



# Krajobraz po bitwie

Wyniki sektora przedsiębiorstw  
w pierwszym półroczu 2020 roku

Wrzesień 2020

# Spis treści

<b>Podsumowanie</b>	<b>3</b>
<b>Otoczenie makroekonomiczne</b>	<b>6</b>
<b>Historyczny spadek przychodów</b>	<b>7</b>
<b>Wpływ kryzysu na wynik finansowy firm</b>	<b>12</b>
<b>Pozostałe aspekty działalności</b>	<b>18</b>
<b>Sytuacja finansowa firm wg sektorów – ocena całościowa</b>	<b>21</b>
<b>Wpływ tarczy antykryzysowej</b>	<b>23</b>
<b>Krajowe firmy odporniejsze na kryzys od swoich zachodnich konkurentów</b>	<b>24</b>
<b>Co dalej? Perspektywy biznesowe polskich przedsiębiorstw</b>	<b>25</b>

## Autorzy raportu

Krzysztof Mrówczyński  
✉ [krzysztof.mrowczynski@pekao.com.pl](mailto:krzysztof.mrowczynski@pekao.com.pl)

Kamil Zduniuk  
✉ [kamil.zduniuk@pekao.com.pl](mailto:kamil.zduniuk@pekao.com.pl)

# Podsumowanie



Poniższa analiza stanowi **retrospektywne spojrzenie na wyniki finansowe firm pierwszego półrocza 2020 roku**, obejmującego negatywne efekty kryzysu COVID-19. Pozwala ona na lepsze uchwycenie mechaniki polskiej gospodarki w tym trudnym czasie – zarówno głównych czynników determinujących pogorszenie kondycji finansowej firm, jak i tych częściowo neutralizujących jego negatywne oddziaływanie na przedsiębiorstwa różnej wielkości i operujących w różnych sektorach.



Dane 1H20 wyraźnie pokazują, że polskie przedsiębiorstwa dość **umiejętnie poradziły sobie z wyzwaniami biznesowymi, jakie przyniosła pierwsza faza kryzysu**, a ubytek po stronie przychodowej częściowo neutralizowały optymalizacją kosztów – zarówno tych zmiennych (w czym pomogły nieco również uwarunkowania zewnętrzne), jak i tych z natury bardziej sztywnych (zwłaszcza w obszarze kosztów pracy). Należy jednak podkreślić, iż spadki przychodów były częściowo złagodzone przez widoczne już w 2Q20 efekty tarczy antykryzysowej, która wsparła małe i średnie podmioty.



**Choć nie udało się uniknąć silnego spadku zysków sektora przedsiębiorstw (-18% vs. 1H19), to ich poziom odnotowany w pierwszych 6 miesiącach roku trudno oceniać w kategoriach rekordowo słabych.** Pod tym względem krajowe podmioty cofnęły się raczej o kilka lat wstecz, co – biorąc pod uwagę bezprecedensowy charakter kryzysu – i tak wydaje się wynikiem relatywnie dobrym. W szczególności, z pomocą pewnych zdarzeń jednorazowych, uniknęły one poważniejszych spadków na poziomie podstawowej działalności operacyjnej, a o erozji zysków w największym stopniu zadecydowały straty na operacjach finansowych, które odnotowały przede wszystkim duże firmy. Stabilność finansów krajowych podmiotów w kryzysowym 2. kwartale roku potwierdzają także porównania europejskie – **wg Eurostat Polska była jednym z zaledwie 3 krajów UE, w których firmy były w stanie zwiększyć r/r swoją nadwyżkę operacyjną brutto (gross operating surplus).** Złożyły się na nią mniejsza skala recesji, duża elastyczność w zakresie kosztów działalności oraz wspomniane realne wsparcie finansowe udzielone firmom w ramach tarczy antykryzysowej.



Oczywiście **recesja zebrała różne żniwo w zależności od sektora gospodarki, jak i charakteru działalności** (generalnie mocniej dotykając eksporterów, zwłaszcza tych silnie wkomponowanych w globalne łańcuchy dostaw). **Patrząc całościowo, wyniki finansowe sektora przedsiębiorstw nastrajają jednak raczej optymizmem, oddalając wizję masowych upadłości, których można było oczekiwać jeszcze w początkowej fazie pandemii.** Tych wciąż nie można jednak wykluczyć w niektórych najsilniej dotkniętych branżach, w które kryzys uderzył punktowo i ze szczególną siłą, a które w kolejnych okresach mogą wymagać dodatkowego systemowego wsparcia.

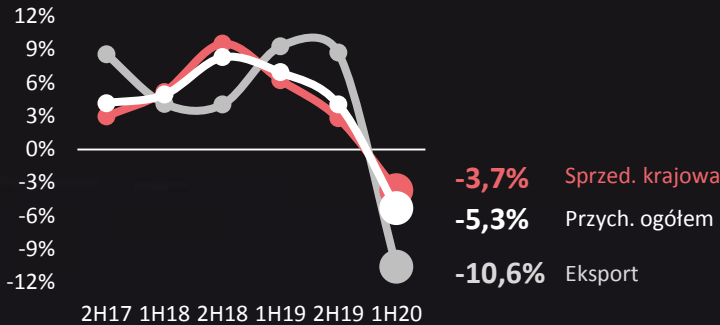


**Na wspomniane, ostrożny optymizm pozwalają m.in. trendy obserwowane w bieżącym, 3. kwartale roku, w którym oczekujemy wzrostu PKB kraju o nawet 8% kw/kw.** Dość szybko na ścieżkę wzrostu powróciła zwłaszcza **krajowa konsumpcja**, odzwierciedlająca stabilność rynku pracy oraz ograniczoną skalę pogorszenia sytuacji finansowej gospodarstw domowych. W ostatnich miesiącach odreagował również **eksport**, mocno ciężący na przychodach firm w 2Q20. Sytuacja jest bardzo dynamiczna, o czym najlepiej świadczy fakt, iż niektóre branże początkowo postrzegane jako prawdopodobne ofiary kryzysu, poradziły sobie z pierwszą fazą kryzysu lepiej od oczekiwań (np. producenci trwałych dóbr konsumpcyjnych). Na korzyść wyników firm w kolejnych okresach mogą także oddziaływać niektóre **opóźnione księgowo efekty tarczy antykryzysowej**, jak również **potencjalnie mniejsze niż w I półroczu b.r. straty z działalności finansowej.** W kolejnych kwartałach nie można jednak również wykluczyć dalszych działań przedsiębiorstw mających na celu **optymalizację kosztów działalności** (cyfryzacja / automatyzacja procesów, ale potencjalnie też kontynuacja redukcji zatrudnienia) - zwłaszcza mając na uwadze wciąż niepewne dalsze losy samej pandemii, jak i krajowej gospodarki, których dokładnego scenariusza nie sposób na ten moment przewidzieć. Można wręcz stwierdzić, że duża skala wsparcia finansowego dla firm pozwoliła uniknąć kumulacji ich problemów finansowych już na samym starcie, w najtrudniejszym momencie kryzysu, lecz prawdziwy test dla wielu z nich może nadejść dopiero w kolejnych okresach.

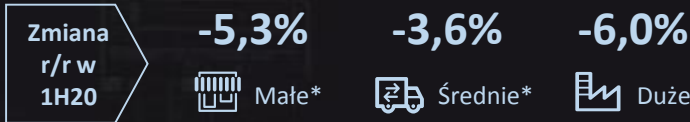
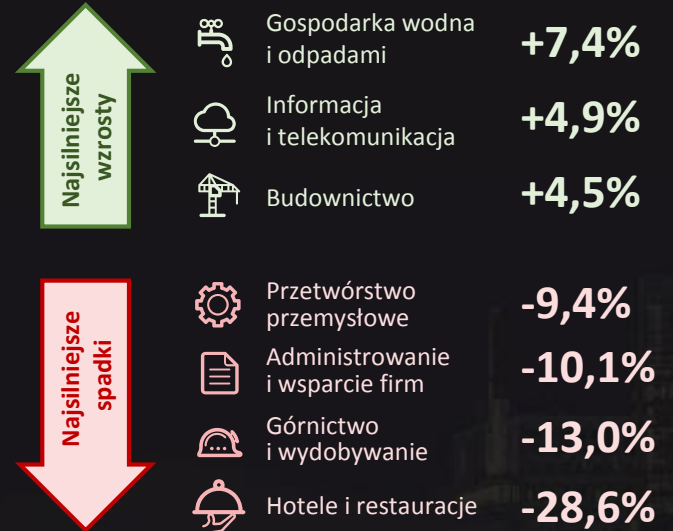
# KLUCZOWE WNIOSKI Z RAPORTU

**1** 1H20 przyniósł historycznie silny spadek przychodów firm, szczególnie dotkliwy w niektórych sektorach usługowych i przemyśle

## Dynamika r/r przychodów ze sprzedaży



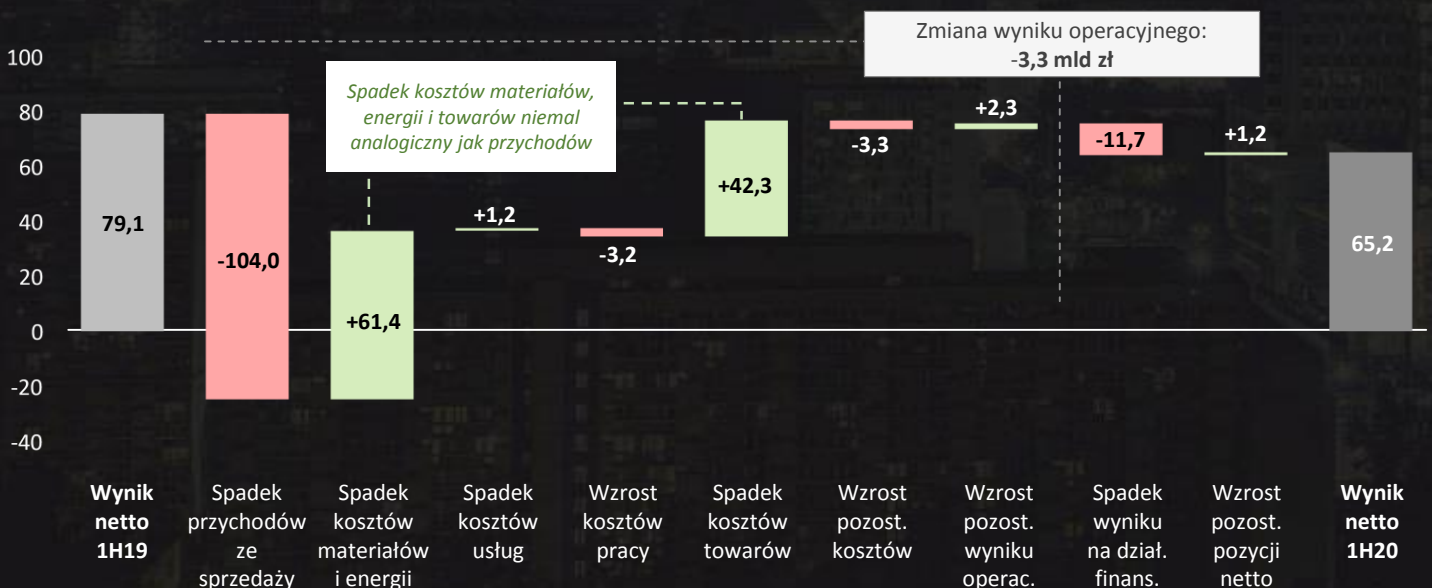
## Zmiana r/r przychodów ze sprzedaży – wg sekcji



\* Spadki w firmach małych i średnich częściowo łagodzone przez pozytywne efekty tarczy antykryzysowej  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

**2** Utratę części przychodów firmy zrekompensowały sobie jednak dość skuteczną optymalizacją kosztów. O spadku zysku netto zdecydowały głównie straty na działalności finansowej poniesione zwłaszcza przez największe podmioty

## Zmiana r/r wyniku netto sektora przedsiębiorstw w 1H20 – wg głównych składowych

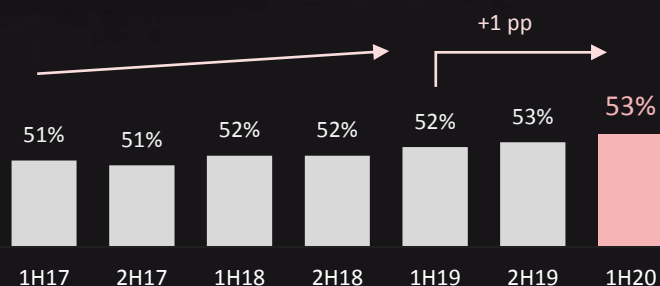


\* o liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

### 3

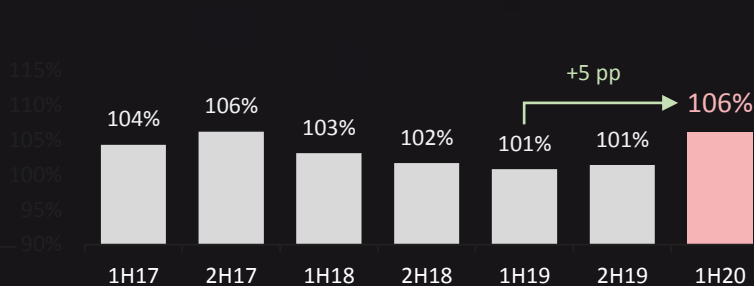
Kryzys miał jak na razie ograniczony wpływ na zadłużenie firm, a środki z tarczy wydatnie wsparły ich płynność

Wskaźnik zadłużenia sektora przedsiębiorstw\*



\* o liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

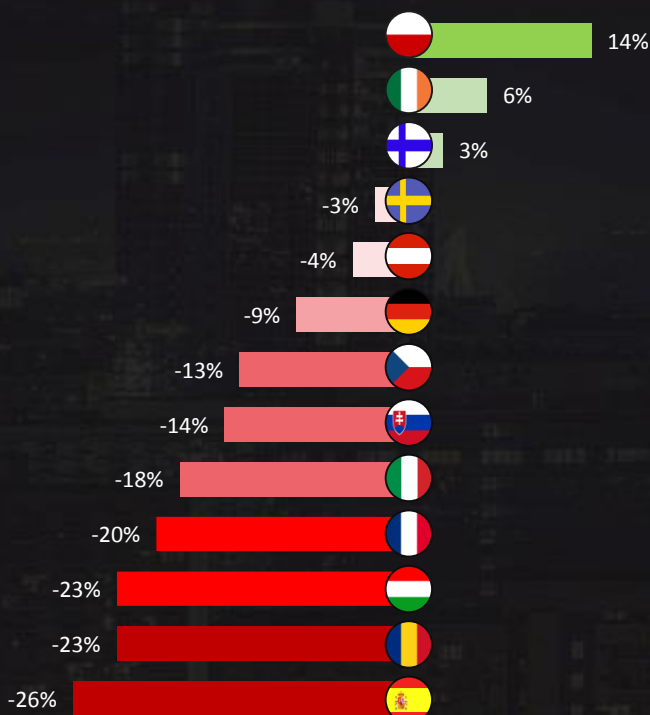
Wsk. płynności szybkiej sektora przedsiębiorstw\*



### 4

Kasowo w 2Q20 polskie firmy poprawiły swoje wyniki operacyjne najmocniej w całej Unii Europejskiej

Zmiana r/r nadwyżki operacyjnej brutto\* przedsiębiorstw w wybranych krajach UE, 2Q20

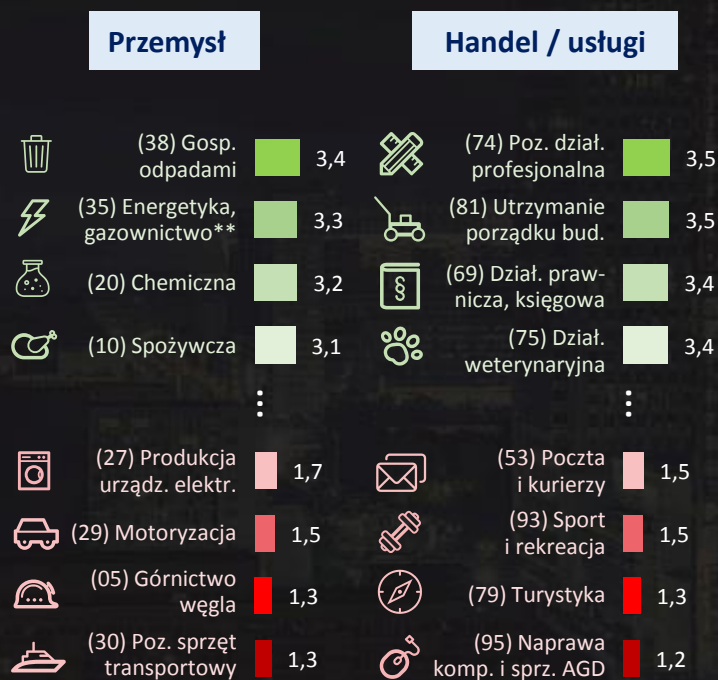


\* Produkcja globalna minus zużycie pośrednie i wynagrodzenia dla pracowników  
Źródło: Eurostat, Analizy Pekao

### 5

Sytuacja finansowa firm jest jednak bardzo zróżnicowana w zależności od branż, w których działają

Scoreboard sytuacji finansowej sektorów\* wg Banku Pekao (pkt)



\* Punktacja od 1 (najgorsze) do 4 (najlepsze) \*\*\* Wynik częściowo pod wpływem korzystnych zdarzeń jednorazowych w 2Q20  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

### 6

Czynniki pozytywnie wpływające na wyniki firm w 3Q20 i kolejnych okresach



Stabilny popyt konsumpcyjny (relatywnie dobra sytuacja gospodarstw domowych)



Niektóre opóźnione efekty księgowe tarczy antykryzysowej



Poprawa sytuacji popytowej w eksporcie



Potencjalnie mniejsze straty z działalności finansowej

## Otoczenie makroekonomiczne

**W 2Q20 firmom z wielu sektorów przyszło funkcjonować w ekstremalnych warunkach, nie mających swojego odpowiednika we współczesnej historii**

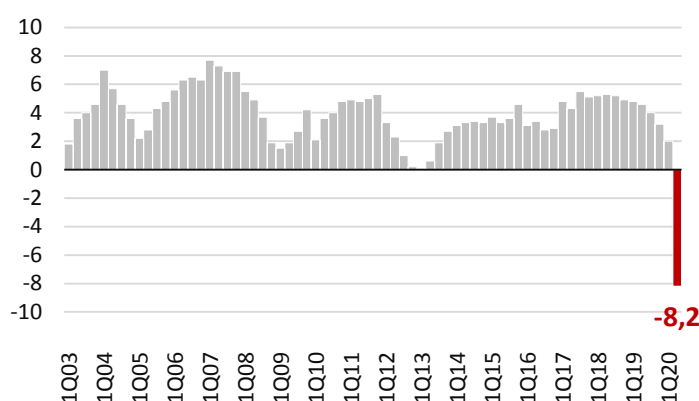
O kryzysie COVID-19 napisano w ostatnich miesiącach niemal wszystko. W tym miejscu chcieliśmy jedynie przytoczyć kilka statystyk, które dobrze odzwierciedlają **skale wyzwań, z jakimi przyszło się zmierzyć polskim firmom wiosną 2020 roku**. Niezwykle wymagające otoczenie makroekonomiczne stanowiło bowiem główne tło ich zmagania biznesowych, wywierając kluczowy wpływ na podejmowane przez nie decyzje oraz osiągnięte rezultaty biznesowe.

