Polski Instytut Ekonomiczny

WRZESIEŃ 2025

WARSZAWA

Rentowność polskich przedsiębiorstw w latach 2020-2024 – porównania sektorowe

ISBN 978-83-68256-13-0

Cytowanie: Kłosiewicz-Górecka, U., Szymańska, A., Wejt-Knyżewska, A. (2025), *Rentowność polskich przedsiębiorstw w latach 2020-2024: porównania sektorowe*, Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa.

Warszawa, wrzesień 2025 r.
Autorki: Urszula Kłosiewicz-Górecka, Anna Szymańska, Aleksandra Wejt-Knyżewska
Współpraca: Katarzyna Dębkowska, Magdalena Lesiak, Katarzyna Zybertowicz
Redakcja merytoryczna: Andrzej Kubisiak
Redakcja: Jakub Nowak, Małgorzata Wieteska
Projekt graficzny: Anna Olczak
Skład i łamanie: Tomasz Gałązka
Polski Instytut Ekonomiczny
Al. Jerozolimskie 87
02-001 Warszawa
© Copyright by Polski Instytut Ekonomiczny

ISBN 978-83-68256-13-0

Spis treści

Kluczowe liczby 4

Kluczowe wnioski 5

Słowniczek 7

Wprowadzenie 8

Poziom rentowności polskich firm
– stan i zróżnicowanie 10

Dynamika wskaźników rentowności 10

Zróżnicowanie branżowe rentowności 12

Analiza rentowności przedsiębiorstw
na podstawie bazy danych Orbis 21

Dobór próby badawczej i wskaźników analizy. 21

Kondycja finansowa przedsiębiorstw według branż 22

Wpływ czynników ekonomiczno-finansowych na
rentowność aktywów (ROA) – wyniki regresji panelowej 34

Co wpływa na rentowność firm? 38

Jakie czynniki wpływają na rentowność
badanych firm? 39

Konsekwencje zmiany rentowności firmy dla jej
funkcjonowania 42

Podsumowanie 46

Aneks metodologiczny 47

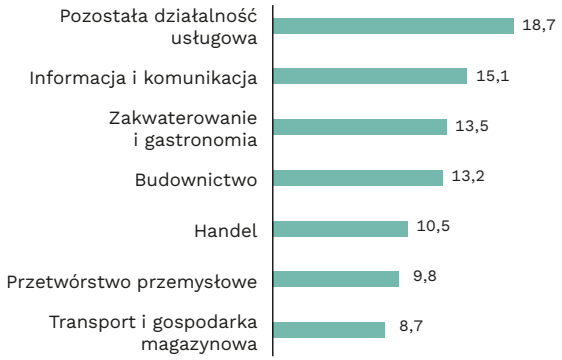
Bibliografia 51

Spis infografik, tabel i wykresów 55

Kluczowe liczby

Z danych Orbis

ROA w branżach (w proc.)



Zmiana rotacji aktywów o 1 jednostkę **zwiększa ROA** o:	Zmiana marży EBITDA o 1 jednostkę **zwiększa ROA** o:
5,81 pkt. proc.	1,98 pkt. proc.
3,46 pkt. proc.	1,83 pkt. proc.
9,06 pkt. proc.	1,52 pkt. proc.
4,22 pkt. proc.	1,79 pkt. proc.
3,11 pkt. proc.	2,25 pkt. proc.
4,68 pkt. proc.	1,61 pkt. proc.
4,37 pkt. proc.	1,96 pkt. proc.

przy założeniu *ceteris paribus*

Z badań PIE (2024)

	Jak zmieniła się rentowność firm w 2024 r.?		
Proc. odpowiedzi	**Wzrost 28**	**Bez zmian 43**	**Spadek 29**
	Jak firmy oceniają swoją sytuację finansową?		
Bardzo dobrze i dobrze	68	55	44
Bardzo źle i źle	3	8	30
	Jak zmienił się poziom inwestycji w firmach w 2024 r. w stosunku do 2023 r.?		
Wzrost	41	27	12
Spadek	7	6	30
Brak inwestycji	11	25	27
	Co utrudnia firmom funkcjonowanie?		
Rosnące koszty pracownicze	79	80	92
Brak pracowników o odpowiednich kompetencjach	61	46	46
Rosnące koszty energii	55	57	66
	Jakie działania rozwojowe podejmują firmy?		
Działalność na rynkach zagranicznych	38	36	26
Nowe łańcuchy dostaw	25	28	26
Automatyzacja i robotyzacja	21	17	18

