоянната ликвидност демонстрира стабилно поведение чрез регулирането ѝ с промените в краткосрочните задължения, а повишаването на общата ликвидност е израз на приоритетите на финансовия мениджмънт за балансирано управление на оборотния капитал.

Ключови думи: финансов анализ, управление на оборотния капитал, финансова и икономическа криза

JEL: G01, G32

**WORKING CAPITAL MANAGEMENT IN BULGARIAN PUBLIC
COMPANIES – EMPIRICAL ANALYSIS DURING THE FINANCIAL AND
ECONOMIC CRISIS AND POST-CRISIS RECOVERY**

Head Assist.Prof. Evgeni Raykov, PhD

evgeni_raikov@abv.bg

Department of Finance

University of National and World Economy

Abstract: Modern financial analysis has become more responsible in line with the growing role and functions of financial management for providing reliable information base. It materializes in new control procedures and methodological approaches to analysis that identify more precisely the impact of the external environment and internal resources to maintain the balance between profitability and liquidity. Examined trends in Bulgarian companies have shown variable profitability of current assets as a result of dynamically changing turnover and uncertainty in terms of sales. Low profitability and return on total assets was the result of the negative

effect of long-term investment policy before and during the crisis of 2007. Sound liquidity ratios demonstrate stable performance through its adjustment by changes in short-term liabilities and the rise in overall liquidity reflects the priorities of financial management for balanced management of working capital.

Key words: financial analysis, working capital management, financial and economic crisis

JEL: G01, G32

**УПРАВЛЕНИЕТО НА ОБОРОТНИЯ КАПИТАЛ В БЪЛГАРСКИТЕ
ПУБЛИЧНИ КОМПАНИИ – ЕМПИРИЧЕН АНАЛИЗ В УСЛОВИЯТА НА
ФИНАНСОВО-ИКОНОМИЧЕСКА КРИЗА И ПОСТКРИЗИСНО
ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ**

Гл.ас. д-р Евгени Райков, evgeni_raikov@abv.bg

Катедра „Финанси”

Университет за национално и световно стопанство

Въведение

Финансовият анализ е класически подход за идентифициране на конкретни аспекти от дейността на компаниите, които разкриват тенденциите в състоянието и развитието на бизнеса въз основа на данни от вътрешнофирмените или официалните счетоводни бази от данни и отчети. Стандартните затруднения при финансовия анализ обикновено се свързват с регулациите и качеството на достъпа до информация, както и процедурите за нейното обработване. Осъществяването на анализ чрез конструиране на показатели изисква спазване на принципите за съответствие между сравняваните величини по структура и функционална връзка, както и по време. В условията на разгърналата се след 2007 година финансова и икономическа криза, ролята на управлението на оборотния капитал се увеличи значително в отговор на нарастващата необходимост от търсене на вътрешни възможности за компенсиране на неблагоприятните тенденции на затруднен достъп до финансиране и спад в общата икономическа активност. Функциите на финансовия мениджмънт се разшириха в посока на предоставяне на надеждна информация и анализ във връзка с вземането на решения в условията на шокове от външната среда. Поддържането на необходимото равнище на финансовия анализ съответно изисква нови подходи при конструирането на оценяваните показатели, които да обхващат специфичните тенденции в структурата на активите и капитала на фирмите в условията на криза, както и подходите за оптимизацията им.

Целта на настоящото изследване е като се изследва оборотният капитал в българските публични компании под въздействието на финансово-икономическата криза след 2007 година, да се открият възможностите и инструментите на финансовия мениджмънт за постигане на баланс между ликвидността и рентабилността на предприятията.

Обект на изследване е оборотният капитал в избрани български публични компании, а **предметът** на изследване е управлението на оборотния капитал в условията на финансово-икономическа криза и в посткризисния период.

Основната теза в изследването е, че за реалната оценка на способността на финансовия мениджмънт за преодоляване на дългосрочните ефекти от финансово-икономическата криза след 2007 година върху ликвидността и

рентабилността, е необходимо да се прилагат специфични аналитични показатели за измерване на финансовото състояние на компаниите.

Емпиричните резултати са получени въз основа на публично достъпни данни за структурата на активите и пасивите, приходите и разходите, както и конкретни аналитични показатели за 20 избрани предприятия от индекса BGBX40 на Българска фондова борса на база на тримесечните отчети за периода 2007-2015 година. За по-голяма представителност, в изследването са включени 20-те компании, участващи в индекса BGBX40 (BG40 до март 2014 г.) почти през целия изследван период от 2007 г. до 2015 година. Избраните компании от този индекс включват дружествата с най-голям брой сделки и най-висока медианна стойност на дневния оборот за последните 6 месеца.