Wskutek rygorystycznych obostrzeń mających na celu powstrzymanie epidemii koronawirusa, jak również znacznego spowolnienia aktywności społecznej i gospodarczej, **PKB Polski zmalał w 2Q20 o rekordowe 8,2% r/r**. Był to nie tylko pierwszy spadek PKB w ujęciu rocznym od wielu lat, ale też załamanie gospodarcze, z jakim nie mierzyła się dotąd zdecydowana większość polskich przedsiębiorców. Zarówno gospodarstwa domowe, jak i podmioty gospodarcze pociągnęły mocno za hamulce. Dotychczasowy gwarant wzrostu – **konsumpcja prywatna zmalała r/r o rekordowe 10,9%**. Nastroje firm mierzone indeksem klimatu koniunktury wskazały również rekordowo niskie, dotąd uważane za abstrakcyjne, poziomy. W poczynania krajowych firm wkładła się olbrzymia niepewność, wynikająca zarówno z trudności w ocenie bieżącej sytuacji, jak i niemożliwego do przewidzenia scenariusza dalszych wydarzeń. W konsekwencji **mocno wyhamowały także inwestycje**, których dynamika r/r wykazała w 2Q20 analogiczny, rekordowo niski odczyt co spożycie prywatne.

**Polska w 2Q20 należała i tak do najmniej dotkniętych przez pandemię koronawirusa gospodarek Unii Europejskiej**. W wielu czołowych krajach Wspólnoty jak Hiszpania, Francja czy Włochy spadek PKB otarł się o, bądź nawet przekroczył granicę 20% r/r. W konsekwencji bardzo mocno ucierpiał eksport, który w samym 2Q20 zniżył w tempie ponad 15% r/r. Jak widać, miniony kwartał był pod wieloma względami rekordowy. Rekordowo słaby. Nie dziwi więc fakt, że również rekordowo złych wyników finansowych można było oczekiwać po polskich firmach.

Rys. 1

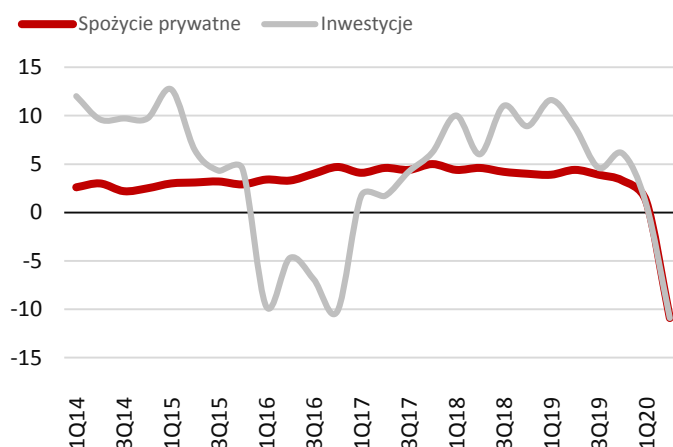
### Zmiany r/r kwartalnego PKB od 2003 roku (%)



Źródło: GUS

Rys. 2

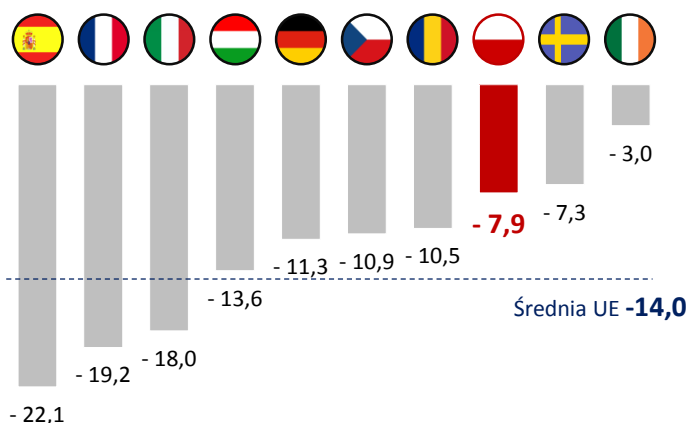
### Zmiana r/r konsumpcji prywatnej i inwestycji (dane kwartalne)



Źródło: GUS

Rys. 3

### Zmiana r/r PKB w 2Q20 w wybranych krajach Unii Europejskiej (%)



Źródło: Eurostat

## Historyczny spadek przychodów

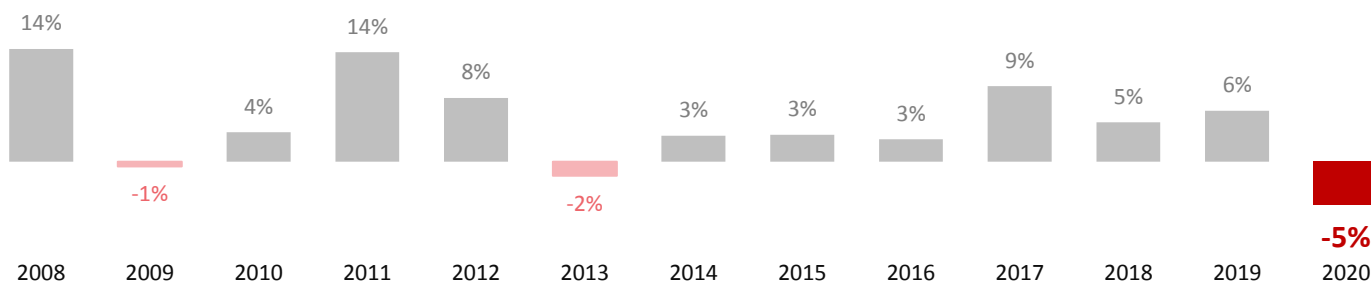
**Wyniki polskiego sektora przedsiębiorstw za I półrocze 2020 roku potwierdziły istotny uszczerbek na ich przychodach spowodowany kryzysem COVID-19**

Trwające kilka tygodni zamrożenie działalności społecznej i gospodarczej nie mogło nie odbić się na wynikach sektora przedsiębiorstw. **Po stronie ich przychodów odnotowano w całym pierwszym półroczu ok. 5% spadek r/r.** Malejące obroty firm to zjawisko występujące dość rzadko, którego krajowe podmioty doświadczyły na przestrzeni poprzednich 12 lat jedynie w pierwszym półroczu kryzysowego roku 2009 oraz 2013. Wówczas skala pogorszenia nie była jednak tak silna, a warto przy tym mieć na uwadze fakt, iż w bieżącym roku tempo spadku przychodów i tak ograniczała relatywnie wysoka inflacja (średnio blisko

4% r/r), której niemal nie było np. w roku w 2013. Poza tym spadki przychodów były łagodzone przez dofinansowanie państwa udzielone firmom, wykazywane w 2Q20 właśnie w tej części rachunku zysków i strat.

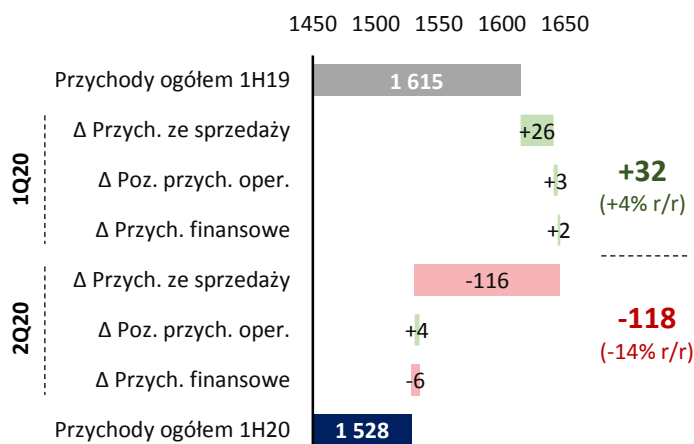
Pomimo rekordowo silnego załamania sprzedaży, trudno nie odnieść wrażenia, że w tych bezprecedensowych warunkach krajowe firmy otrzymały i tak najmniejszy możliwy wymiar kary. Należy jednak pamiętać, że kumulacja problemów większości branż przypadła głównie na kwiecień i maj, a wyniki pierwszej połowy roku do pewnego stopnia ratowały relatywnie dobre osiągnięcia z pierwszego kwartału oraz wyraźne ożywienie biznesu w czerwcu. Potwierdza to struktura zmian przychodów w I półroczu 2020 roku dla firm średnich i dużych<sup>1</sup> (powyżej 49 pracujących) w rozbiciu na pierwszy i drugi kwartał.

**Rys. 4** Zmiana r/r przychodów sektora przedsiębiorstw\* w I półroczu roku (%), 2008-2020



\* Firmy o liczbie pracujących co najmniej 10 osób, wypełniające sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

**Rys. 5** Spadek r/r przychodów firm\* w 1H20 – wg kategorii i w podziale na kwartały



\* Firmy o liczbie pracujących pow. 49 osób, wypełniające sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

Pierwsze 3 miesiące b.r. były dla wspomnianej grupy podmiotów wciąż okresem solidnego wzrostu – ich łączne przychody zwiększyły się w tym czasie o blisko 32 mld złotych, tj. o ok. 4% r/r, rosnąc we wszystkich 3 głównych kategoriach. **Biznes gwałtownie wyhamował dopiero w drugim kwartale, kiedy to przychody średnich i dużych przedsiębiorstw spadły aż o 14% vs. 2Q19, co złożyło się na niebagatelną kwotę ok. 118 mld złotych.** Taki uszczerbek na przychodach tych firm spowodował wybuch pandemii i związane z nią restrykcje wprowadzone zarówno w Polsce, jak i w innych krajach. Głównym kanałem spadku okazały się – jak łatwo się domyślić – przychody ze sprzedaży (-115,5 mld zł, tj. -14,2% r/r), choć mocno ucierpiały również przychody finansowe (-6,4 mld zł, -tj. 38,1% r/r).

1) Z uwagi na brak danych rozbić takie nie jest dostępne dla firm małych (10-49 pracujących)

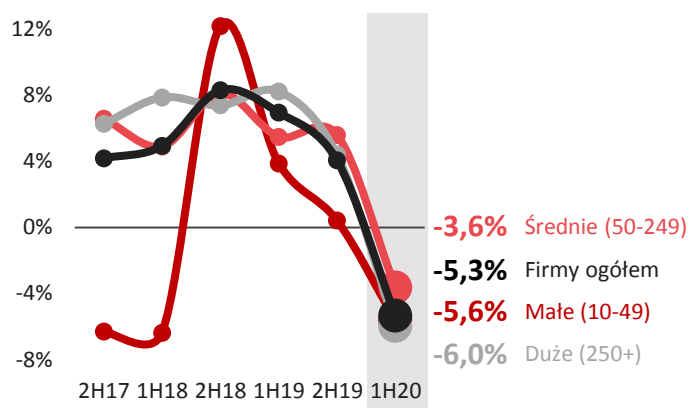
**W przeciwieństwie do poprzednich kryzysów najsilniej spadły przychody największych podmiotów**

Jedną z cech odróżniających kryzys COVID-19 od poprzednich jest jego **relatywnie silny wpływ na największe firmy**. W grupie przedsiębiorstw o liczbie pracujących powyżej 250 osób skala spadku przychodów ze sprzedaży okazała się być bowiem największa i wyniosła 6% r/r. Na ich tle stabilniej zachował się biznes średnich jednostek (50-249 pracowników), gdzie obroty zmalały o niecałe 4% r/r, a nawet małych firm (od 10 do 49 pracowników), gdzie spadek wyniósł 5,6% r/r (dynamika r/r spowolniła tu w najmniejszym stopniu w porównaniu z poprzednim półroczem).

**Przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać m.in. w silniejszej ekspozycji dużych koncernów na sprzedaż zagraniczną**, która w warunkach bardzo trudnej sytuacji epidemicznej w wielu krajach Europy Zachodniej procentowo ucierpiała zdecydowanie mocniej aniżeli popyt krajowy. Podczas gdy przychody eksportowe firm zmalały w pierwszym półroczu aż o ponad 10% vs. 1H19, sprzedaż krajowa wykazała spadek tylko o niecałe 4%. Dodatkowo na korzyść małych i średnich podmiotów oddziaływał fakt wsparcia finansowego państwa, które zniekształciło (in plus) właśnie ich stronę przychodową, a także ich mniejsza wrażliwość na spadek przychodów finansowych (m.in. z tytułu wpływów z dywidend).

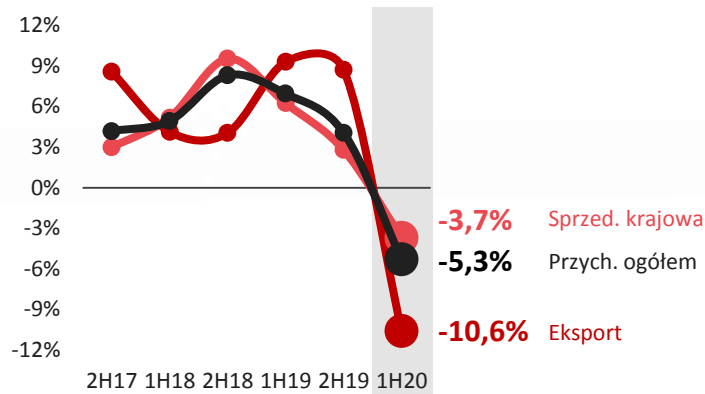
**„Największy spadek przychodów sektora przedsiębiorstw od lat zaabsorbowały głównie duże firmy, znacznie bardziej zorientowane na popyt zagraniczny i będące mniejszym beneficjentem tarczy”**

**Rys. 6 Przychody ze sprzedaży wg klas wielkości przedsiębiorstwa\* – zmiana r/r (%)**



\* Wg kryterium liczby pracowników  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

**Rys. 7 Przychody ze sprzedaży firm\* wg źródła – zmiana r/r (%)**



\* O liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao





**Podczas gdy kryzys „wypunktował” część branż najmocniej dotkniętych restrykcjami, niektóre sekcje gospodarki skutecznie kontynuowały swój wzrost.**

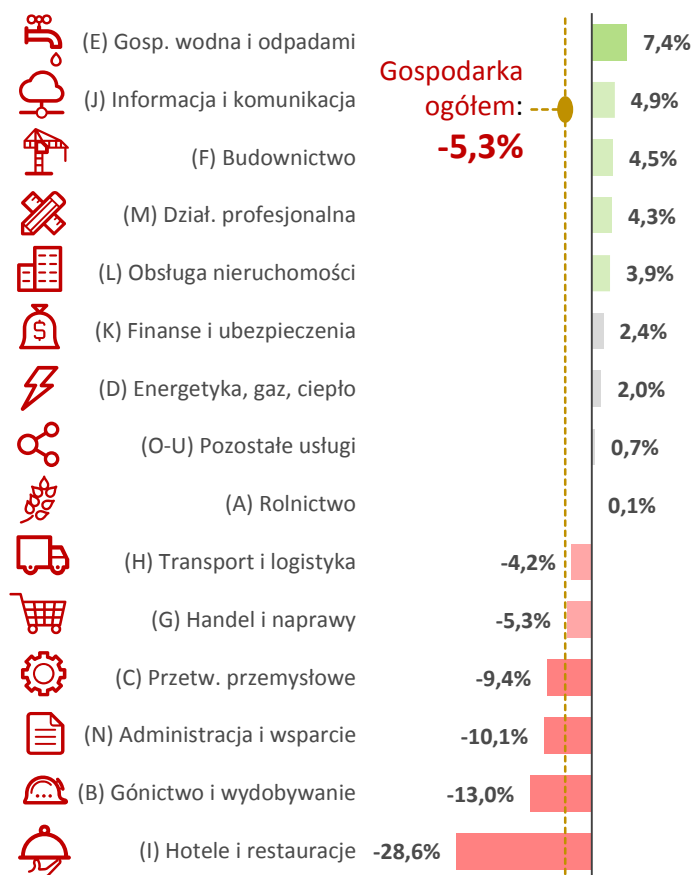
Kolejną cechą kryzysu COVID-19 jest jego **wybitnie sektorowy charakter**. Jego źródłem były bowiem przede wszystkim wprowadzone ograniczenia, mające na celu skuteczną walkę z pandemią koronawirusa. Te doprowadziły do znaczącego ograniczenia mobilności społeczeństwa, tymczasowego zamrożenia handlu stacjonarnego, a także spadku aktywności gospodarczej (w tym inwestycyjnej) przedsiębiorstw. **Negatywne skutki tych zjawisk bardzo nierówno rozłożyły się pomiędzy poszczególne obszary gospodarki.** Najmocniej ucierpiały usługi bezpośrednio zablokowane przez restrykcje (zwłaszcza hotele i restauracje, turystyka oraz transport pasażerski), większość przemysłu (za wyjątkiem gałęzi wytwarzających dobra pierwszej potrzeby), a także handel, który spadku tradycyjnej sprzedaży nie był w stanie w pełni zrekompensować zwiększonym popytem w kanałach zdalnych.