Kluczowe wnioski

- **Rentowność polskich przedsiębiorstw w latach 2020-2024 charakteryzowała się dużą zmiennością i wyraźnym zróżnicowaniem sektorowym, które były efektem oddziaływania szeregu czynników zewnętrznych i wewnętrznych.** Okres ten naznaczony był istotnymi wstrząsami gospodarczymi (pandemia COVID-19, gwałtowny wzrost kosztów energii i surowców, wysoka inflacja oraz geopolityczne skutki wojny w Ukrainie). Te wydarzenia wpłynęły na spadek rentowności, a 2024 r. okazał się najsłabszym pod kątem rentowności firm w ostatniej dekadzie.

- Dane GUS wskazują, że pogorszenie wyników to skutek przede wszystkim obniżenia nominalnej sprzedaży przy utrzymującej się wysokiej strukturze kosztów. Rentowność obrotu netto zmalała do 3,4 proc., a udział firm osiągających zysk spadł do 77,2 proc., co oznacza, że niemal co czwarta firma zakończyła rok stratą. Wzrost kosztów pracy (udział w kosztach ogółem wzrósł z 14,2 proc. w 2014 r. do 16,3 proc. w 2024 r.), wraz z podwyżkami płacy minimalnej i stawek godzinowych oraz utrzymującą się wysoką kosztochłonnością działalności, ograniczał marże i możliwości inwestycyjne firm. W efekcie realne nakłady inwestycyjne obniżyły się o 7,8 proc., co było dodatkowo wzmacniane przez dominujący udział finansowania ze środków własnych — spadek zysków bezpośrednio ograniczał więc zdolność firm do finansowania rozwoju.

- **W ujęciu branżowym największe obniżenie rentowności odnotowały branże kapitałochłonne i pracochłonne, w tym przetwórstwo przemysłowe, budownictwo, handel oraz transport i gospodarka magazynowa.** W tych sektorach obserwowano spadki marż EBITDA, rotacji aktywów oraz osłabienie efektu dźwigni finansowej, które łącznie skutkowały pogorszeniem wskaźników ROA i ROE. Branże te zmagały się także z rosnącymi kosztami pracy, co wymagało ścisłej dyscypliny kosztowej, zwiększania produktywności i zachowania efektów skali.

- **Z kolei branże usługowe oparte na wiedzy – informacja i komunikacja oraz pozostała działalność usługowa – mimo wzrostu kosztów pracy i spadku marż, zachowały relatywnie wysoką rentowność i stabilność finansową.** Branża zakwaterowania i gastronomii, po silnym spadku w 2020 r. związanym z pandemią, odnotowała dynamiczne odbicie w latach 2022-2023, a w 2024 r. tempo wzrostu rentowności wyhamowało. Duża rotacja aktywów, efekty skali oraz ostrożne zarządzanie płynnością i zadłużeniem sprzyjały stabilności tych sektorów, choć charakteryzowały się dużą rozpiętością wyników.

- Panelowe modele ekonometryczne oparte na danych z ponad 14 tys. firm potwierdzają, że **najważniejszymi czynnikami podnoszącymi rentowność aktywów są marża EBITDA oraz rotacja aktywów – pozytywnie i istotnie wpływające na wynik**. Szczególnie istotny efekt rotacji aktywów obserwowano w branży zakwaterowania i gastronomii, w której szybkie wykorzystanie aktywów jest kluczowe. Koszty pracownicze negatywnie oddziaływały na rentowność, najsilniej w sektorach pracochłonnych, jak budownictwo i przetwórstwo. Wysokie zadłużenie powodowało pogorszenie ROA, zwłaszcza w usługach oraz budownictwie, wskazując na ograniczoną zdolność tych przedsiębiorstw do obsługi długu. Płynność bieżąca pozytywnie wpływała na rentowność większości sektorów, co podkreśla wagę elastycznego zarządzania kapitałem obrotowym. Efekt skali był dodatni i istotny w przetwórstwie oraz w sektorze informacja i komunikacja.

- **Rentowność w gospodarce nie jest jednolita** – wyróżniają się trzy typy sektorów: te o niskich marżach i wysokich kosztach (handel oraz transport i gospodarka magazynowa), kapitałochłonne z umiarkowaną rotacją i dużą presją kosztową (przemysł, transport, budownictwo) oraz usługi oparte na wiedzy, gdzie dominują efekty skali i elastyczność.