В структурно отношение изследването включва литературен преглед, свързан с последващо представяне на специфичен модел от четири модифицирани финансови показателя за представяне на ефективността на управлението на оборотния капитал при криза. Във втората част на изложението са представени емпиричните резултати от поведението на анализирания показател, сравнителен анализ с класически коефициенти на финансовия анализ, както и изводи за способността на финансовите мениджъри да постигнат функционална ефективност в условията на ограничения от външната среда.

1. Методология на изследването

Gayathri (2015) споменава показателя ROCA (рентабилност на текущите активи) като основен измерител за ефикасност при управлението на оборотния капитал. Croal (2003) свързва стойностите на коефициента на текуща ликвидност с генерирането на достатъчна възвръщаемост от краткотрайните активи. Okay and Kose (2015) разглеждат възвръщаемостта на текущите активи, която се посочва като важен показател за компаниите относно използването на текущите активи в дейността им и измерване на рентабилността на следданъчния доход към продажбите. Siegel and Shim (2000) твърдят, че негативната корелация между ликвидността и рентабилността се дължи на по-ниската възвръщаемост от краткотрайните активи в сравнение с дълготрайните активи. Още Levin and Travis (1987) смятат, че класическият показател ROA (възвръщаемост на активите) и ROE (възвръщаемост на собствения капитал) са силно изкривени заради възможността за лизинговане на активи от акционерите, поради което по-добър измерител на производителността на бизнеса е възвръщаемостта на краткотрайните активи.

Bunget and Bureana (2015) представят подробна класификация на финансовите коефициенти за анализ, в която рентабилността на текущите активи (ROCA) се споменава като основен показател във връзка с баланса и отчета за доходите. Volek (2014) предлага изчисляване на показателя ROCA като оперативния следданъчен доход, претеглен с дела на текущите активи в общите към текущите активи без ценните книжа. Показателят се разглежда в аналогия с възвръщаемостта на оборотния капитал ROWC. Препоръчва се сравняване на ROCA със среднопретеглената цена на оборотния капитал (WCWACC), за да се направи заключение за индиректната способност на текущите активи да генерират печалба. Самата средна цена на капитала се

изчислява като сума на възвръщаемостта от собствения капитал и краткосрочните лихвени проценти.

Szoka (2015) също препоръчва заради новия финансов подход към дейността на компаниите в условията на криза да се извършват по-чести и модифицирани изчисления с по-висока информационна стойност. Сред предложените показатели основно място заема рентабилността на текущите активи като отношение на дохода от основната дейност и стойността на краткотрайните активи. Intuition Consulting (2011) предлагат модел за изчисляване на възвръщаемостта на оборотния капитал като отношение на оперативната печалба (ЕБИТ) и оборотния капитал, който може да се модифицира в отношение към нетния оборотен капитал (NWC).

Batrancea, etc. (2013) разглеждат възвръщаемостта на текущите активи като отношение на финансовия резултат от оперативната дейност и общите текущи активи (по Backer, Elgers and Asebrook, 1988). Burja (2011) представя по общ вид на рентабилността като печалба към текущи активи. В независимия източник QAD Business Intelligence възвръщаемостта на оборотния капитал се разглежда като мярка за печалбата преди лихви, данъци и амортизации спрямо един допълнителен лев използвана парична наличност. Подобен модел, но с печалбата преди лихви и данъци се предлага от accountingtools.com

При стратегическото управление на оборотния капитал в условията на финансова и икономическа криза нараства значението на структурата на активите и пасивите, съответствието на техните стойности и срочността им, както и съотношенията помежду им, определящи степента на риск, поемана от финансовия мениджмънт. Крайната цел е осигуряване на необходимото равнище на ликвидност при ограничено финансиране и запазване на потенциала за растеж при намаляващи приходи.