Procesy te bardzo dobrze odzwierciedlają dane o zmianie przychodów ze sprzedaży firm z poszczególnych sekcji gospodarki w I półroczu 2020. **Największym przegrany kryzysu okazała się branża hotelarsko-gastronomiczna**, gdzie obroty firm spadły aż o blisko 30% r/r. **Dotkliwie spadki przychodów** (w całym półroczu o 13% r/r) **notował także sektor wydobywczy**, w którym zmniejszonemu zapotrzebowaniu towarzyszyły spadkowe trendy notowań wielu surowców. Około 10% spadek r/r wykazała również **sekcja usługowa N**, w skład której wchodzi m.in. takie działalności jak wynajem i dzierżawa, pośrednictwo rynku pracy czy operatorzy turystyczni (w tej ostatniej przychody ze sprzedaży zmalały r/r o blisko 2/3).

Niewiele mniejszej skali załamania przychodów (-9,4% r/r) doświadczyło w pierwszym półroczu **przetwórstwo przemysłowe**. W tej bardzo zróżnicowanej sekcji gospodarki obok branż, które ucierpiały szczególnie mocno, można było jednak wyróżnić gałęzie, które zaliczały się do wąskiego grona odpornych na kryzys (*patrz kolejna strona*). Listę obszarów, które w pierwszych 6 miesiącach 2020 roku znalazły się „pod kreską”, jeśli chodzi o dynamikę przychodów, dopełniają **handel i naprawy** (spadek o ponad 5% r/r, efekt przede wszystkim zamrożenia sprzedaży stacjonarnej i złej koniunktury na rynku samochodowym) **oraz transport i**

Rys. 8

## Zmiana r/r przychodów firm\* w 1H20 – wg sekcji gospodarki



\* O liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

**logistyka** (-4% r/r), gdzie „uziemieniu” przewozów pasażerskich, towarzyszyło dawno nie notowane załamanie transportu towarów (a których nie zrekompensowały ani wyższe ceny usług, ani też względnie dobra sytuacja w segmentach magazynowania czy usług kurierskich).

**Część polskiej gospodarki pozostała jednak względnie odporna na ekonomiczne skutki pandemii.** Solidny wzrost r/r przychodów ze sprzedaży (wsparty wyższymi cenami) odnotował **sektor użyteczności publicznej**, zgodnie z naszymi oczekiwaniami beneficjentem rozwoju pracy zdalnej okazała się **branża IT i telekomunikacyjna**, a „siłą rozpędu” na ścieżce wzrostu pozostało również krajowe **budownictwo** (gdzie kryzys zaczyna jednak oddziaływać z pewnym opóźnieniem) W przeciwieństwie do obszarów najmocniej dotkniętych restrykcjami, delikatny wzrost przychodów w całym półroczu odnotowały również **pozostałe sekcje usługowe**.

### W przetwórstwie najmocniej ucierpieli producenci dóbr inwestycyjnych oraz przemysł lekki

Zgodnie z wcześniej wspomnianym „kluczem” kryzys COVID-19 w szczególnie złej sytuacji popytowej postawił gałęzie przetwórstwa, w których sprzedaż:

- zorientowana jest głównie na eksport, zwłaszcza w ramach globalnych łańcuchów dostaw (liczne gałęzie przemysłu);
- realizowana była do tej pory głównie za pośrednictwem handlu stacjonarnego (branże tekstylna, odzieżowa i skórzana oraz meblarska);
- zależy głównie od wydatków inwestycyjnych firm (przemysł motoryzacyjny i pozostałych środków transportu, maszynowy oraz metalowy);

- ucierpiała z powodu mocno ograniczonej mobilności ludzi i firm (branża rafineryjna).

W wymienionych sektorach przychody za 1H20 wykazały dwucyfrowy spadek r/r, w tych najsilniej dotkniętych (motoryzacyjny, skórzany oraz rafineryjny) przekraczając 25% r/r. W części branż bezpośrednio przetwarzających surowce (np. rafineryjna, metalowa) spadek ilościowy popytu został spotęgowany przez efekt zniżujących cen sprzedaży, który z punktu widzenia zysku był jednak częściowo rekompensowany niższymi kosztami wsadu.

Charakterystyczny dla większości najmocniej dotkniętych sektorów był silniejszy spadek eksportu aniżeli sprzedaży krajowej. A ponieważ wiele z nich cechuje duże uzależnienie od popytu zagranicznego, jego przełożenie na łączny spadek przychodów było tym większe.

**Rys. 9** Zmiana r/r przychodów ze sprzedaży firm\* w poszczególnych gałęziach przetwórstwa, 1H20

Branża	Δ sprzedaży krajowej		Δ sprzedaży eksportowej		Δ sprzedaży ogółem	
	proc.	mld zł	proc.	mld zł	proc.	mld zł
(21) Farmaceutyczny	14%	0,5	11%	0,2	13%	0,7
(33) Naprawa i instalacja	4%	0,3	19%	0,4	8%	0,7
(32) Poz. produkcja	8%	0,1	5%	0,2	6%	0,2
(12) Tytoniowy	3%	0,1	9%	0,1	5%	0,2
(27) Urządzeń elektr.	-3%	-0,2	6%	1,4	4%	1,2
(10) Spożywczy	5%	3,3	0%	0,0	4%	3,3
(20) Chemiczny	-3%	-0,5	0%	0,0	-2%	-0,5
(23) Mineralny	1%	0,2	-9%	-0,9	-3%	-0,7
(11) Napojów	-4%	-0,5	6%	0,1	-3%	-0,4
(16) Drzewny	-8%	-0,6	1%	0,1	-4%	-0,5
(17) Papierniczy	-4%	-0,5	-4%	-0,3	-4%	-0,8
(25) Wyr. z metali	-6%	-1,1	-3%	-0,6	-4%	-1,7
(18) Poligraficzny	-5%	-0,2	-11%	-0,2	-7%	-0,4
(22) Wyr. z tworzyw i gumy	-6%	-1,1	-9%	-2,1	-8%	-3,2
(26) Elektroniczny	3%	0,1	-12%	-1,6	-8%	-1,4
(31) Meblarski	-8%	-0,4	-12%	-1,6	-11%	-2,0
(13) Tekstylny	0%	0,0	-19%	-0,7	-12%	-0,7
(30) Poz. sprzętu transp.	-8%	-0,3	-14%	-1,3	-12%	-1,6
(14) Odzieżowy	-17%	-0,2	-13%	-0,1	-15%	-0,3
(28) Maszynowy	-11%	-0,8	-19%	-2,7	-16%	-3,5
(24) Metalowy	-14%	-2,0	-19%	-2,5	-16%	-4,5
(19) Rafineryjny	-8%	-1,9	-44%	-9,7	-25%	-11,6
(15) Skórzany	-21%	-0,1	-31%	-0,3	-27%	-0,5
(29) Motoryzacyjny	-39%	-4,5	-28%	-19,6	-30%	-24,1

\* o liczbie pracujących co najmniej 10 osób, wypełniających sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

### W części sektorów produkcyjnych popyt okazał się być jednak odporny na kryzys

Niektóre gałęzie polskiego przetwórstwa przetrwały najtrudniejszy okres pandemii bez szczególnego uszczerbku dla przychodów, a pojedyncze wręcz przyspieszyły w tym czasie swój dotychczasowy wzrost. Zgodnie z oczekiwaniami **wśród branż przemysłowych najbardziej odpornych na kryzys znalazły się te wytwarzające tzw. dobra pierwszej potrzeby**. Część z nich w pierwszej fazie lockdownu była wręcz jego beneficjentem z racji tendencji konsumentów do robienia zakupów „na zapas” (w obawie przed brakiem dostępu do najpotrzebniejszych towarów). W perspektywie całego 1H20 najlepiej w tej grupie branż poradzili sobie producenci farmaceutyków, wyrobów tytoniowych oraz żywności, którzy odnotowali w tym czasie wzrost przychodów r/r. Solidny popyt na dobra pierwszej potrzeby ograniczył spadki sprzedaży również w sektorze chemicznym, napojów oraz papierniczym.

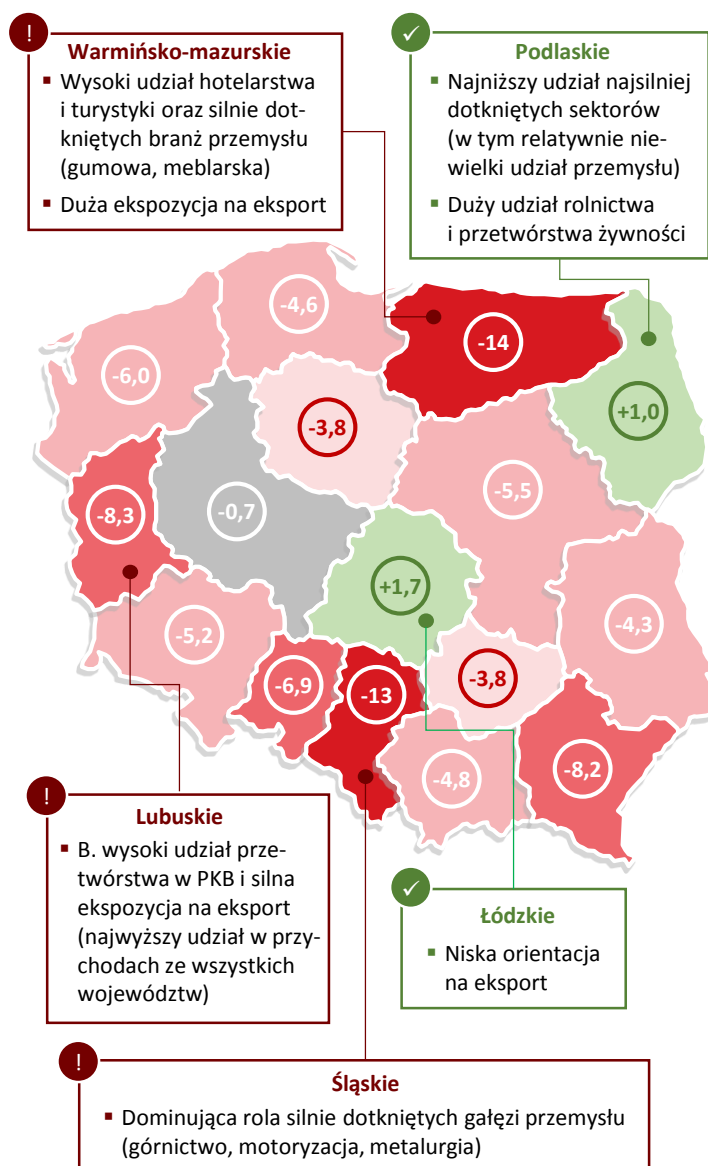
**Nie obyło się także bez kilku niespodzianek in plus**. Zaliczyć można do nich sektory, w których stabilizująco na popyt zadziałał fakt dłuższego przebywania konsumentów w swoich domach (przy jednoczesnym słabszym uzależnieniu sprzedaży od tradycyjnych, „zamrożonych” kanałów handlu detalicznego). To dzięki niemu w I półroczu b.r. wzrost r/r odnotowały takie branże jak **produkcja pozostałych wyrobów (PKD 32)**, do których zaliczają się m.in. sprzęt muzyczny i sportowy, czy **produkcja urządzeń elektrycznych** (w tym sprzętu RTV/AGD), a stosunkowo niewielkich spadków doświadczyli producenci **wyrobów mineralnych oraz drewnianych**. Z kolei jedyną odporną na kryzys gałęzią przetwórstwa zorientowaną na popyt firm okazała się **naprawa i instalacja maszyn** (co można tłumaczyć wykorzystaniem przestojów produkcyjnych do przeprowadzenia remontów i konserwacji linii wytwórczych).

### Zróżnicowana struktura PKB przyczyną sporych rozbieżności w ujęciu regionalnym

**Spory rozstrzał** jeśli chodzi o dynamikę przychodów ze sprzedaży firm w I półroczu 2020 roku można było zaobserwować **w ujęciu regionalnym**. Głównym kryterium podziału nie była jednak linia oddzielająca wschód i zachód kraju, lecz struktura PKB. Województwa, w których za większą część gospodarki odpowiadają silnie dotknięte sektory, notowały z reguły bardziej dotkliwy spadek r/r obrotów lokalnych firm.

Istotnymi czynnikami były zwłaszcza udział najbardziej wrażliwych (zwykle pro-eksportowych) gałęzi przetwórstwa, jak również rola najmocniej dotkniętych sektorów usługowych (hotelarstwo, turystyka, transport). Pierwszy negatywnie oddziaływał zwłaszcza na **słabe wyniki sprzedaży firm z województw warmińsko-mazurskiego, śląskiego, lubuskiego czy podkarpackiego**, z kolei drugi miał negatywne przełożenie na obroty sektora przedsiębiorstw głównie z województw północnych i południowych. Z drugiej strony mniej zależne od przetwórstwa (a w jego ramach silnie osadzone w produkcji spożywczej) i zorientowane bardziej na obsługę popytu krajowego **firmy z województw łódzkiego i podlaskiego** były **jedynymi, które w 1H20 pozostały na ścieżce wzrostu**.

**Rys. 10** Zmiana r/r przychodów ze sprzedaży firm\* w 1H20 – wg województw



\* O liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

## Wpływ kryzysu na wynik finansowy firm

**Zamrożenie wielu biznesów w szczytowym okresie pandemii wpłynęło negatywnie na wyniki firm, ale skala pogorszenia była raczej umiarkowana**

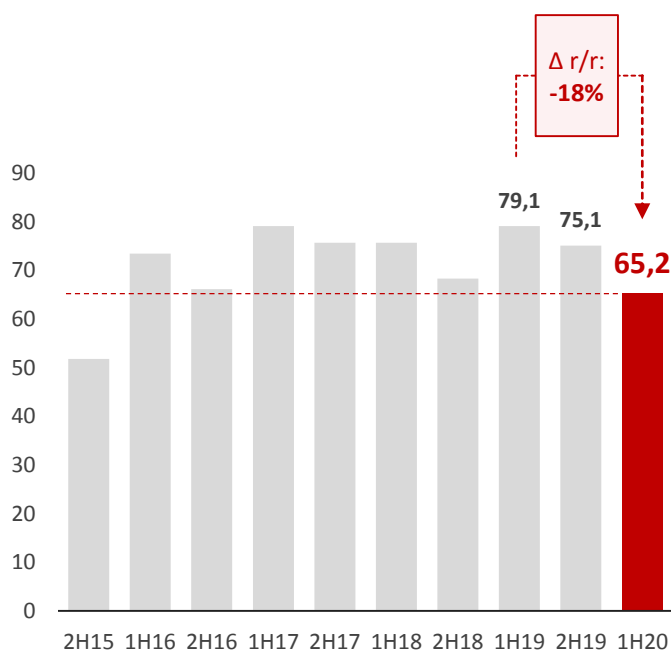
Kluczowe z punktu widzenia biznesu przedsiębiorstw było nie tyle przełożenie kryzysu na przychody, ile ostatecznie na ich wynik finansowy. I **półrocze 2020 roku małe, średnie i duże firmy zakończyły wynikiem netto na poziomie nieco ponad 65 mld złotych, o 18% niższym aniżeli w analogicznym okresie roku poprzedniego** i najgorszym od 2. połowy 2015 roku, kiedy to czysty zysk sektora przedsiębiorstw wyniósł niecałe 52 mld złotych. Porównując te dane z ubiegłorocznymi możemy więc mówić o silnej erozji wyniku, jednak - biorąc pod uwagę bezprecedensowe wyzwania, jakie napotkały firmy w kwietniu i maju – jej skala jest i tak mniejsza niż można się było tego początkowo spodziewać. Z pewnością zaś wyniku netto z 1H20 nie możemy określić mianem rekordowo słabego – pod tym względem polski sektor przedsiębiorstw cofnął się jedynie do lat 2014-2015.

Co ważne, w porównaniu z 1H19 znacząco nie wzrósł również odsetek firm nierentownych – w minionym półroczu wyniósł on 29% i był o zaledwie 0,8 pkt proc. wyższy niż przed rokiem. Okazało się, że firmy były w stanie odpowiednio szybko dostosować kosztową stronę swojej działalności do osłabionej strony przychodowej. Odzwierciedla to w szczególności **średnia rentowność netto sektora przedsiębiorstw (3,8%)**, która była **tylko o 0,6 pkt proc. niższa niż przed rokiem**. Była ona również jedynie minimalnie niższa od długoletniej średniej (4,2% w okresie ostatnich 10 lat).

Wbrew obawom nie doszło zatem do rozwarcia nożyc przychodowo-kosztowych, które mogłyby skutkować utratą rentowności przez większą część firm. Oczywiście spadek zysków odbił się jednak na **erozji wskaźnika rentowności kapitałów** (o ponad 2 pkt proc. niższy niż w 1H19), odzwierciedlającego opłacalność biznesów dla ich właścicieli. Ten za okres pierwszych 6 miesięcy 2020 roku był **najniższy spośród wszystkich analizowanych półroczy (tj. po 2007 roku)**.