- **Kluczowe dla wysokiej rentowności są efektywność operacyjna i dyscyplina kosztowa**. Sektory kapitałochłonne muszą wzmacniać produktywność majątku i kontrolować koszty pracy, a dla branż usługowych, bazujących na zasobach ludzkich i kapitale wiedzy, istotna jest kontrola wzrostu kosztów pracy i zadłużenia. Utrzymanie rentowności wymaga dostosowania strategii do specyfiki branży i modeli biznesowych, przejawiających się zarówno w sprawności operacyjnej, jak i inwestycjach w nowe technologie, automatyzację czy rozwój kompetencji pracowników.

- **Badania ankietowe** przeprowadzone wśród małych, średnich i dużych przedsiębiorstw z siedmiu analizowanych branż **potwierdzają, że w 2024 r. tempo poprawy i pogorszenia rentowności było niemal równomierne** – 29 proc. firm deklarowało spadek, a 28 proc. wzrost rentowności względem roku poprzedniego. Największy udział deklaracji o spadku zanotowano w budownictwie i pozostałej działalności usługowej, a deklaracji o wzrostach – w branży informacji i komunikacji. Przedsiębiorcy podkreślali dominujący wpływ na wyniki firm czynników zewnętrznych, zwłaszcza sytuacji gospodarczej i cen surowców lub energii, przewyższający znaczenie czynników wewnętrznych. Spośród tych ostatnich najważniejsze były motywacja i zaangażowanie pracowników oraz efektywne zarządzanie płynnością finansową.

- **Firmy, które odnotowały wzrost rentowności, lepiej oceniały swoją sytuację finansową i były bardziej aktywne inwestycyjne**, częściej decydowały się na ekspansję na rynki zagraniczne, automatyzację procesów, rozwój nowych produktów i wdrażanie technologii, w tym sztucznej inteligencji. Firmy ze spadkiem rentowności wskazywały na bariery: rosnące koszty pracy, niedobory kompetentnych pracowników, wzrost cen energii. Mimo trudności, również te podmioty inwestowały w badania i rozwój, szukając nowych źródeł wzrostu i środków wyjścia z kryzysu.

Słowniczek

Dźwignia finansowa (*leverage*) – wskazuje na stopień wykorzystania kapitału obcego do finansowania aktywów.

Marża EBITDA – wskaźnik finansowy, który określa, jaki procent przychodów firmy pozostaje po odjęciu kosztów operacyjnych, ale przed uwzględnieniem odsetek, podatków, amortyzacji i umorzenia. Oblicza się ją, dzieląc wartość EBITDA (zysk przed odsetkami, podatkami, amortyzacją i umorzeniem) przez przychody ze sprzedaży.

Rentowność sprzedaży brutto – relacja wyniku finansowego ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów do przychodów netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów.

Rentowność aktywów (*Return on Assets,* ROA) – wskaźnik pokazujący jak efektywnie firma wykorzystuje swoje aktywa do generowania zysku netto.

Rentowność kapitału własnego (*Return on Equity,* ROE) – mierzy relację zysku netto do kapitału własnego i pokazuje, jak efektywnie przedsiębiorstwo pomnaża środki powierzone przez właścicieli.

Rentowność obrotu netto – relacja wyniku finansowego netto do przychodów ogółem.

Wskaźnik płynności bieżącej (*current ratio,* CR) – odzwierciedla zdolność regulowania zobowiązań krótkoterminowych przy pomocy aktywów obrotowych.

Wskaźnik poziomu kosztów – relacja kosztów ogółem do przychodów ogółem.

Wskaźnik rotacji aktywów – mierzy sprawność wykorzystania majątku w generowaniu przychodów. Wysoka rotacja wskazuje na dynamiczną działalność sprzedażową i efektywne wykorzystanie zasobów, podczas gdy niska sygnalizuje kapitałochłonność, niewykorzystane moce lub nadmierne inwestycje w aktywa.

Wskaźnik zadłużenia ogółem (*debt ratio*, DR) – stanowi relację zobowiązań ogółem do aktywów i odzwierciedla strukturę finansowania majątku przedsiębiorstwa, wskazuje, w jakim stopniu działalność jest oparta na kapitale obcym.

Wskaźnik zagrożenia upadłością (wskaźnik Altmana; Z-score Altmana) – syntetyczny miernik wczesnego ostrzegania, służy do oceny prawdopodobieństwa bankructwa przedsiębiorstwa.