Във връзка с измерването на рентабилността, оперативното внимание на финансовия мениджмънт следва да се насочи върху динамиката на инвестициите в краткотрайни активи. В резултат на кризата динамиката на дълготрайните активи е твърде подвеждаща от гледна точка на рентабилността поради честите промени в амортизационната политика, прибягването до продажба на активи под себестойност и отлагането на планирани инвестиции. Проявлението на тези ефекти може да се изолира чрез търсене на вариант за определяне на ефективността от използване само на текущите активи. Поради своята сезонност, текущите активи се осредняват със средна хронологична величина на месечна база и със средна аритметична за съседни периоди, когато се работи с годишни или тримесечни данни.

Резултативната величина при анализ на рентабилността от активите е оперативната печалба (ЕБИТ), тъй като тя се свързва с резултата от основната дейност и използването на активите на фирмата. По аналогия възвръщаемостта на собствения капитал се анализира във връзка с нетната печалба, касаеща акционерите. В случая с краткотрайните активи, формирането на стойността на крайната продукция е резултат от тяхната ефективна обръщаемост в рамките на операционния цикъл и възстановяването на стойността на дълготрайните активи чрез амортизациите. Изваждането на ефекта от използването на дълготрайните активи определя като резултат от трансформацията на краткотрайните активи да се използва оперативната печалба преди лихви, данъци и амортизации

(ЕБИТДА), която всъщност е и по-добър измерител на реалната парична брутна рентабилност от използването на текущите активи. Препоръчителният показател за анализ на възвръщаемостта на краткотрайните активи (ROCA) следва да има следния израз:

$$ROCA = \frac{EBITDA}{CURRENT ASSETS} \quad (1)$$

ROCA – return on current assets (възвръщаемост на краткотрайните активи)

ЕБИТДА – earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (печалба преди лихви, данъци, амортизации и главници по финансов лизинг)

CURRENT ASSETS – средна стойност на краткотрайните активи за разглеждания период

По аналогия на общия финансов анализ на активите на фирмата, рентабилността следва да се сравнява със средната цена на капитала от различните източници за финансиране на активите, разглеждана като минимална изискуема норма на възвръщаемост от активите. В случая с финансирането на краткотрайните активи, значение придобива величината на среднопретеглената цена на оборотния капитал (WACWC). Тя се характеризира с относително по-висока променливост в структурата и цените на финансиране на отделните източници, които се инвестират в текущите активи на компанията. Включва финансирането от собствен капитал (обикновено неразпределена печалба), дългосрочни и краткосрочни банкови кредити (револвиращи), постоянната част от временните краткотрайни активи (задължения към персонала, държавата, акционерите, свързаните предприятия). В условията на криза нараства значението на собствения капитал поради ограничения достъп до външно финансиране от банковия сектор и финансовите пазари. Увеличава се и ролята на гъвкавостта на краткосрочните пасиви с оглед на осигуряването на ликвидността като условие за поддържане на дейността на предприятията.

$$WACWC = \frac{E}{E+D+FCL} \times CC_E + \frac{D}{E+D+FCL} \times CC_D + \frac{FCL}{E+D+FCL} \times CC_{FCL} \quad (2)$$

CC_E (Cost of capital of Equity), CC_D (Cost of capital of Debt), CC_{FCA} (Cost of capital of Fixed current assets) – цени на финансиране със собствен капитал, дългосрочни кредити и постоянни краткотрайни активи

E (Equity), D (Debt), FCL (Fixed current liabilities) – дялове на източниците за финансиране на краткотрайните активи в оборотния капитал

В условията на финансова и икономическа криза основният оперативен проблем на финансовите мениджъри е поддържането на ликвидността. Липсата на неограничено външно финансиране изисква прилагане на по-агресивно управление на оборотния капитал, което се свързва с по-висок риск. Компенсирането на влиянието на риска обикновено изисква увеличаване на наличността на краткотрайни активи, което е свързано с допълнителен краткосрочен финансов риск, възникващ от завишаването на краткосрочните задължения до максимално възможната им стойност. Същевременно агресивното управление означава приближаване към дългосрочната минимална неснижаема наличност на текущите активи, което ще доведе до намаляване на натиска върху финансирането. Тази значителна динамика в текущите активи и