Rys. 11

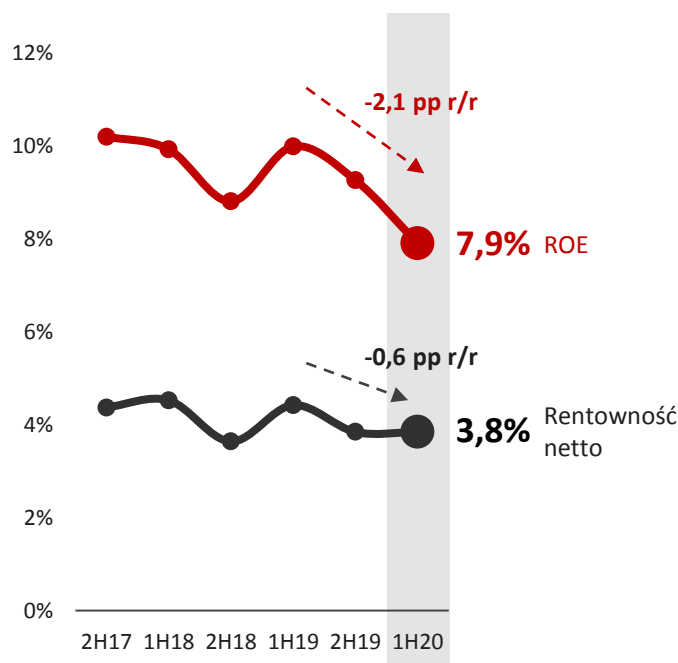
### Wynik finansowy netto sektora przedsiębiorstw\* (mld PLN)



\* o liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

Rys. 12

### Rentowność sektorach przedsiębiorstw w poszczególnych półroczach



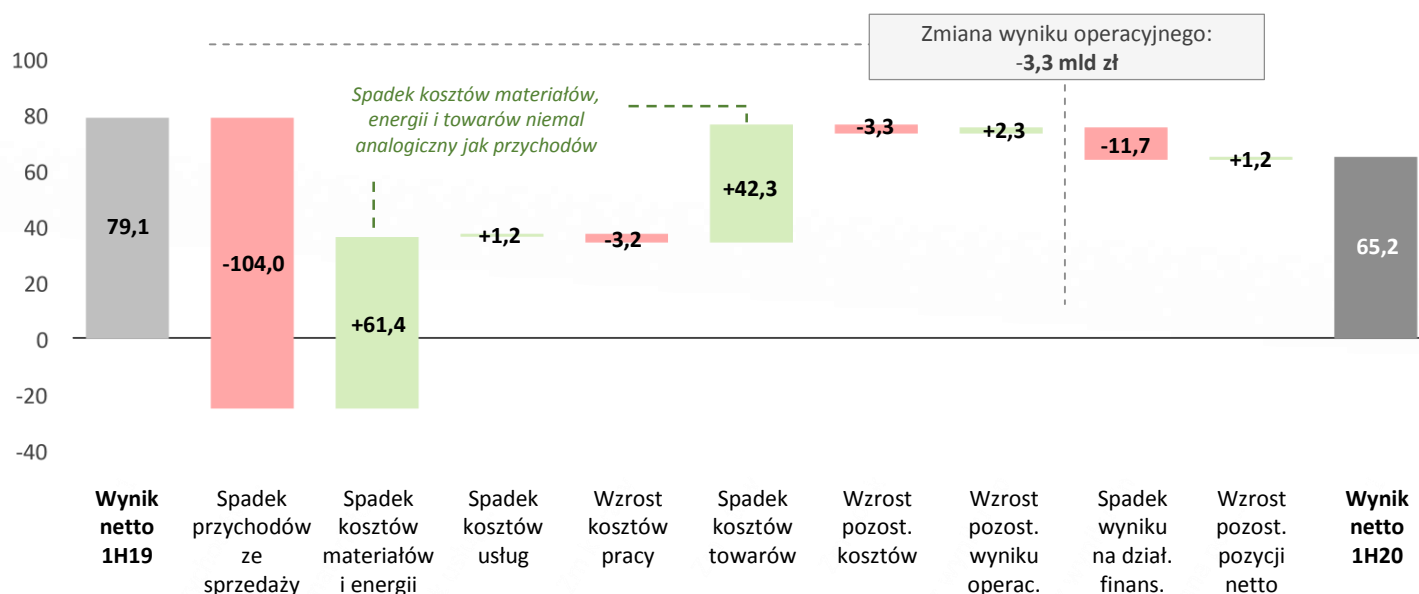
\* O liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

### Straty głównie na działalności finansowej, mocne wyniki podstawowej działalności

Relatywnie duża odporność polskich firm na negatywne skutki pierwszej fazy kryzysu COVID-19 znajduje odzwierciedlenie zwłaszcza w wynikach działalności operacyjnej. Ogół podmiotów składających sprawozdania F-01 wykazał bowiem **stosunkowo niewielki spadek zysku EBIT vs. 1H19** (-3,3 mld, tj. -3,7%). Okazuje się, że pokaźny **spadek obrotów firm** został **niemal w całości zneutralizowany przez adekwatny spadek kosztów materiałów i energii oraz wartości sprzedanych towarów**<sup>2</sup> (-103,7 mld PLN r/r). Istotną ulgą po

stronie kosztowej był **spadek cen niektórych surowców** (ropa naftowa, rudy metali) i ich pochodnych (paliwa, tworzywa sztuczne, stal), stanowiących znaczną część wydatków firm z wielu sektorów. W redukcji kosztów operacyjnych pomogły również **zdarzenia jednorazowe** – głównie korzystne dla PGNiG rozstrzygnięcie sądu arbitrażowego nakazujące zwrot 4,9 mld złotych przez Gazprom (bez niego spadek EBIT sektora firm wyniósłby ponad 8 mld złotych, tj. 9% r/r). Jednocześnie rozwiązania systemowe w ramach tarczy umożliwiły większą **elastyczność firm w zakresie kosztów pracy**, co pozwoliło ograniczyć negatywny wpływ stałych komponentów kosztowej strony ich działalności.

**Rys. 13** Zmiana r/r wyniku netto sektora przedsiębiorstw w 1H20 – wg głównych składowych



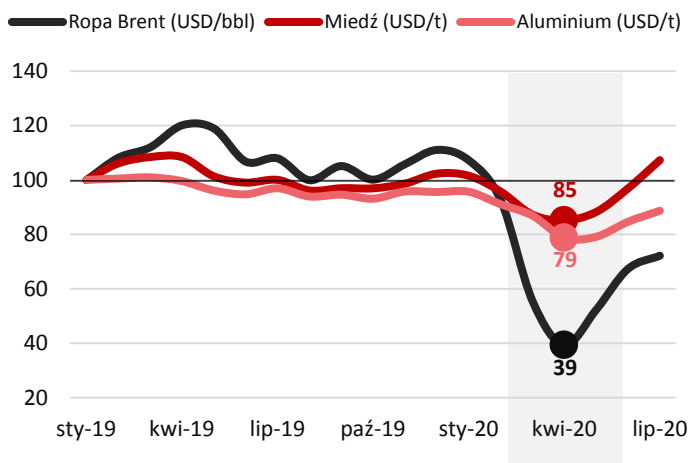
\* o liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

2) Należy mieć jednak również na uwadze wspomniany łagodzący wpływ na spadek przychodów niektórych elementów wsparcia finansowego państwa

Rys. 14

### Globalne średniomiesięczne notowania wybranych surowców, 2019-2020

Indeks Sty'19 = 100



Źródło: EIA, CME Group

W takich okolicznościach głównym czynnikiem, który zaważył na erozji zysku netto vs. I półrocze 2019 okazała się być działalność finansowa, z której wynik pogorszył się r/r aż o 11,7 mld złotych (zysk z 1H19 w kwiecie 3,9 mld złotych został zamieniony na stratę o wartości 7,9 mld złotych). Obok wspomnianej już presji na przychody finansowe (m.in. z uwagi na niższe wpływy z dywidend), wyraźnie (o blisko 30% r/r) wzrosły bowiem koszty finansowe, co wynikało głównie z wyższych odpisów wartości instrumentów finansowych, które na przestrzeni 1H20 koncentrowały się zwłaszcza w kilku sektorach (energetycznym, rafineryjnym, metalurgicznym oraz motoryzacyjnym). Można zatem stwierdzić, iż o słabszych wynikach firm w minionym półroczu w większym stopniu zdecydowały zjawiska natury jednorazowej (księgowe efekty słabszego otoczenia makro) niż pogorszenie wyników z podstawowej działalności, w ramach której rentowność uległa w tym czasie nawet delikatnej poprawie. Z drugiej strony część czynników, które w minionym kwartale korzystnie wpływały na koszty działalności, mogą w kolejnych okresach być „hamulcowymi” szybszej poprawy wyników (np. ponowny wzrost kosztów wsadu w efekcie odbijających cen surowców).

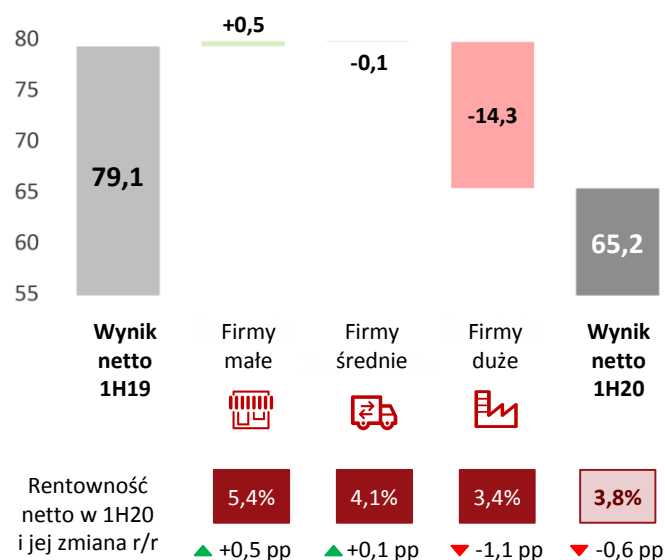
**„Firmy, zwłaszcza małe i średnie, pokazały dużą stabilność wyniku operacyjnego. O spadku zysku netto sektora przedsiębiorstw zdecydowały straty na operacjach finansowych”**

### Erozja zysków skoncentrowana niemal wyłącznie w segmencie dużych firm

Na wspomniane negatywne tendencje w zakresie działalności finansowej szczególnie mocno narażone są największe podmioty i - jak pokazują dane - to właśnie one zaabsorbowały niemal cały ubytek zysków sektora przedsiębiorstw w 1H20. Wynik netto największych koncernów w kraju (o liczbie pracujących 250 i więcej osób) obniżył się łącznie o ponad 14 mld złotych r/r, co stanowiło spadek o blisko 29% w porównaniu z 1H19. W największym stopniu przyczyniło się do tego pogorszenie wyniku z działalności finansowej o blisko 9 mld złotych, choć należy również podkreślić, że tylko w tej klasie wielkości przedsiębiorstw miał miejsce jednocześnie istotny spadek zysku operacyjnego (o niecałe 7 mld złotych, -12% r/r). W tym czasie zysk netto małych firm (10-49 pracujących) odnotował wzrost (o 0,5 mld złotych, tj. o 4,3% r/r), przy wyraźnej poprawie rentowności działalności (o 0,5 pkt proc.). Z kolei średnie podmioty praktycznie utrzymały stan posiadania z poprzedniego roku - ich zysk netto skurczył się minimalnie (o 0,1 mld złotych, tj. o 0,4% r/r) pomimo poprawy wyniku operacyjnego o ponad 2 mld złotych (+10% r/r). Zdecydowała - podobnie jak w przypadku dużych podmiotów - spora strata na działalności finansowej (blisko 2 mld złotych).

Rys. 15

### Zmiana r/r zysku netto sektora przedsiębiorstw\* - wg klas wielkości firm, 1H20



\* O liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

Wśród czynników, które zdecydowały o silniejszej wrażliwości dużych firm na kryzys, poniekąd odmiennej w stosunku do poprzednich recesji, wymienić należy przede wszystkim:

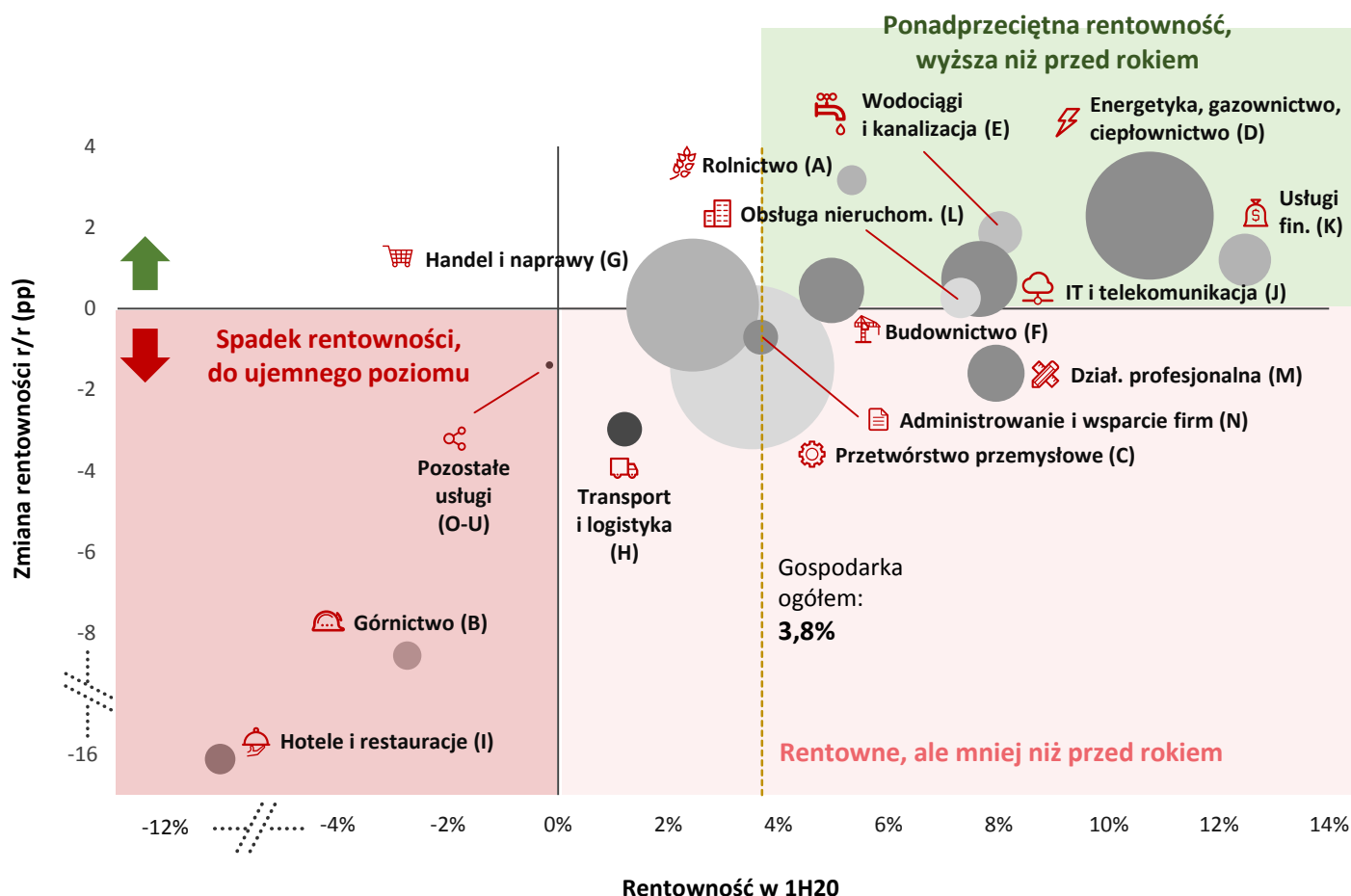
- **większą rolę wyniku na działalności finansowej**, który w warunkach obecnego kryzysu, został szczególnie dotknięty jego negatywnymi skutkami;
- **silną koncentrację dużych podmiotów w branżach szczególnie mocno cierpiących z powodu pandemii** (m.in. przemysł ciężki, motoryzacja, produkcja paliw, górnictwo, transport);
- **trudne warunki działalności dla eksporterów** reprezentowanych w największym stopniu właśnie przez duże firmy;
- **fakt, że niektóre rozwiązania pomocowe rządu** (np. dofinansowania do opłat z tytułu składek na ZUS) **poprawiły wyniki głównie małych i średnich przedsiębiorstw.**

### Ujęcie sektorowe - główne ofiary i zwycięzcy kryzysu

Kierunek i skala zmian rentowności netto sektora przedsiębiorstw w I półroczu 2020 roku wykazywały spore różnice w zależności od rodzaju prowadzonej działalności. W niektórych branżach były one tak silne, że miał nawet miejsce spadek zyskowności do ujemnych poziomów. **Dużą sekcją gospodarki, w której doszło do najmocniejszego załamania, były hotele i restauracje**, gdzie rentowność netto spadła r/r aż o ponad 16 pkt proc. (do ok. -11%). Słabszy popyt i zniżkujące ceny surowców przy relatywnie sztywnych kosztach przełożyły się także na **ponad 8-punktowy spadek zyskowności sektora wydobywczego** (-2,7% w 1H20). Poniżej progu rentowności znalazło się również wiele pomniejszych sektorów usługowych zamrożonych z powodu restrykcji.

Drugą grupę poszkodowanych stanowiły **sekcje gospodarki, które wprawdzie odnotowały spadek zyskowności netto, lecz mimo to pozostały rentowne.**

**Rys. 16** Rentowność netto sektora przedsiębiorstw\* wg głównych sekcji gospodarki, 1H20



\* o liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01. Rozmiar koła odzwierciedla wielkość zysku / straty netto w 1H20  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

W transporcie i logistyce oraz w przetwórstwie przemysłowym marże obniżyły się jednak do poziomów niższych od średniej dla całej gospodarki. W tym gronie znalazły się także niektóre inne branże usługowe: **administrowanie i wsparcie firm<sup>3</sup> czy działalność profesjonalna, naukowa i techniczna.**

Kryzysowe, pierwsze półrocze 2020 roku miało również swoich **wygranych**. To branże, które w skrajnie trudnych warunkach makroekonomicznych były w stanie poprawić swoją rentowność, już rok wcześniej kształtującą się na ponadprzeciętnym poziomie na tle gospodarki. W tej grupie znalazły się m.in. branże zaspokajające podstawowe potrzeby ludności, takie jak **rolnictwo czy sektor użyteczności publicznej**, korzystający z boomu na usługi mobilne **sektor ICT**, czy też odczuwające skutki kryzysu z pewnym opóźnieniem **budownictwo oraz usługi pośrednictwa finansowego** (w których 2H20 może przynieść jednak cykliczne pogorszenie).