Wprowadzenie

Rentowność przedsiębiorstwa to podstawowy miernik sprawności finansowej firmy, wyrażający relację między uzyskanym wynikiem a poniesionymi nakładami.

Klasycznie rentowność jest definiowana jako stosunek zysku do przychodów, aktywów lub kapitału własnego. Stanowi nie tylko ocenę rezultatów, lecz także wskazówkę co do spodziewanej zdolności firmy do generowania nadwyżki finansowej. Wysoka rentowność zwiększa odporność przedsiębiorstwa na zmiany otoczenia, ułatwia pozyskiwanie finansowania i wspiera rozwój firmy (Filip, 2011).

Wybór tematu badania, a zwłaszcza horyzont czasowy, jaki uwzględniliśmy w raporcie jest podyktowany wyzwaniami, przed którymi stanęły polskie przedsiębiorstwa w latach 2020-2024. Okres ten naznaczony był serią wstrząsów gospodarczych, społecznych i politycznych: pandemia COVID-19, zaburzenia w łańcuchach dostaw, rosnące koszty surowców i energii, wysoka inflacja oraz geopolityczne konsekwencje wojny w Ukrainie. Wymienione wydarzenia oraz procesy przez nie wywołane znacząco wpłynęły na zdolność firm do generowania zysków.

Choć literatura przedmiotu obfituje w analizy wskaźnikowe rentowności przedsiębiorstw (Jaki, Kruk, 2024), to w klasycznych ujęciach dominują dane liczbowe, które nie odzwierciedlają subiektywnych czynników, takich jak postrzeganie ryzyka, motywacje czy reakcje przedsiębiorców na zmiany otoczenia rynkowego. Tymczasem to właśnie te elementy, związane z psychologią zarządzania, mogą znacząco wpływać na interpretację wyników finansowych oraz na strategię działania firmy. Zintegrowane podejście, łączące analizę wskaźnikową z perspektywą samych przedsiębiorców, pozostaje wciąż niszowe, choć coraz częściej jest wskazywane jako kierunek rozwoju badań nad efektywnością przedsiębiorstw. Takie właśnie ujęcie, integrujące dane statystyczne (sprawozdawczość finansowa, wskaźniki GUS) z opiniami i deklaracjami przedsiębiorców, prezentujemy w niniejszym raporcie.

Celem raportu jest analiza rentowności przedsiębiorstw uwzględniająca zróżnicowanie branżowe w latach 2020-2024. Takie podejście pozwala uchwycić zróżnicowanie efektywności ekonomicznej firm, wynikające z reakcji firm na zmienne warunki rynkowe. Analiza obejmuje nie tylko ocenę bieżącej kondycji finansowej przedsiębiorstw, lecz także identyfikację czynników wpływających na ich zdolność do generowania zysków w zmiennym otoczeniu gospodarczym.

Badanie koncentruje się na siedmiu sekcjach PKD (2007): przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu, transporcie i gospodarce magazynowej, zakwaterowaniu i gastronomii, informacji i komunikacji oraz pozostałej

działalności usługowej. Branże te stanowią ważną część sektora przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce – pod względem liczby podmiotów, zatrudnienia, przychodów i nakładów inwestycyjnych (GUS, 2024). Jednocześnie różnią się istotnie pod względem modeli działalności, struktury kosztów, cykliczności, kapitałochłonności i intensywności zatrudnienia, co umożliwia porównanie ich efektywności ekonomicznej i odporności na zmienne warunki rynkowe. **Zróżnicowanie tych sektorów pozwala na analizę zarówno tradycyjnych, kapitałochłonnych branż przemysłowych, jak i dynamicznie rozwijających się usług**, co jest kluczowe dla zrozumienia złożonych mechanizmów kształtujących rentowność przedsiębiorstw. W ten sposób badanie uwzględnia zarówno strukturalne, jak i funkcjonalne różnice, które determinują potencjał wzrostu i stabilności przedsiębiorstw w poszczególnych sektorach (Olczyk, Kordalska, 2015; EBRD, 2018). **Z analizy wyłączyliśmy natomiast takie sektory jak rolnictwo, działalność finansowa i ubezpieczeniowa, działalność profesjonalna, naukowa i techniczna, obsługa rynku nieruchomości, administrowanie i działalność wspierająca, administracja publiczna, edukacja i ochrona zdrowia**. Ich specyfika regulacyjna, sprawozdawcza i strukturalna uniemożliwia bezpośrednie porównanie z przedsiębiorstwami funkcjonującymi na zasadach rynkowych.