пасиви не позволява да се проследи дългосрочната тенденция в управлението на ликвидността в нестабилна среда. За да се оцени коректно ефективността в управлението на ликвидността в условията на криза, е възможно да се приложи подход с отчитане на постоянната минимална неснижаема наличност по краткотрайните активи и променливата стойност на краткосрочните пасиви, чрез които се извършва регулирането на ликвидността в условията на ограничен достъп до дългосрочно ангажиран капитал. Допълнителен анализ може да се направи по линия на модифицирания нетен оборотен капитал (MNWC), който показва съответствието между променливите краткотрайни активи и краткосрочните задължения:

$$FLR = FCA \div CL \quad (3)$$

$$MNWC = CA - FCA - CL \quad (4)$$

FLR (fixed liquidity ratio) – коефициент на постоянна ликвидност

CA, FCA (fixed current assets) – текущи активи, постоянни текущи активи

CL (current liabilities) – текущи задължения

Макар че ликвидността отнема ресурс от рентабилността, постигането на очаквания финансов резултат се свързва основно със способността (обращаемостта) на краткотрайните активи да се трансформират от един вид в друг в рамките на операционния цикъл с цел възстановяване и нарастване на инвестирания в тях оборотен капитал на предприятието. В условията на криза специфично за обращаемостта е влошаването ѝ във връзка с общата тенденция на намаляване на продажбите от една страна, и стремежът на финансовите мениджъри да поддържат по-висока ликвидност чрез увеличаване на средната наличност на краткотрайните активи. В този смисъл, за да се измери обективно обращаемостта, този ефект на презапасяване с ликвидност може да се изолира чрез измерване на оборотите само на базовата неснижаема стойност на текущите активи, като за придаване на паричен израз на възстановяването на оборотния капитал, е необходимо от себестойността на продукцията да се изключи влиянието на амортизационните отчисления като израз на дългосрочните инвестиции.

$$MTR = (COGS - DEPR) \div FCA \quad (5)$$

MTR (Modified turnover ratio) – модифицирана обращаемост на краткотрайните активи

COGS (Cost of goods sold) – пълна себестойност на продадената продукция

DEPR (Depreciation) – амортизационни отчисления за периода

2. Емпирични резултати

Анализът на рентабилността на българските компании в условията на криза показва незадоволителни резултати по отношение на ефекта от използване на общите активи със средни стойности близки до 0 и относителна стабилност за разглеждания период. От гледна точка на избрания показател за рентабилност на текущите активи се забелязва висока променливост и по-висока средна стойност от 4% средногодишна възвръщаемост. Получените

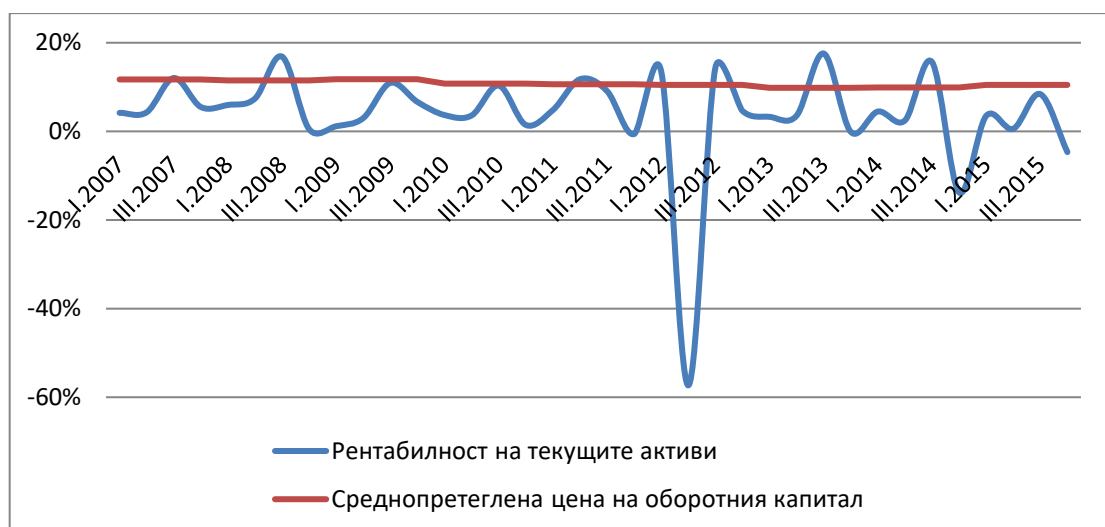
резултати подсказват за невъзможност за ефективно използване на активите, като дългосрочната инвестиционна политика е неадекватна на потенциала за ръст на приходите, а краткосрочното управление се колебае твърде много в избора си на приоритети за печалбата, ликвидността или реакцията на шоковете от външната среда – ограничения във финансирането, динамика на лихвените проценти, недостатъчно потребление, монополизация и други. Финансовият мениджмънт частично успява да създаде условия и да мобилизира вътрешни ресурси за генерирането на растеж и увеличаване на стойността на бизнеса в условията на криза в България, но високата тежест на свръхинвестициите преди и по време на кризата свежда рентабилността на компанията до ниски стойности (Фигура 1).