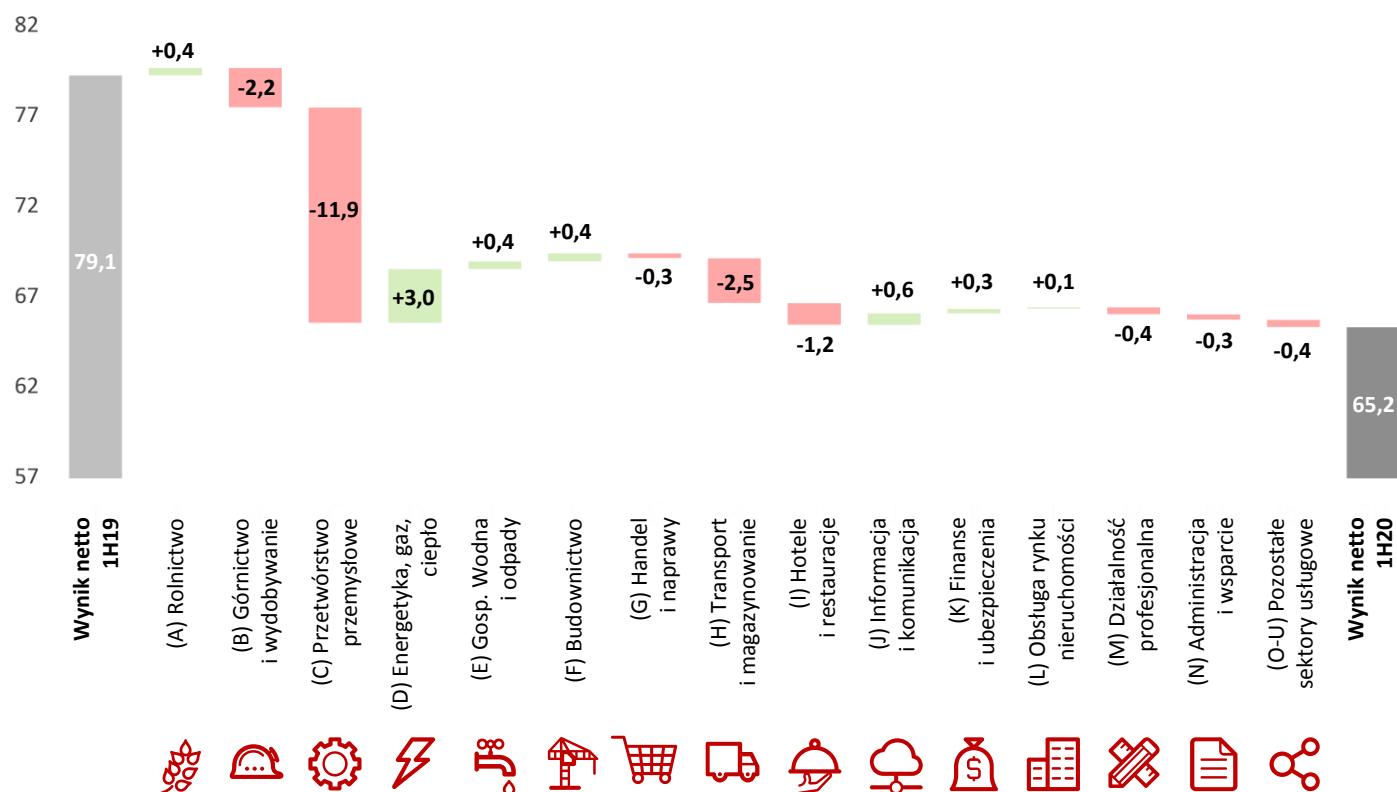
**„W ujęciu nominalnym szczególnie dotkliwe straty poniosło przetwórstwo przemysłowe”**

### Nominalny spadek zysku netto sektora przedsiębiorstw skoncentrowany w zaledwie kilku sektorach

Zdecydowanie największa część nominalnego spadku wyniku finansowego sektora przedsiębiorstw koncentrowała się w pierwszej połowie roku **w przetwórstwie przemysłowym**, które przy swym dużym rozmiarze odnotowało zarówno erozję rentowności, jak i silne tąpnięcie przychodów. Półroczny zysk netto tej sekcji gospodarki skurczył się o blisko 12 mld złotych, czyli aż o ponad 1/3 vs. 1H19. Dotkliwy, liczony w miliardach ubytek zysku netto odnotowały w tym czasie **także 3 inne, silnie dotknięte sektory (transport i logistyka, górnictwo oraz hotele i restauracje).**

Z kolei obszarem, który w największym stopniu kontrybuował w **poprawę r/r** wyniku sektora przedsiębiorstw była **sekcja D – energetyka, gazownictwo i ciepłownictwo**. Odnotowany przez nią łączny wzrost zysku netto okazał się większy niż we wszystkich pozostałych rosnących obszarach polskiej gospodarki. Należy jednak podkreślić duży wpływ na ten wynik zdarzenia o charakterze jednorazowym (wspomniany zwrot pieniędzy dla PGNiG od Gazpromu).

**Rys. 17** Nominalna zmiana wyniku finansowego netto r/r (mld złotych) – wg sekcji gospodarki, 1H20



\* o liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01. Rozmiar koła odzwierciedla wielkość zysku / straty netto w 1H20  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

3) Sekcja N, obejmująca m.in. operatorów turystyki czy firmy zajmujące się wynajmem i dzierżawą

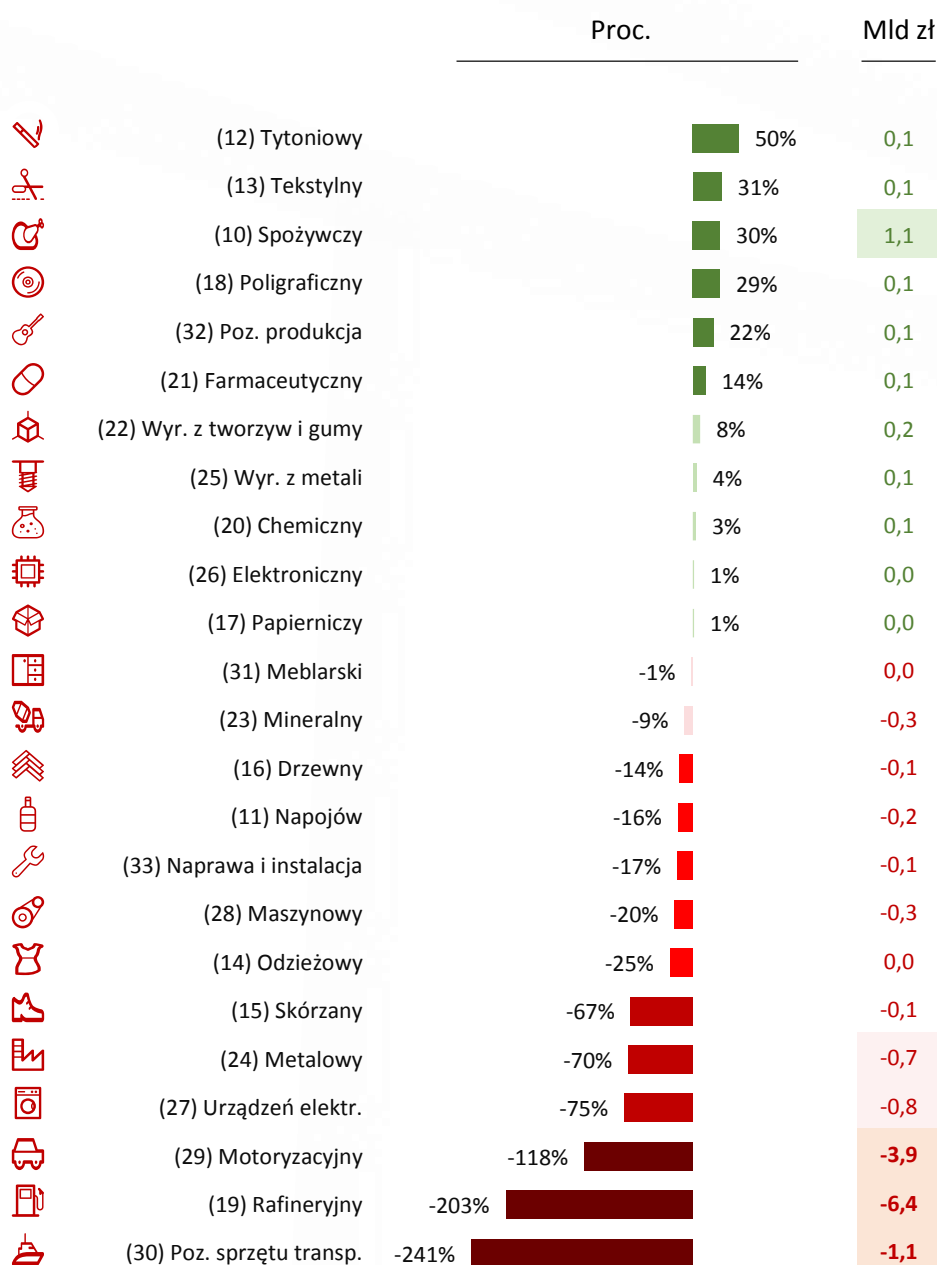


Sytuacja w krajowym przetwórstwie okazała się być szczególnie złożona. Gałęziom, które – w ślad za lawinowym spadkiem obrotów – notowały dotkliwe straty lub gwałtowną erozję zysków (m.in. motoryzacyjna, pozostałego sprzętu transportowego, rafineryjna, metalowa, skórzana), towarzyszyły takie, w których wzrost rentowności z nadwyżką rekompensował częściową utratę przychodów (np. tekstylna, poligraficzna, wyrobów z tworzyw i gumy), bądź też

skutecznie chronił je przed poważniejszym pogorszeniem wyników (np. meblarska). Część wzrostowych branż poparła dobre wyniki sprzedaży wyraźnie wyższymi zyskami (np. tytoniowa, farmaceutyczna, spożywcza), ale też nie zabrakło sektorów, w których utrzymanie sprzedaży na dość stabilnym poziomie odbyło się wyraźnym kosztem marż (zwłaszcza produkcja urządzeń elektrycznych, naprawa i instalacja maszyn, jak również branża drzewna czy napojów).

Rys. 18

### Zmiana r/r wyniku finansowego netto firm z sektora przetwórstwa przemysłowego\* – wg gałęzi, 1H20



\* O liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

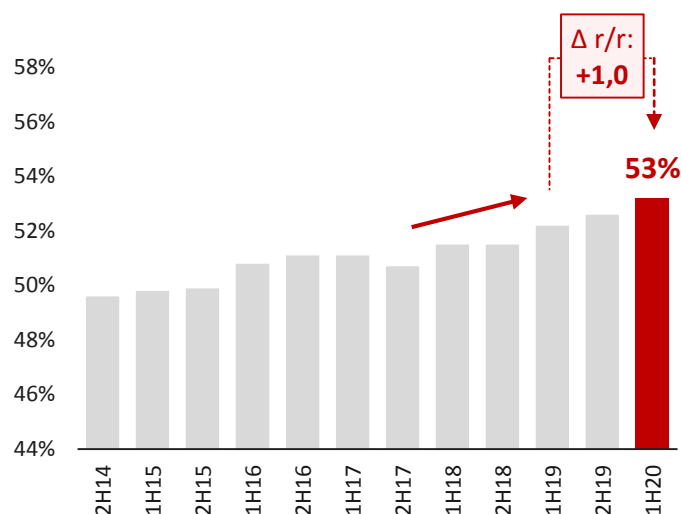
## Pozostałe aspekty działalności

### Kryzys nie wpłynął istotnie na pogorszenie sytuacji zadłużeniowej polskich firm

W porównaniu z końcem I półrocza 2019 roku przeciętny wskaźnik zadłużenia polskich firm wzrósł o 1 punkt procentowy, do wciąż umiarkowanego poziomu 53,2%. Wzrost ten nie stanowił żadnego istotnego odchylenia, a trend wzrostowy wskaźnika zadłużenia sektora przedsiębiorstw towarzyszył mu od drugiej połowy 2017 roku (co było związane głównie z rosnącą aktywnością inwestycyjną firm).

Tym samym kryzys COVID-19 (przynajmniej na razie) raczej nie wpłynął na znaczący wzrost potrzeb pożyczkowych przedsiębiorstw (u których podstaw mogłyby leżeć np. problemy płynnościowe krajowych podmiotów). **Wiele firm, zwłaszcza małych, raczej ograniczało w ostatnich miesiącach nakłady inwestycyjne**, a banki w warunkach podwyższonego ryzyka makroekonomicznego mniej chętnie udzielały przedsiębiorcom finansowania, choć w segmencie dużych i średnich firm utrzymana została i tak relatywnie wysoka dynamika kredytów bankowych (zarówno krótko-, jak i długoterminowych). Na zmiany stanu zobowiązań sektora przedsiębiorstw istotny wpływ miał również

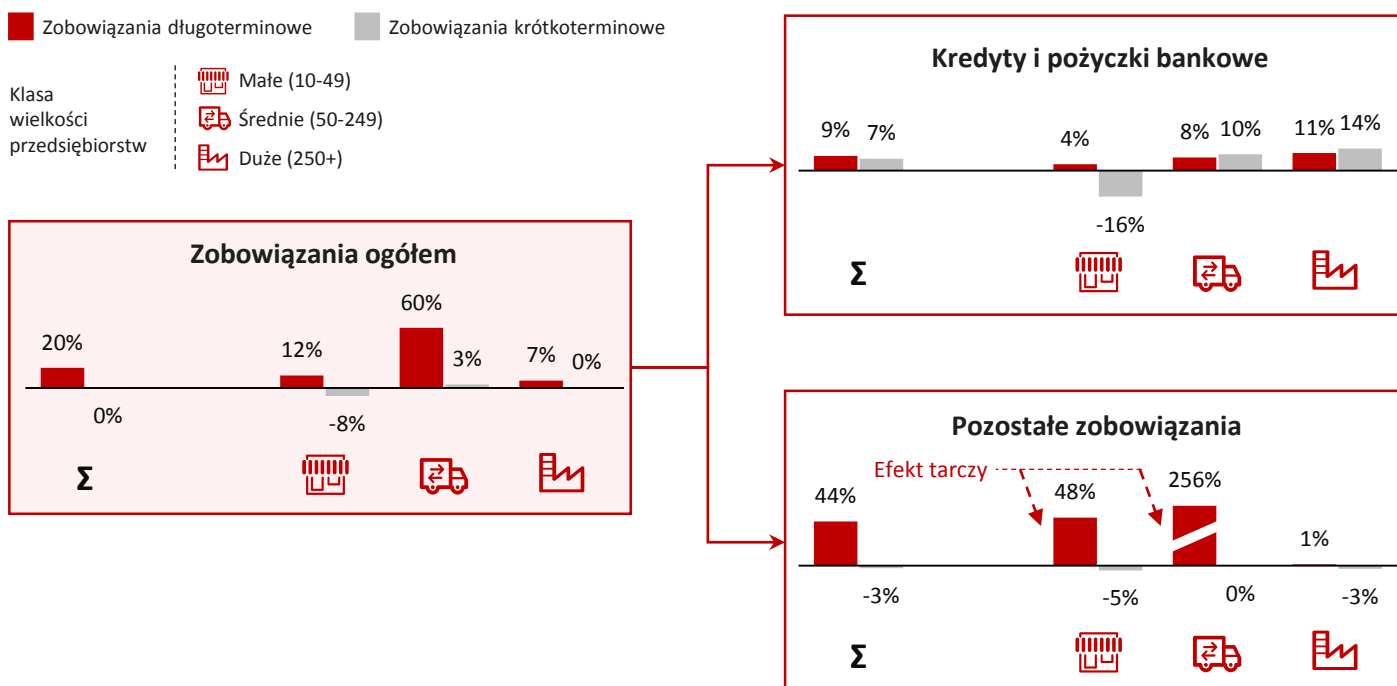
**Rys. 19** Wskaźnik zadłużenia sektora przedsiębiorstw\* (%), 2H14-1H20



\* O liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01  
Wskaźnik rozumiany jako relacja zobowiązań do sumy bilansowej  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

w minionym półroczu mechanizm pożyczek bezzwrotnych w ramach tarczy antykryzysowej. Przejściowo wydatnie zwiększył on stan zadłużenia małych i średnich podmiotów, do których w pierwszej kolejności (obok firm mikro) skierowana została rządowa pomoc (szerzej na ten temat na s. 23).

**Rys. 20** Zmiana r/r zobowiązań sektora przedsiębiorstw – wg klas wielkości i typu zobowiązań



\* o liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

**Rządowa „kroplówka” skutecznie zapobiegła kryzysowi płynnościowemu firm**

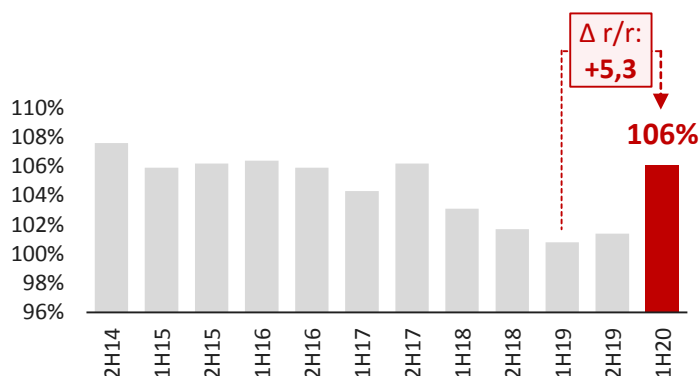
Największe obawy w związku z gwałtownym ograniczeniem działalności biznesowej firm wiązane były z ryzykiem utraty płynności i możliwą falą upadłości z tego tytułu. Ten pesymistyczny scenariusz jak na razie się jednak nie realizuje, a **przeciętny wskaźnik płynności bieżącej sektora przedsiębiorstw wykazał na przestrzeni minionego półrocza dość wyraźny wzrost, do poziomu najwyższego od 2H17 (ok. 106%)**. Bardzo widoczny jest w tym przypadku efekt tarczy antykryzysowej, której środki w najtrudniejszym momencie kryzysu zasiliły przepływy pieniężne krajowych podmiotów. Świadczy o tym szczególnie silny wzrost płynności firm małych oraz średnich, będących głównymi beneficjentami rządowego wsparcia w 2Q20.