Do analiz przeprowadzonych na potrzeby raportu wykorzystaliśmy **trzy główne źródła danych**: zagregowane dane z GUS, indywidualne dane dotyczące wskaźników finansowych firm pozyskane z bazy Orbis oraz dane z badań własnych PIE. **Dane GUS** obejmują lata 2014-2024 i dotyczą przedsiębiorstw niefinansowych, zatrudniających co najmniej 10 osób. Analiza dłuższego okresu pozwala uchwycić tło zmian oraz pokazać, jak na wyniki firm wpływały kolejne szoki gospodarcze – pandemia COVID-19, skokowy wzrost inflacji czy kryzys energetyczny. **Dane z bazy Orbis** obejmowały lata 2020-2024 i posłużyły do analizy sytuacji finansowej firm na poziomie mikroekonomicznym, co umożliwiło stworzenie modeli panelowych. **Badanie PIE** zostało przeprowadzone w grudniu 2024 r., wśród 420 firm reprezentujących siedem wybranych branż: przetwórstwo przemysłowe, handel, budownictwo, transport i gospodarka magazynowa, zakwaterowanie i gastronomia, informacja i komunikacja oraz pozostała działalność usługowa.

Raport składa się z trzech rozdziałów, które stanowią trzy uzupełniające się perspektywy analizy rentowności firm. W rozdziale pierwszym, opartym na danych GUS, prezentujemy zmiany wskaźników rentowności w latach 2014-2024, z uwzględnieniem zróżnicowania branżowego. Rozdział drugi, oparty na danych z bazy Orbis, zawiera analizę rentowności firm oraz modele ekonometryczne, które identyfikują czynniki wpływające na rentowność aktywów (ROA). W rozdziale trzecim opisujemy wyniki badań PIE dotyczące oceny przez firmy dynamiki rentowności i wpływających na nią czynników. Pozwala to ująć perspektywę behawioralną i percepcyjną, niedostępną w danych finansowych. Tak zaprojektowana struktura raportu umożliwia połączenie długookresowej analizy trendów, szczegółowych danych mikroekonomicznych oraz perspektywy przedsiębiorstw, dzięki czemu uzyskujemy całościowy obraz rentowności firm w Polsce.

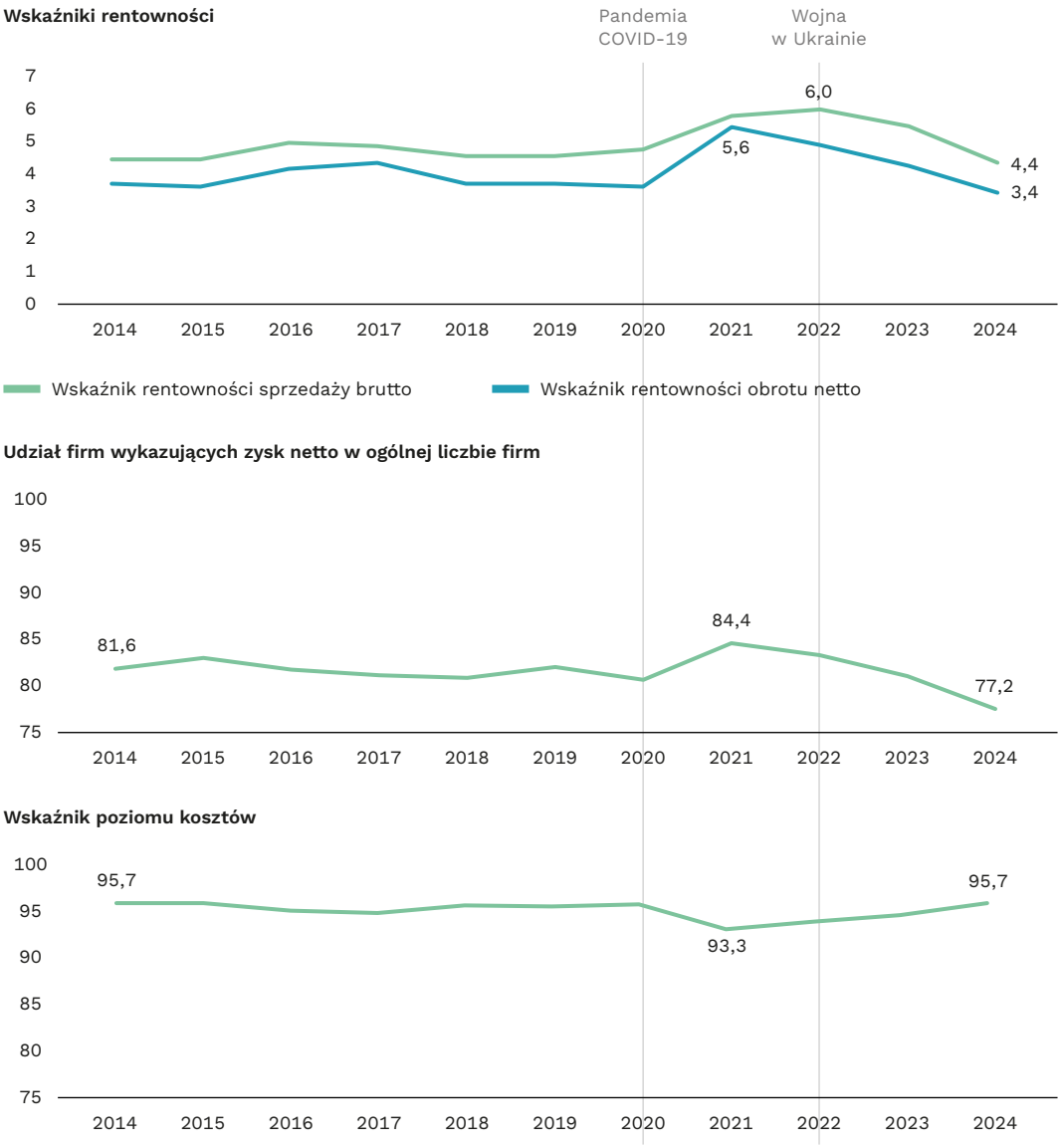
Poziom rentowności polskich firm – stan i zróżnicowanie