Фигура 1. Промени в рентабилността на общите и текущите активи за избрани предприятия от индекса VGBX40 на Българска фондова борса (в процент)

Източник: Собствени изчисления

Анализът на рентабилността на активите винаги следва да бъде разглеждан в контекста на цената на финансиране, която компанията плаща в условията на ограничен достъп до финансиране, нестабилност в банковата система и динамично изменение в структурата на оборотния капитал с увеличаване дела на собствения капитал и прехвърляне между максимално възможните отклонения в отделните видове краткосрочни пасиви на предприятията. Данните показват, че почти за целия разглеждан период, показателят за рентабилност остава със стойности под средната цена на финансиране с оборотен капитал, въпреки нейното постепенно намаляване, което е признак за незадоволителни резултати при управлението на оборотния капитал (Фигура 2). Тенденцията на използване на собствен капитал значително повишава средната цена на финансиране поради по-високия риск, а нарастването на влиянието на търговското кредитиране и сделките със свързани лица струва по-скъпо от класическите източници като банкови кредити и облигационни заеми и не осигурява необходимата дългосрочна капиталова структура за устойчиво развитие на бизнеса в кризисни условия.



Фигура 2. Сравнение между рентабилността на текущите активи и среднопретеглената цена на оборотния капитал за избрани предприятия от индекса VGBX40 на Българска фондова борса (в процент)

Източник: Собствени изчисления

Основните аспекти на проявление на финансовата криза засягат в голяма степен поддържането на ликвидността на предприятията. В стратегически план нискорисковото решение за ликвидността включва рестриктивни стратегии с твърде висока стойност на краткотрайните активи, независимо от потенциала на цикъла на операциите и капацитета за производство и продажби. Въпреки че българските компании предприемат балансирана стратегия за управление на оборотния капитал с положителни средни стойности за нетния оборотен капитал, близки до фиксираните текущи активи и нарастващи инвестиции в краткотрайни активи, постоянната им ликвидност остава относително постоянна с тенденция на незначително намаляване. Стабилността на този показател е признак за силно акцентирание на финансовия мениджмънт върху управлението на ликвидността за сметка на рентабилността, като може да се твърди, че посредством гъвкавостта на краткосрочните пасиви, базовата ликвидност е гарантирана за целия разглеждан период със стойности между 1 и 2. Класическият показател за обща ликвидност показва постепенно увеличение в рамките на стойности между 2 и 5 и висока променливост, която отразява и несигурността по отношение на продажбите и рентабилността (Фигура 3).



Фигура 3. Промени в постоянната и общата ликвидност за избрани предприятия от индекса VGBX40 на Българска фондова борса

Източник: Собствени изчисления

Относно обръщаемостта като двигател за генериране на финансов ефект от бизнеса, класическият показател за обръщаемост на общите активи показва относителна стабилност за анализираниите компании през целия период след настъпването на кризата от 2007 година (Фигура 4). Модифицираната обръщаемост, която изолира влиянието на кръгооборота на капитала, инвестиран в дълготрайните активи, показва висока променливост, особено в първите няколко години от кризата. При допускане за постоянна неснижаема наличност на текущи активи за периода, динамиката на модифицираната обръщаемост се дължи на несигурността по отношение на обема на производството и продажбите, който се стабилизира след 2012 година. Променливата обръщаемост е сред основните причини за нестабилността по отношение на рентабилността, но дори при намаляването на риска в последните години, това не довежда до подобряване на средните финансови резултати на предприятията от извадката.



Фигура 4. Промени в обръщаемостта на общите и текущите активи за избрани предприятия от индекса BVBX40 на Българска фондова борса (в брой обороти)

Източник: Собствени изчисления

Заклучение

Разширяването на функциите на съвременния финансов мениджмънт в условията на криза се свързва с увеличаването на инструментите за въздействие и контрол, както и информационната обезпеченост при процесите на вземане на решения. Специфичните характеристики на кризата като проблеми с ликвидността, недостиг на дългосрочно финансиране от банките и финансовите пазари, нарастване на ролята на собствения капитал, намаляване на бизнес активността и растежа, определят необходимостта от формиране на специфични показатели за финансов анализ с акцент върху управлението на оборотния капитал, чието значение непрекъснато нараства. Подходящи показатели в това отношение са възвръщаемост на краткотрайните активи, среднопретеглена цена на оборотния капитал, постоянна ликвидност и модифицирана обръщаемост на текущите активи.