Choć sytuacja płynnościowa sektora przedsiębiorstw wygląda na relatywnie stabilną, to jednak **w kilku obszarach gospodarki na przestrzeni I półrocza 2020 doszło do jej widocznego pogorszenia**. Dotyczy to zwłaszcza części sekcji usługowych – głównie **hotele i restauracji** (spadek wskaźnika o 40 pp vs. koniec ub.r.) oraz **sekcji N, obejmującej m.in. operatorów turystyki** (-19 pp). Nawet w tych wrażliwych sektorach, przeciętny wskaźnik płynności szybkiej utrzymał się jednak w pobliżu poziomu referencyjnego, choć sytuacja pojedynczych podmiotów jest z całą pewnością bardzo zróżnicowana<sup>4</sup>. Wśród innych sekcji gospodarki, gdzie sytuacja już przed kryzysem była trudna, a w ostatnim kwartale bynajmniej nie uległa poprawie, należy ponadto wskazać sektor górniczy (spadek omawianego wskaźnika o 8 pp vs. koniec 2019, do poziomu zaledwie 60%). Jednocześnie w wielu sektorach, pomimo kryzysu, doszło do poprawy przeciętnej płynności firm (ze szczególnym uwzględnieniem sektora użyteczności publicznej, obsługi rynku nieruchomości oraz działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej).

**„Wsparcie finansowe w ramach tarczy antykryzysowej wyraźnie poprawiło płynność małych i średnich przedsiębiorstw. Najtrudniejsza sytuacja panuje w górnictwie, zakwaterowaniu i gastronomii oraz turystyce”**

4) przykładowo w hotelach i restauracjach w nieco ponad 20% firm wynosił on na koniec 1H20 mniej niż 50%.

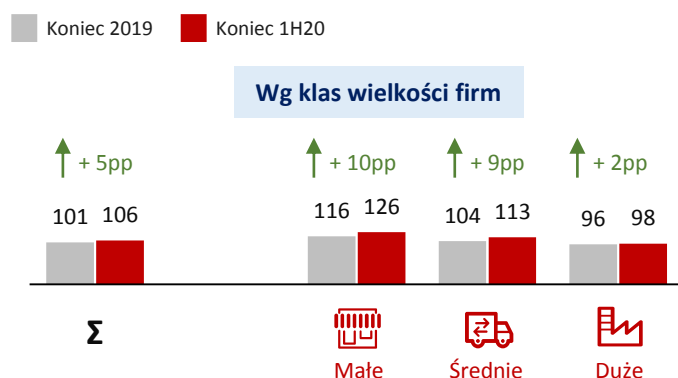
**Rys. 21** Wskaźnik płynności szybkiej sektora przedsiębiorstw\* (%), 2H14-1H20



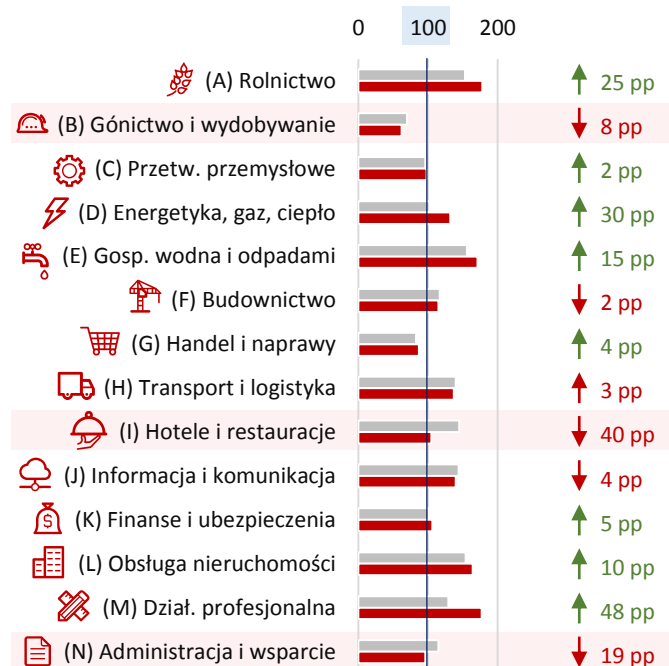
\* O liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01  
Wskaźnik rozumiany jako relacja aktywów obrotowych, pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe i zapasy, do zobowiązań krótkoterminowych

Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

**Rys. 22** Zmiana wskaźnika płynności szybkiej (%) na przestrzeni 1H20, vs. koniec 2019 roku



**Wg wybranych sekcji gospodarki**



Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

### Duża niepewność sprzyja ograniczaniu aktywności inwestycyjnej

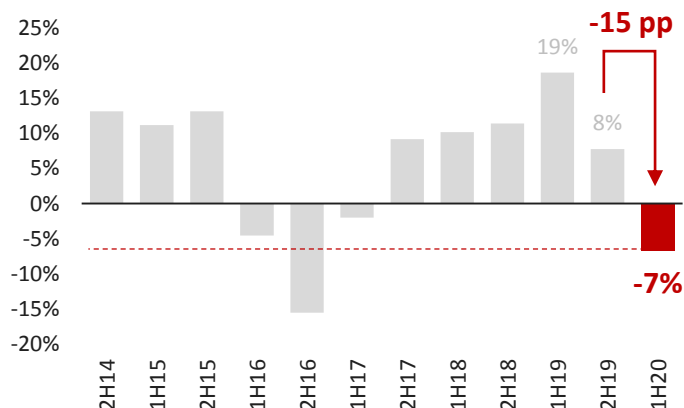
Jedną z poważniejszych konsekwencji obecnego kryzysu jest ponowny spadek inwestycji firm, konsekwentnie odbudowujących się w półroczach poprzedzających wybuch pandemii. W pierwszej połowie 2020 roku wydatki na cele inwestycyjne polskich przedsiębiorstw okazały się o ok. 7% niższe r/r (w porównaniu ze wzrostem o ok. 8% r/r w 2H19). Był to najgorszy wynik wykazany przez krajowe podmioty od 2H16. Czynnikiem, który zdecydował o tak silnym pogorszeniu było zawieszenie aktywności inwestycyjnej w II kwartale roku, którego przyczyn należy upatrywać przede wszystkim w pogarszających się nastrojach i rosnącej niepewności wśród przedsiębiorców. **Na ich fali, zdecydowanie najmocniej, bo aż o ponad 20% r/r obniżyły się nakłady inwestycyjne małych firm.** Z kolei najłagodniejszy procentowy spadek inwestycji odnotowały podmioty średniej wielkości (-3,8% r/r vs. -5,7% r/r w największych firmach).

**Spadek inwestycji firm w porównaniu z 1H19 odnotowano w większości dużych sekcji polskiej gospodarki** – wyższą aktywność inwestycyjną niż przed rokiem wykazały jedynie charakteryzujące się stabilnym popytem niektóre segmenty sektora użyteczności publicznej (wodociągi i kanalizacja oraz gospodarka odpadami), rolnictwo, a także kontynuujące projekty inwestycyjne rozpoczęte we wcześniejszych okresach firmy z sektora obsługi rynku nieruchomości (m.in. deweloperzy). Gwałtowny spadek nakładów inwestycyjnych (w większości dwucyfrowy) notowały za to **sektory usługowe - zwłaszcza te najmocniej dotknięte skutkami kryzysu COVID-19** (sekcje I oraz N), a także bazująca głównie na popycie firm **sekcja M (działalność profesjonalna, naukowa i techniczna)**. Ponadto w warunkach poważnych ograniczeń sprzedaży stacjonarnej mocno skurczyły się także inwestycje firm handlowych (sekcja G, spadek o 11% r/r).

**Szczególnie silnemu ograniczeniu uległy wydatki inwestycyjne na środki transportu** (-3,4 mld PLN, tj. -24% r/r) **oraz maszyny i urządzenia** (-1,8 mld PLN, -6% r/r). Z kolei jedynym typem inwestycji, który w minionym półroczu „siłą rozpędu” utrzymał się na ścieżce wzrostowej były realizowane przez przedsiębiorstwa projekty budowlane.

Rys. 23

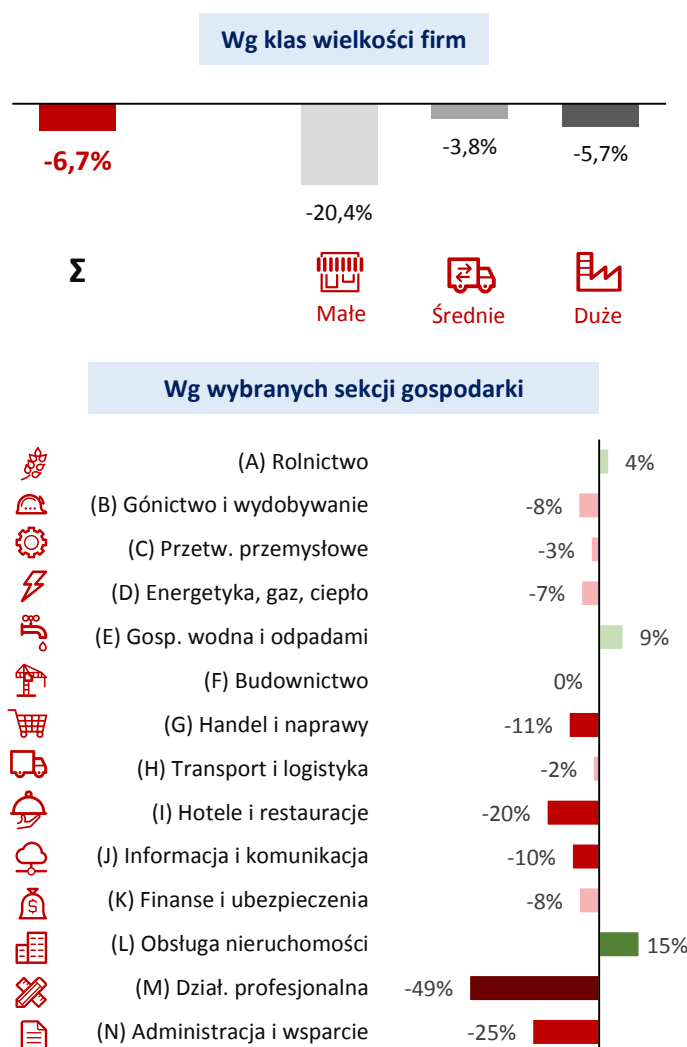
### Dynamika r/r nakładów inwestycyjnych sektora przedsiębiorstw\*



\* O liczbie pracujących większej niż 9 osób, składających sprawozdania F-01  
Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

Rys. 24

### Zmiana r/r nakładów inwestycyjnych wg klasy wielkości firm i sektorów, 1H20



Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

## Sytuacja finansowa firm wg sektorów – ocena całościowa

Przygotowany scoreboard finansowy potwierdza dane oraz sygnały z gospodarki w zakresie najważniejszych wygranych i przegranych pierwszej fali kryzysu

Aby w lepszy, syntetyczny sposób zaprezentować wyniki finansowe firm w podziale na szczegółowe sektory gospodarki, przygotowaliśmy tzw. scoreboard. Jego wynikiem jest ocena od 1 (najgorszej) do 4 (najlepszej), za którą kryje się szereg najczęściej wykorzystywanych wskaźników finansowych w ujęciu statycznym i dynamicznym, z przypisanymi do nich wagami<sup>5</sup>.

Jak się okazuje, wynik takiego ćwiczenia jest dość zgodny z intuicją i płynącymi dotychczas z gospodarki sygnałami. W ramach rolnictwa i przemysłu korzystnie wyróżniają się w szczególności:

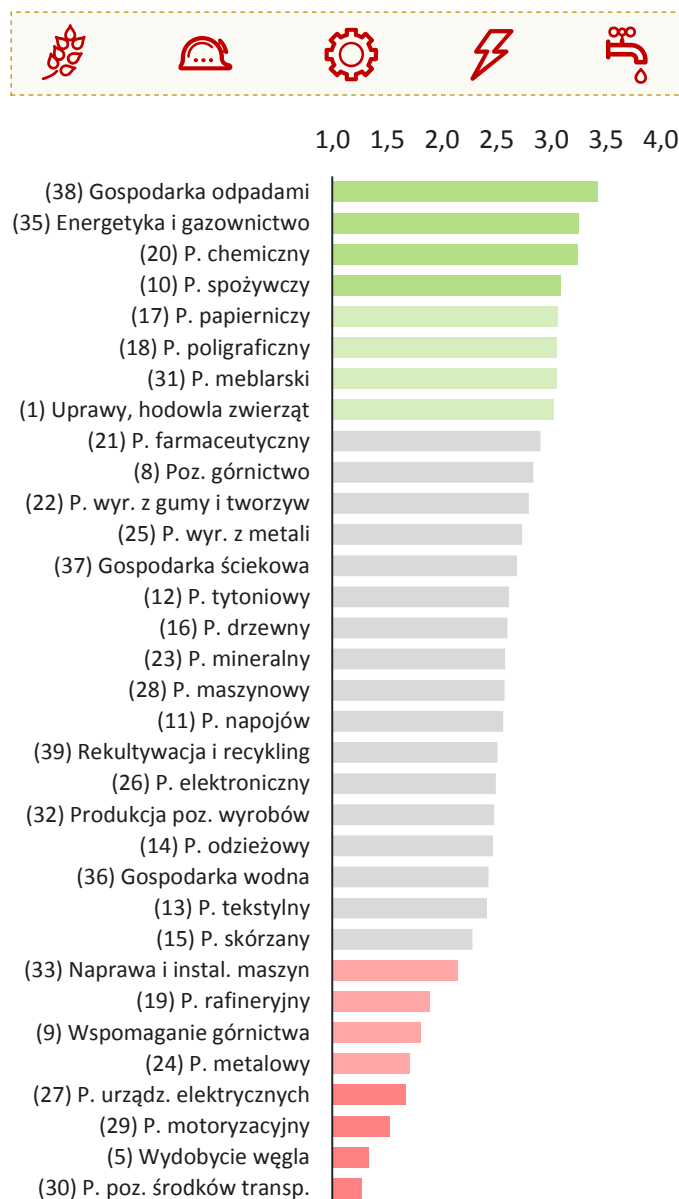
- **główne działy sektora użyteczności publicznej** (PKD 35 i 38), które zapewniają niezbędną obsługę niezależnie od panującej koniunktury<sup>6</sup>;
- **segmenty przetwórstwa, które dostarczają dobra pierwszej potrzeby i/lub szczególnie istotne w trakcie epidemii.** Dotyczy to zwłaszcza branży spożywczej i farmaceutycznej (kluczowa rola żywności i leków), chemicznej (środki czystości, agrochemia), czy papierniczej (opakowania, art. sanitarne);
- **branże, które miały bardziej „pod górkę”, ale zaskoczyły in plus wynikami** – np. przemysł meblarski czy poligraficzny, w mniejszym stopniu także wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych.

Sektory te mimo trudnego otoczenia generalnie poprawiały wynik netto, utrzymując korzystną sytuację płynnościowo-zadłużeniową. Po przeciwnej stronie znalazły się natomiast:

- **działy uzależnione od działalności inwestycyjnej firm i/lub eksporterzy stanowiący element globalnych łańcuchów dostaw,** takie jak przemysł motoryzacyjny, metalowy i poz. środków transportu, górnictwo oraz naprawa i instalacja maszyn;
- **sektory dotknięte trendami na rynku surowców** – ponownie przemysł metalowy, a także rafineryjny;

Rys. 25

### Scoreboard wyników finansowych w 1H20 – rolnictwo i przemysł



Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

- **negatywne zaskoczenia,** gdzie można było oczekiwać mniejszego pogorszenia wyników – tu należy wymienić przede wszystkim produkcję urządzeń elektrycznych.

Na koniec warto zwrócić uwagę na kilka branż, które zmagaly się z trudną sytuacją rynkową, ale mimo wszystko wyniki utrzymały się na względnie dobrym poziomie („środek stawki”). To m.in. przemysł mineralny, odzieżowy, drzewny czy maszynowy.

5) W ujęciu dynamicznym (zmiana r/r) wykorzystane zostały wynik netto, nakłady inwestycyjne, wskaźnik zadłużenia i płynności szybkiej. Natomiast w ujęciu statycznym (wynik za 1H20) były to ROE, wskaźnik nakładów do amortyzacji, wskaźnik zadłużenia i płynności szybkiej. Pod uwagę zostały wzięte tylko te działy, dla których dostępne są pełne wyniki finansowe (część branż ich nie posiada ze względu na tajemnicę statystyczną). 6) Na bardzo dobry wynik PKD 35 (Energetyka, gazownictwo i ciepłownictwo) pozytywnie wpłynął wprowadzenie wspomniany zwrot środków dla PGNiG od Gazpromu, lecz z drugiej strony na branżę tą oddziaływały w 1H20 również inne zdarzenia o charakterze jednorazowym, mające negatywny wpływ na jej wynik z działalności finansowej

Działy handlowo-usługowe przynoszą nieco więcej niespodzianek oraz nieoczywistych zwycięzów i przegranych, ale mimo wszystko da się zauważyć charakterystyczne dla tego kryzysu prawidłowości:

- w czołówce lub niedaleko za nią widnieje większość segmentów sektora IT – w tym nadawanie programów, oprogramowanie i doradztwo informatyczne oraz informacyjna działalność usługowa (obejmuje m.in. portale internetowe, hosting, przetwarzanie danych). To oczywiście konsekwencja skokowego wzrostu znaczenia kanałów zdalnych w edukacji, pracy i rozrywce w czasie epidemii;
- odpornością wykazały się także m.in. działalność weterynaryjna (można ją zaliczyć do usług podstawowych niezależnie od koniunktury) oraz w większości budownictwo (gdzie jak wspomniano działa inercja – kryzys uderza tu z opóźnieniem).

Jeśli szukać pozytywnych zaskoczeń, to warto wspomnieć o niektórych usługach profesjonalnych i wsparcia dla firm (PKD 74, 81, 69, 66). Przynajmniej część z nich okazuje się na tyle niezbędna w codziennej działalności firm-usługobiorców, iż przedstawiciele nie odczuli znaczącego pogorszenia sytuacji w 1H20. Relatywnie dobrze – zważywszy na sytuację na rynku nieruchomości komercyjnych, szczególnie wyzwania centrów handlowych – radzi sobie także obsługa rynku nieruchomości (PKD 68). Biorąc pod uwagę skalę wyzwań wysoko plasuje się edukacja, ale tutaj może działać inercja (opłacone już wcześniej usługi – odpowiedź przyniesie nowy rok szkolny i 2H20).

Największymi przegranymi są z kolei – i tego należało się spodziewać – branże praktycznie całkowicie uzależnione od szeroko pojętej aktywności czasu wolnego konsumentów. Zamrożenie działalności w pierwszej fazie, a następnie czynniki psychologiczne w drugiej fazie kryzysu przełożyły się tutaj na wyjątkowo silne pogorszenie wskaźników finansowych firm, wśród których dominują przedstawiciele sektora MŚP. To przede wszystkim turystyka, hotele i restauracje, kultura i rozrywka czy sport i rekreacja. Do listy branż o dużych wyzwaniach w związku ze spadkiem popytu należałoby ponadto doliczyć handel samochodowy (głównie w części dealerskiej) oraz znaczną część handlu detalicznego. Pewnym zaskoczeniem w tym gronie jest z kolei ocena branży telekomunikacyjnej, gdzie relatywnie stabilny popyt nie uchronił jej przed pogorszeniem i tak relatywnie słabych wskaźników finansowych.

Rys. 26

## Scoreboard wyników finansowych w 1H20 – budownictwo, handel i usługi



Źródło: Pont Info, Analizy Pekao

## Wpływ tarczy antykryzysowej na wyniki

**Do analizy wyników firm za I półrocze należy podchodzić z ostrożnością z uwagi na ingerencję w nie dodatkowego czynnika w postaci mechanizmu tarczy**

Fakt rekordowego wsparcia, udzielonego w 2Q20 przez rząd głównie mikro, małym i średnim firmom każe zastanowić się nad jego wpływem na poszczególne wskaźniki finansowe osiągnięte przez sektor przedsiębiorstw za I połowę roku. **Dokładne przełożenie tarczy antykryzysowej** na poszczególne komponenty sprawozdań finansowych jest bowiem **trudne do wychwycenia na poziomie zagregowanych danych**. Jak wspomniano, bezzwrotne pożyczki przekazane w ramach tarczy antykryzysowej na pewno znalazły odzwierciedlenie w bilansie przedsiębiorstw (poprzez wykazanie dodatkowych zobowiązań, a jednocześnie środków pieniężnych, które wpłynęły na widoczną poprawę płynności odnotowaną na koniec analizowanego okresu).

**Pożyczki te**, po spełnieniu stosownych kryteriów i zadeklarowaniu ich niezwracania przez firmy, **będą w kolejnych kwartałach** znikać z zobowiązań firm i ulegać zamianie na subwencje, które zostaną **wykazane w pozostałych przychodach operacyjnych**, wzmacniając w ten sposób zyski sektora przedsiębiorstw. Tym samym **wpływ tego mechanizmu wsparcia na rachunek zysków i strat firm powinien być wciąż dość ograniczony, a widoczny bardziej w kolejnych kwartałach**.

**Wspierająco na rachunek zysków i strat małych oraz średnich firm oddziaływały z kolei inne elementy tarczy** (dofinansowanie do kosztów pracy), choć i ono w księgowym ujęciu rozłożyło się zapewne pomiędzy 2. i 3. kwartał roku.

**Z tym większym uznaniem należy podchodzić do rezultatów wykazanych przez polskie przedsiębiorstwa w minionym półroczu** – ograniczona skala ich pogorszenia r/r jest bowiem efektem nie tylko finansowego wsparcia ich działalności przez państwo, ale w pewnym stopniu także ich względnej odporności na gwałtowną zmianę koniunktury (jak również dynamicznego charakteru jej ożywienia). Pomimo utrzymujących się wyzwań pozwala to mieć nadzieję na relatywnie spokojny przebieg kolejnych faz kryzysu – tym bardziej, że prognozy są raczej korzystne i zakładają dalsze ożywienie gospodarcze.



## Krajowe firmy odporniejsze na kryzys od swoich zachodnich konkurentów

### Wyniki polskich firm zachowały się niewspółmiernie lepiej niż ich europejskich odpowiedników

O tym, że sytuacja finansowa polskich firm po kryzysowym 2. kwartale bieżącego roku jest mimo wszystko relatywnie dobra, świadczą także **porównania europejskie**, w tym zestawienie zmian r/r **nadwyżki operacyjnej brutto sektora przedsiębiorstw w różnych krajach UE**. Wskaźnik ten, w przeciwieństwie do wyniku operacyjnego firm (który, jak pisaliśmy, nieznacznie spadł), odzwierciedla w większym stopniu ich wpływ w ujęciu kasowym (jego bliższym odpowiednikiem jest zysk EBITDA). Okazuje się, że **Polska obok zaledwie 2 innych krajów UE znalazła się gronie tych państw członkowskich, w których wykazała ona w tym czasie wzrost r/r (w dodatku największy spośród wszystkich, bo aż o ok. 14%)**. Duża elastyczność firm w obszarze kosztów i dodatkowe przepływy finansowe z tytułu wsparcia systemowego, w połączeniu z mniejszą skalą załamania gospodarczego niż w Europie Zachodniej, zadziałała w tym przypadku bardzo stabilizująco na cały sektor przedsiębiorstw. Nie zmienia to jednak faktu, że **sytuacja wykazuje bardzo duże różnice w zależności od rodzaju działalności i w części branż jest ona bardzo trudna**.

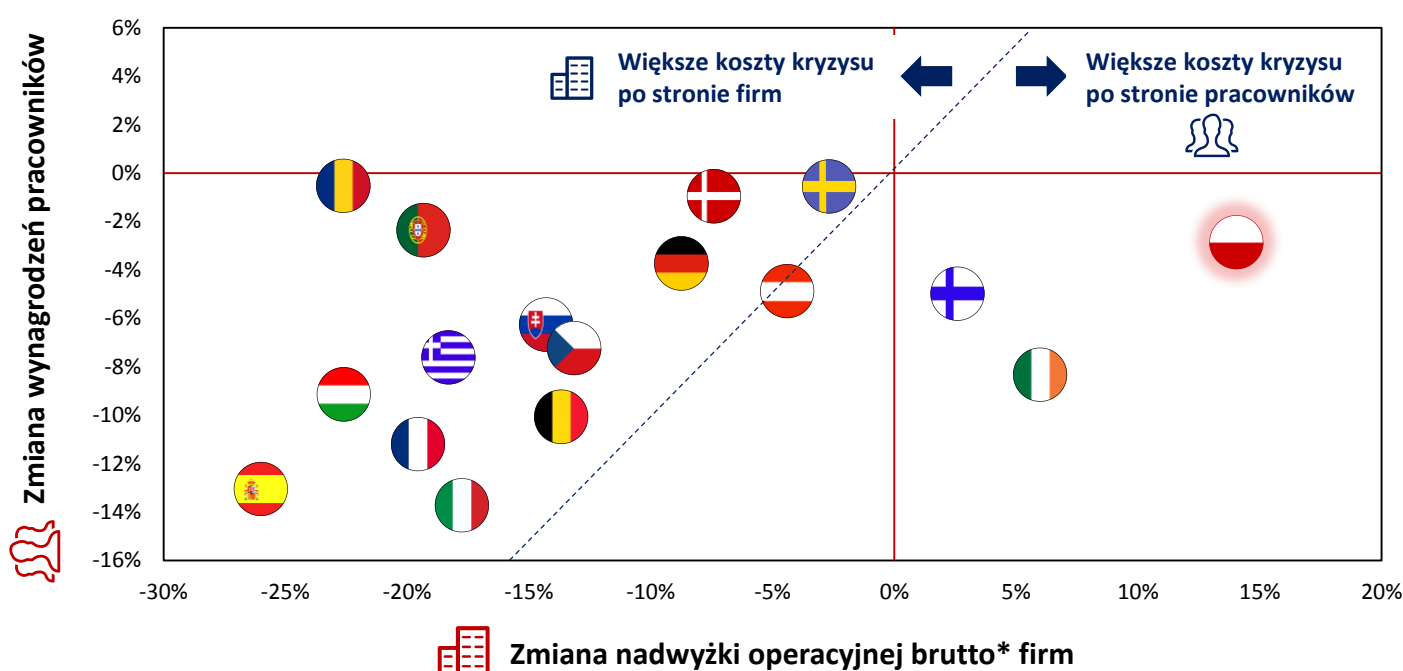
Jednocześnie Polska zaliczała się do nielicznej grupy krajów, w których **finansowe skutki kryzysu pracownicy odczuli mocniej aniżeli ich pracodawcy**. Tylko pozornie ci pierwsi zaliczają się jednak do przegranych obecnego kryzysu. Po pierwsze, skala spadków średnich wynagrodzeń w 2Q20 była i tak mniejsza niż w większości państw członkowskich. Po drugie zastosowanie elastycznych rozwiązań, skutkujących przejściowym spadkiem płac, pozwoliło jednak na uniknięcie fali zwolnień, a stopa bezrobocia wzrosła jedynie nieznacznie.

**Podobne wnioski** można wyciągnąć **w stosunku do sektora finansowego** - banki wprawdzie silnie odczują skutki dalszego cięcia stóp procentowych oraz zastosowania instrumentów pomocowych takich jak wakacje kredytowe, lecz z drugiej strony mają one szansę uniknąć poważniejszego problemu (stwarzającego ryzyko systemowe), jakim byłyby masowe upadłości ich klientów.

Oczywistą **ceną** mechanizmu stabilizującego sytuację finansową firm jest również **wzrost zadłużenia państwa**, którego skutki w długim okresie odczuje całe społeczeństwo. W obliczu tak silnego szoku, jakim jest kryzys COVID-19, kluczowe wydaje się jednak właśnie zapewnienie niezakłóconego działania sektora przedsiębiorstw, a w średnim horyzoncie również ich powrót do pożądanej aktywności inwestycyjnej.

Rys. 27

Zmiana r/r nadwyżki operacyjnej brutto firm oraz wynagrodzeń pracowniczych w wybranych krajach Unii Europejskiej



\* Produkcja globalna minus zużycie pośrednie i wynagrodzenia pracownicze  
Źródło: Analizy Pekao na bazie danych Eurostat



## Co dalej? Perspektywy biznesowe polskich firm

**W 3Q20 gospodarka wkroczyła w fazę mocnego ożywienia...**

W mijającym kwartale firmy dość szybko złapały ponownie oddech. **Wg naszych szacunków PKB kraju wzrosło aż o ok. 8% kw/kw** (po odsezonowaniu). W kolejnym kwartale spodziewamy się już spowolnienia obserwowanego ożywienia i stopniowego powrotu do ścieżki długookresowego trendu. **Motorem wzrostu w najbliższych kwartałach pozostanie konsumpcja.** Sytuacja na rynku pracy jest znacznie lepsza niż można się było tego spodziewać, co w najbliższym okresie powinno wspierać wydatki gospodarstw domowych. **Głównym wyzwaniem pozostaną natomiast inwestycje firm,** które aż do końca bieżącego roku notować będą prawdopodobnie coraz głębsze, rekordowe spadki r/r. Firmy odczuwają wciąż dużą niepewność co do dalszego rozwoju sytuacji epidemicznej i gospodarczej. Poza inwestycjami, których odbicia oczekujemy kilka kwartałów później niż konsumpcji, wszystko wydaje się jednak stopniowo powracać do normy. Dotyczy to także eksportu, który w najbliższym czasie powinien utrzymywać wyższą dynamikę rozwojową aniżeli import.

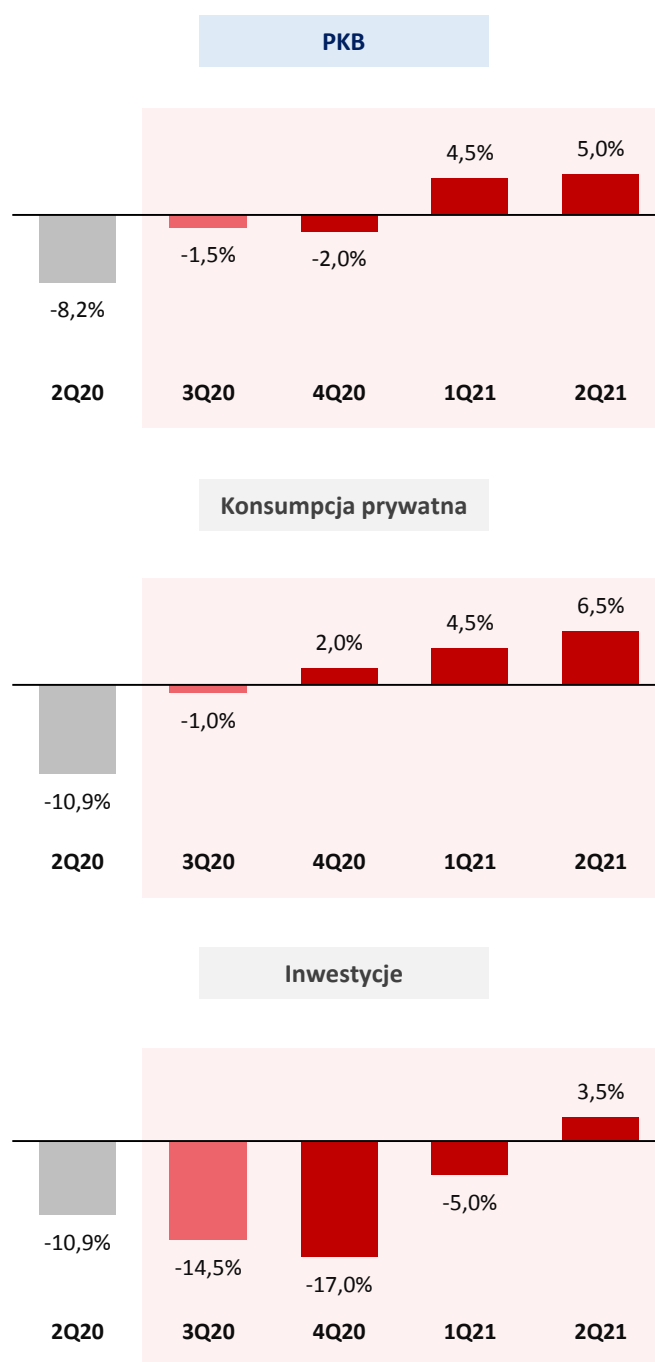
**...co powinno wspierać stopniowy powrót firm do normalności**

Otoczenie makroekonomiczne powinno zatem wspierać **poprawę wyników sektora przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach.** Pozytywnie będą oddziaływać na nie również niektóre **efekty tarczy antykrzysowej** (wzrost pozostałych przychodów operacyjnych z tytułu dotacji). Stopniowo powinna się także poprawiać **sytuacja eksporterów,** którzy znacznie mocniej ucierpieli podczas gwałtownego spowolnienia w 2Q20. Dodatkowo czynniki, które mocno ciążyły w minionym półroczu na **wyniku z działalności finansowej,** mogą w kolejnych okresach zacząć działać ponownie na jego korzyść.

O ile z dużą dozą pewności można założyć wyraźne odbicie przychodów firm, o tyle **sporą niewiadomą pozostaje jednak strona kosztowa ich działalności,** a tym samym jej wpływ na ostateczne wyniki firm w bieżącym półroczu. Czynniki, które łagodziły negatywne skutki kryzysu w 2Q20, tym razem mogą wywierać coraz silniejszą presję na niektóre pozycje kosztowe. Stop-

Rys. 28

Prognozy Banku Pekao dot. wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach



Źródło: GUS, Analizy Pekao

niowa poprawa sytuacji makroekonomicznej oznacza potencjalny wzrost notowań wielu surowców. Z kolei powrót pracowników do aktywności w pełnym wymiarze czasu pracy przełoży się na ponowny wzrost kosztów zatrudnienia, którego udało się uniknąć w najtrudniejszym momencie kryzysu dzięki pewnym elastycznym rozwiązaniom zastosowanym przez firmy przy wsparciu rządu.

## Dane wewnętrzne Pekao rzucają nieco więcej światła na sytuację branż w 3. kwartale roku

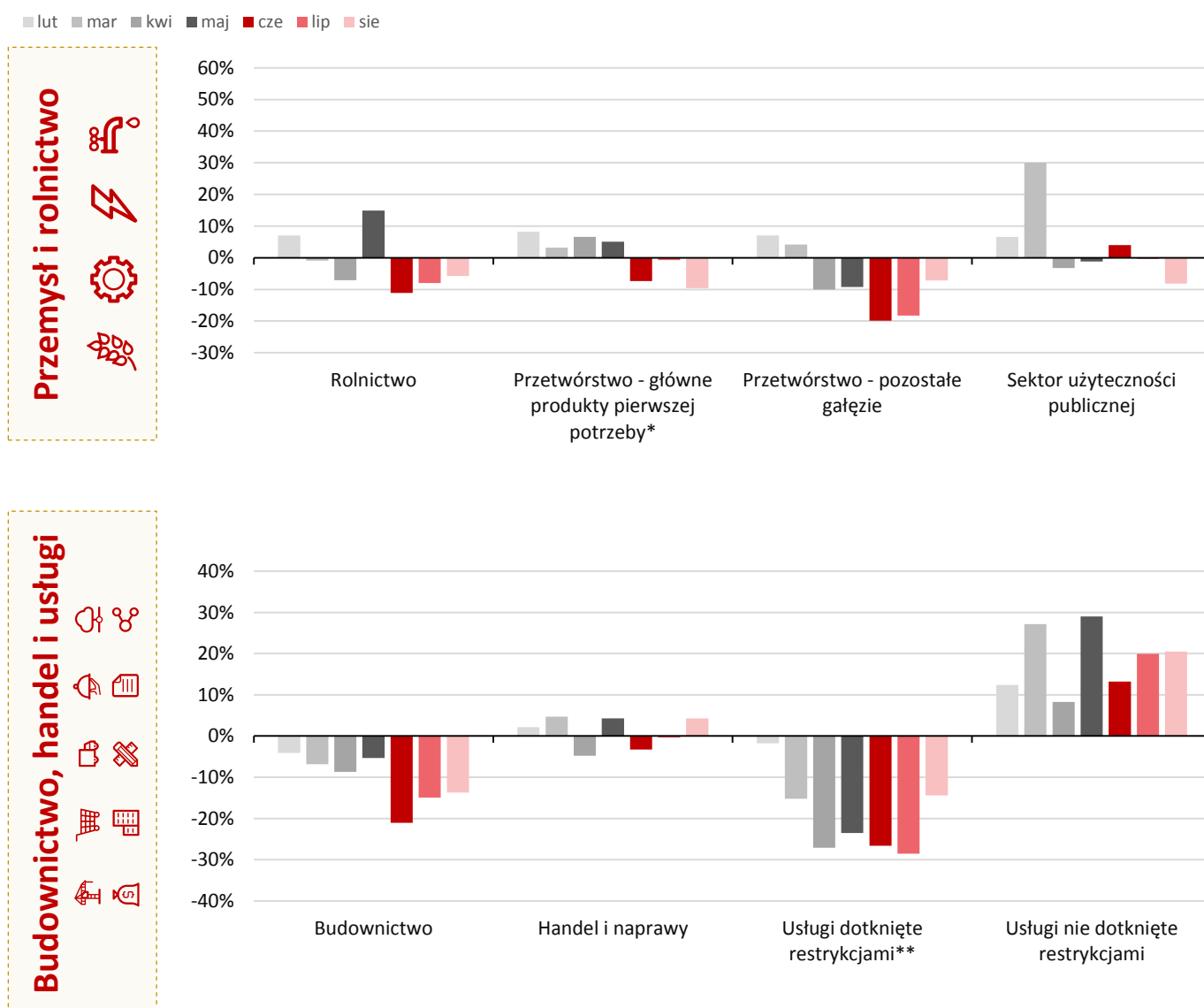
Zagregowane dane o zmianach r/r wpływów klientów na rachunki Banku Pekao w ujęciu branżowym, dają **dotychczasowy obraz ożywienia koniunktury w różnych obszarach polskiej gospodarki** w ostatnich miesiącach. Widać je **m.in. w najsilniej dotkniętych branżach przetwórstwa**, gdzie spadek wpływów w sierpniu był już wyraźnie słabszy niż w poprzednich miesiącach. Podobną tendencję można było zaobserwować **w najbardziej dotkniętych restrykcjami sektorach usługowych**, a także np. w rolnictwie. W handlu i naprawach sierpień okazał się być już miesiącem

wzrostowym, podczas gdy o **lekkiej „zadyszce”** można mówić w odniesieniu do **branż wytwarzających kluczowe dobra pierwszej potrzeby oraz sektora użyteczności publicznej**. Silniejsze pogorszenie niż w I półroczu b.r. widoczne jest z kolei **w budownictwie**. Niezmiennie na ścieżce dynamicznego wzrostu pozostają zaś obroty firm działających w sektorach usługowych nie dotkniętych bezpośrednio restrykcjami.