В условията на българската икономика рентабилността и обръщаемостта на краткотрайните активи показват висока променливост и незадоволителни резултати. Относително постоянните и допустими стойности на ликвидността за разглеждания период подсказват, че финансовият мениджмънт успява да балансира входящите и изходящите парични потоци като непосредствена задача след настъпването на кризата, но като цяло не се справя с дългосрочната си цел да мобилизира вътрешните резерви на компаниите за постигане на растеж и увеличаване на стойността на бизнеса. Финансовите мениджъри не постигат очакваните резултати и по отношение на оптимизацията на средната цена на оборотния капитал, която остава по-висока от възвръщаемостта на текущите активи почти през целия период 2007-2015 година.

Подходяща насока за бъдещи проучвания е да се открият онези инструменти на финансовия мениджмънт, които могат да осигурят необходимия

растеж на бизнеса в условията на обща икономическа стагнация. Изследванията могат да се насочат към измерване на макроикономическия ефект от финансовата политика на ограничения по време на кризата, както и необходимата степен на освобождаване на кредитната и търговската политика с цел не само запазване, но и увеличаване на богатството на акционерите.

Цитирана литература

1. Bătrâncea, I., Bechi, L., Bătrâncea, L., Stoia, I. Ratios method - a way of measuring the local government performance, Faculty of Economic Sciences - University of Oradea, 2013, p.298.
2. Bolek, M. Return on current assets, working capital and required rate of return on equity, Financial Internet Quarterly "E-Finance", 2014, vol.10, nr.2, p.1-10.
3. Bunget, C., Bureana, E. Testing the violation of conservatism accounting principle. Case study on Romanian listed entities, Timisoara Journal of Economics and Business, Vol.8, Issue 2, 2015, p.183-202, p.189.
4. Burja, K. Patrimonial resources management and the economic performance of companies, Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica, 13(1), 2011, p.15.
5. Croal, J. Ratio Analysis, DIT 1006: Introduction to Management Information Systems, Villanova University, 2003, p.4.
6. Gayathri, J. Review on Working capital management, International Journal of Innovative Research And Development, Vol.4, Issue 9, 2015, p.265.
7. Intuition Consulting Pte Ltd. Return on Working capital handbook, 2011, p.3
8. Levin, R., Travis, V. Small Company Finance: What the Books Don't Say, Harvard Business Review, November 1987.
9. Okay, G., Kose, A. Financial Performance Analysis of Brokerage Firms Quoted on the Istanbul Stock Exchange Using the TOPSIS Method of Analysis, International Journal of Business and Social Science, 2015, Vol.6, No.8(1).
10. Siegel, J., Shim, J. Accounting Handbook, Third Edition, Barrons Edition, 2000, p.241.
11. Szoka, K. Financial and payback net for SME's, Procedia Economics and Finance 30, 2015, p. 808 – 815, p.813.
12. <http://www.accountingtools.com/questions-and-answers/return-on-working-capital.html>
13. http://documentlibrary.qad.com/documentation/BI/index.html#page/BI_Module_UG_v039/09_FIN_EECFO.10.13.html#

ПРИЛОЖЕНИЕ

Избрани компании за нуждите на изследването, включени в индекса BGBX40 (BG40) за периода 2007-2015 г.

Албена АД-к.к. Албена
 Алкомет АД-Шумен
 Биовет АД-Пещера
 Булгартабак-холдинг АД-София
 Елхим Искра АД-Пазарджик
 ЕМКА АД-Севлиево
 Зърнени Храни България АД-София

Индустиален Капитал Холдинг
 АД-София
 М+С хидравлик АД-Казанлък
 Монбат АД-София
 Неохим АД-Димитровград
 Петрол АД-София

Проучване и добив на нефт и газ
АД-София
Свилоза АД-Свищов
Синергон Холдинг АД-София
Софарма АД-София

Стара планина Холд АД-София
Химимпорт АД-София
Холдинг Варна АД-Варна
Юрий Гагарин АД-Пловдив