Przedstawione dane jedynie potwierdzają tezę, że **oddziaływanie kryzysu ma charakter punktowy i w różnym stopniu dotyka różne branże, a często bardzo odmienna jest również ich ścieżka wychodzenia z dekonunktury**.

Rys. 29






Przybliżona zmiana r/r wpływów na rachunki Banku Pekao\*\*\* – wg wybranych grupowań gospodarki, luty-sierpień'2020






\* Produkcja żywności i farmaceutyków \*\* M.in. transport, hotele i restauracje, turystyka, kultura i rozrywka, sport i rekreacja, edukacja \*\*\* Dane oczyszczone o zdarzenia jednorazowe i wpływy firm z tytułu tarczy antykryzysowej

Źródło: GUS, Analizy Pekao

# Aneks statystyczny – rozkład punktów otrzymanych przez branże wg wskaźników<sup>7</sup>

PKD	Sektor	W1	W2	W3	W4	W5	W6	W7	W8	$\bar{x}_w$
	1 Uprawy, hodowla zwierząt	3	4	4	3	2	3	4	3	3,0
	5 Wydobycie węgla	1	2	1	1	1	3	1	1	1,3
	8 Pozostałe górnictwo	2	2	3	3	2	3	4	4	2,8
	9 Wspomaganie górnictwa	3	1	1	1	1	1	1	4	1,8
	10 Przemysł spożywczy	4	3	3	2	3	3	3	3	3,1
	11 Przemysł napojów	2	3	2	3	4	4	1	1	2,6
	12 Przemysł tytoniowy	4	1	4	3	3	3	2	1	2,6
	13 Przemysł tekstylny	4	2	2	2	3	1	2	2	2,4
	14 Przemysł odzieżowy	1	1	4	3	3	1	4	3	2,5
	15 Przemysł skórzany	1	1	3	2	2	1	4	4	2,3
	16 Przemysł drzewny	2	3	2	4	2	4	3	2	2,6
	17 Przemysł papierniczy	3	3	4	4	4	1	4	2	3,1
	18 Przemysł poligraficzny	3	3	4	3	4	1	2	4	3,1
	19 Przemysł rafineryjny	1	4	4	1	1	3	3	1	1,9
	20 Przemysł chemiczny	3	4	2	3	4	4	2	3	3,2
	21 Przemysł farmaceutyczny	3	1	2	2	3	2	4	4	2,9
	22 Przemysł wyr. z gumy i tworzyw	3	2	3	2	4	3	2	2	2,8
	23 Przemysł mineralny	2	1	2	2	3	2	4	3	2,6
	24 Przemysł metalowy	1	3	1	4	2	1	2	1	1,7
	25 Przemysł wyrobów z metali	3	1	3	4	4	2	2	2	2,7
	26 Przemysł elektroniczny	3	2	4	3	2	2	2	3	2,5
	27 Przemysł urz. elektrycznych	1	4	1	2	1	4	1	1	1,7
	28 Przemysł maszynowy	2	1	3	3	3	2	3	3	2,6
	29 Przemysł motoryzacyjny	1	3	1	1	1	4	1	1	1,5
	30 Przemysł poz. środków transp.	1	2	1	2	1	2	1	1	1,3
	31 Przemysł meblarski	3	2	4	4	3	3	3	3	3,1
	32 Produkcja poz. wyrobów	3	2	3	4	2	2	3	2	2,5
	33 Naprawa i instalacja maszyn	2	4	1	1	2	4	1	2	2,1
	35 Energetyka	4	3	1	4	3	4	3	3	3,3
	36 Gospodarka wodna	2	4	2	1	1	3	3	4	2,4
	37 Gospodarka ściekowa	2	4	2	1	1	4	4	4	2,7
	38 Gospodarka odpadami	4	4	3	4	4	2	2	4	3,4
	39 Rekultywacja i recykling	4	3	2	1	4	1	1	2	2,5
	41 Budownictwo budynków	3	4	2	2	3	4	2	2	2,8
	42 Budownictwo inżynieryjne	3	1	3	3	2	3	1	2	2,2
	43 Budownictwo specjalistyczne	3	2	3	3	4	3	3	3	3,2
	45 Handel motoryzacyjny	1	2	4	3	2	3	1	1	1,9
	46 Handel hurtowy	3	2	3	3	4	3	2	1	2,7
	47 Handel detaliczny	2	3	3	3	2	3	2	1	2,2

7) Przydział punktów odbywał się przy wykorzystaniu rozkładu kwartylowego, przy czym branże rolnictwa i przemysłu (PKD 1-39) oraz branże handlu i usług (PKD 41-99) były rozważane oddzielnie. Pod uwagę zostały wzięte tylko te działy, dla których dostępne są pełne wyniki finansowe (część branż ich nie posiada ze względu na tajemnicę statystyczną). Szczegółowe objaśnienie wskaźników na kolejnej stronie

PKD	Sektor	W1	W2	W3	W4	W5	W6	W7	W8	$\bar{x}_w$
49	Transport lądowy	3	2	3	2	3	4	2	2	2,7
 52	Magazynowanie	1	3	1	1	2	4	1	3	2,1
53	Poczta i kurierzy	1	4	1	2	1	3	1	1	1,5
 55	Hotele	1	2	3	4	1	2	4	3	2,2
56	Restauracje i catering	1	2	2	1	1	3	3	1	1,6
58	Działalność wydawnicza	2	1	2	4	2	1	4	4	2,5
59	Produkcja filmów i nagrań	1	3	4	1	1	1	4	3	2,0
 60	Nadawanie programów	4	3	2	4	3	2	4	3	3,2
61	Telekomunikacja	2	3	3	1	2	1	2	1	1,8
62	Oprogramowanie	2	3	2	2	3	2	4	4	2,9
63	Dział. usługowa informacyjna	3	4	3	2	3	1	4	3	2,9
 64	Finanse	4	3	3	2	3	4	1	1	2,6
66	Dział. wspomagająca finanse	2	4	4	4	3	4	3	4	3,3
 68	Obsługa rynku nieruchomości	3	4	1	1	2	4	4	3	2,9
69	Dział. prawnicza, rachunkowa	4	2	2	3	4	2	4	4	3,4
70	Dział. firm centralnych	2	1	1	4	2	1	2	4	2,2
71	Architektura i inżynieria	4	1	2	3	3	2	2	3	2,7
 72	Badania naukowe	2	4	4	4	1	3	3	4	2,7
73	Reklama i badanie rynku	2	1	4	2	3	2	3	2	2,4
74	Poz. dział. profesjonalna	4	2	3	4	4	3	3	4	3,5
75	Działalność weterynaryjna	4	1	4	4	4	1	4	4	3,4
77	Wynajem i dzierżawa	2	2	3	1	3	4	1	1	2,2
78	Dział. związana z zatrudnieniem	3	2	1	2	4	2	1	2	2,4
 79	Turystyka	1	1	4	1	1	1	1	2	1,3
80	Detektywi, ochrona	3	1	2	2	4	2	2	2	2,5
81	Utrzymanie porządku budynków	4	4	4	3	4	3	3	3	3,5
82	Administracja biura	2	3	4	3	2	2	2	2	2,2
85	Edukacja	3	3	1	1	4	1	3	3	2,7
86	Opieka zdrowotna	3	3	2	3	2	3	3	2	2,6
90	Kultura i rozrywka	2	4	4	1	1	1	2	1	1,7
91	Biblioteki, muzea i podobne	1	4	1	1	1	4	2	2	1,9
 92	Gry losowe i zakłady	2	3	2	2	4	4	3	4	3,2
93	Sport i rekreacja	1	4	1	3	1	2	1	1	1,5
94	Organizacje członkowskie	3	1	2	4	3	4	4	4	3,3
95	Naprawa komp. i art. dom.	1	1	1	2	1	1	1	2	1,2
96	Poz. dział. usługowa	1	2	1	4	2	2	3	3	2,2

#### Komponent dynamiczny:

W1 -> Wynik netto (zmiana r/r)  
W2 -> Nakłady inwestycyjne (zmiana r/r)  
W3 -> Wskaźnik zadłużenia (zmiana r/r)  
W4 -> Wskaźnik płynności (zmiana r/r)

#### Komponent statyczny:

W5 -> Rentowność kapitałów ROE (1H20)  
W6 -> Nakłady/amortyzacja (1H20)  
W7 -> Wskaźnik zadłużenia (1H20)  
W8 -> Wskaźnik płynności (1H20)

#### Wynik końcowy:

$\bar{x}_w$  -> średnia ważona wskaźników W1-8



**Bank Pekao**

Bankowość Korporacyjna i Inwestycyjna

# ZMIENNOŚĆ PRZYNOŚI WYZWANIA, MY DAJEMY ROZWIĄZANIA

Bankowość Korporacyjna

Przyszłość na solidnych fundamentach



## Nota prawna

Niniejsza publikacja (dalej „Publikacja”) przygotowana przez Departament Analiz Makroekonomicznych Banku Polska Kasa Opieki Spółka Akcyjna (dalej „Pekao S.A.”) stanowi publikację handlową i ma charakter wyłącznie informacyjny. Żadna z jej części nie stanowi podstawy do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub powstania zobowiązania, w szczególności nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu Cywilnego. Publikacja nie stanowi rekomendacji udzielanej w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego, analizy inwestycyjnej, analizy finansowej oraz innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r, w sprawie nadużyć na rynku ani porady inwestycyjnej o charakterze ogólnym dotyczącej inwestowania w instrumenty finansowe, a informacje w niej zawarte nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Publikacja nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych i nie stanowi badania inwestycyjnego.

Przedstawiona w publikacji analiza oparta jest na informacjach publicznie dostępnych – do jej sporządzenia nie wykorzystano żadnych informacji poufnych. Pekao S.A. dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Pekao S.A. ani jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Pekao S.A. nie udziela w odniesieniu do niniejszej publikacji żadnych gwarancji, wyraźnych ani dorozumianych, dotyczących wartości handlowej, przydatności do określonego celu lub nienaruszania własności intelektualnej lub innego nienaruszania praw.

Niektóre treści objęte niniejszą publikacją mogą zawierać odesłania do stron internetowych i materiałów opracowanych przez podmioty trzecie. Pekao S.A. nie dokonuje weryfikacji takich stron internetowych i materiałów, w szczególności pod kątem ich prawdziwości i rzetelności zawartych w nich informacji, a wszelkie korzystanie z takich stron internetowych i materiałów następuje na wyłączne ryzyko i odpowiedzialność użytkownika. Odsyłanie przez Pekao S.A. w publikowanych treściach do zewnętrznych stron internetowych i materiałów nie oznacza również, że Pekao potwierdza lub podziela zawarte w nich poglądy i informacje.

Niniejsza publikacja może zawierać wypowiedzi prognozujące. Wypowiedzi te, oparte na bieżących planach, założeniach, ocenach, prognozach, oczekiwaniach oraz historycznych danych, jako odnoszące się do zdarzeń przyszłych są ze swej natury niepewne i obarczone ryzykiem błędu. Z tego względu nie stanowią one gwarancji przyszłych zdarzeń, sytuacji gospodarczej w ujęciu makroekonomicznym ani w odniesieniu do jakiegokolwiek konkretnego podmiotu lub grupy podmiotów, cen instrumentów finansowych lub jakichkolwiek przyszłych wyników i wskaźników finansowych. Wszelkie prognozy dotyczące poziomu kursów walutowych nie odnoszą się do instrumentów finansowych opartych o te kursy walutowe.

Informacje zawarte w tej publikacji są aktualne na datę utworzenia dokumentu i mogą ulec zmianie w przyszłości. Pekao S.A. nie zobowiązuje się do ich aktualizowania po dniu utworzenia dokumentu.

Pekao S.A. oświadcza, że jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do Skarbowych Papierów Wartościowych wyemitowanych przez Ministerstwo Finansów oraz dokonuje transakcji na Skarbowych Papierach Wartościowych na własny rachunek. Pekao S.A. na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Departament Analiz Makroekonomicznych jest wydzieloną jednostką organizacyjną, niezależną od jednostki zawierającej w imieniu Banku transakcje na instrumentach finansowych. Jednocześnie wprowadzone wewnętrzne rozwiązania administracyjne oraz bariery informacyjne mają na celu zapobieganie konfliktom interesów. Wynagrodzenie pracowników sporządzających Publikacje nie jest i nie będzie bezpośrednio lub pośrednio powiązane z wynikami finansowymi uzyskiwanymi przez Pekao S.A. w ramach transakcji na instrumentach finansowych. Pracownicy sporządzający Publikacje nie są zaangażowani kapitałowo w instrumenty finansowe będące przedmiotem Publikacji oraz nie pełnią żadnej funkcji w organach emitenta oraz nie otrzymują od niego wynagrodzenia. Zgodnie z najlepszą wiedzą pracowników sporządzających Publikacje, nie występują powiązania, które mogłyby rodzić konflikt interesów.

Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Decyzja inwestycyjna w odniesieniu do papieru wartościowego, produktu finansowego lub inwestycji powinna być podjęta na podstawie opublikowanego prospektu emisyjnego lub kompletnej dokumentacji dla papieru wartościowego, produktu finansowego lub inwestycji. Ostateczna decyzja zawarcia transakcji należy wyłącznie do inwestora. Pekao S.A. nie występuje w roli pośrednika ani przedstawiciela inwestora. Przed zawarciem każdej transakcji inwestor powinien, nie opierając się na informacjach przekazanych przez Pekao S.A., określić jej ryzyko, potencjalne korzyści oraz straty z nią związane, jak również w szczególności charakterystykę, konsekwencje prawne, podatkowe i księgowo-transakcyjne oraz konsekwencje zmieniających się czynników rynkowych, a także w sposób niezależny ocenić czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć takie ryzyko.

Nadzór nad działalnością Pekao S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego dokumentu lub jego części bez pisemnej zgody Pekao S.A. jest zabronione.

## Departament Analiz Makroekonomicznych

***Ernest Pytlarczyk, CFA, Główny Ekonomista Banku***

☎ +48 (22) 524 59 14

✉ [ernest.pytlarczyk@pekao.com.pl](mailto:ernest.pytlarczyk@pekao.com.pl)

### Zespół Analiz Sektorowych

***Krzysztof Mrówczyński, Manager***

☎ +48 (22) 524 68 55

✉ [krzysztof.mrowczynski@pekao.com.pl](mailto:krzysztof.mrowczynski@pekao.com.pl)

***Marek Czachor***

✉ [marek.czachor@pekao.com.pl](mailto:marek.czachor@pekao.com.pl)

***Jerzy Grześkowiak***

☎ +48 (22) 524 87 76

✉ [jerzy.grzeskowiak@pekao.com.pl](mailto:jerzy.grzeskowiak@pekao.com.pl)

***Paweł Kowalski***

☎ +48 (22) 524 68 51

✉ [pawel.kowalski1@pekao.com.pl](mailto:pawel.kowalski1@pekao.com.pl)

***Kamil Zduniuk***

☎ +48 (22) 524 68 52

✉ [kamil.zduniuk@pekao.com.pl](mailto:kamil.zduniuk@pekao.com.pl)

### Zespół Analiz i Prognoz Rynkowych

***Adam Antoniak***

☎ +48 (22) 524 59 95

✉ [adam.antoniak@pekao.com.pl](mailto:adam.antoniak@pekao.com.pl)

***Piotr Bartkiewicz, CFA***

✉ [piotr.bartkiewicz@pekao.com.pl](mailto:piotr.bartkiewicz@pekao.com.pl)

***Aleksandra Beśka***

✉ [aleksandra.beska@pekao.com.pl](mailto:aleksandra.beska@pekao.com.pl)

***Kamil Łuczkowski***

☎ +48 (22) 524 59 15

✉ [kamil.luczkowski@pekao.com.pl](mailto:kamil.luczkowski@pekao.com.pl)

***Arkadiusz Urbański***

☎ +48 (22) 524 59 93

✉ [arkadiusz.urbanski@pekao.com.pl](mailto:arkadiusz.urbanski@pekao.com.pl)