Dynamika wskaźników rentowności

Zmiany w **otoczeniu zewnętrznym** w analizowanym okresie determinowały wyniki firm. Po początkowym załamaniu popytu w 2020 r. w związku z pandemią COVID-19, rok 2021 przyniósł odbicie konsumpcji i eksportu. Jednak po agresji Rosji na Ukrainę, w latach 2022-2023 warunki funkcjonowania zaczęły się pogarszać – inflacja osiągnęła poziomy najwyższe od dekad, rosły stopy procentowe (zwiększając koszty finansowania), a ceny energii i materiałów utrzymywały się na wysokim poziomie. Wiele sektorów odczuło ponowny spadek dynamiki popytu zarówno krajowego, jak i zagranicznego. Wydarzenia wpłynęły na sytuację w firmach, co znalazło odbicie w danych (BDL GUS; GUS, 2025a) dotyczących poziomu rentowności, kosztów i osiąganego zysku.

Według danych GUS **w 2024 r. sprzedaż przedsiębiorstw spadła nominalnie**. W konsekwencji **2024 r. okazał się najsłabszy dla polskich firm od 2014 r.** (wykres 1). Przychody średnich i dużych przedsiębiorstw niefinansowych w 2024 r. spadły r/r o 3 proc., zaś koszty obniżyły się tylko o 1,8 proc. **W efekcie rentowność obrotu netto firm spadła z 4,3 proc. w 2023 r. do zaledwie 3,4 proc. w 2024 r. – poziomu należącego do najniższych w latach 2014-2024**. Dla porównania, w latach 2021-2022 wskaźnik ten przekraczał 5 proc., osiągając historyczne maksima, po czym w latach 2023-2024 wahadło wychyliło się w przeciwnym kierunku. Utrzymywała się wysoka kosztochłonność działalności (w 2024 r. wskaźnik poziomu kosztów wzrósł do 95,7 proc., powracając do poziomu z 2020 r.) przy stosunkowo niskim popycie.

Wykres 1. Dynamika wskaźników rentowności, wskaźnika poziomu kosztów i udziału firm z zyskiem w latach 2014-2024 (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych BDL GUS.

Struktura kosztów przedsiębiorstw nie uległa drastycznym zmianom mimo rosnącej presji kosztowej (np. gwałtownie rosnących cen energii i materiałów w 2021-2022). W latach 2014-2024 dominującą pozycję w kosztach nadal stanowiło zużycie materiałów (ok. 38 proc.). Wzrósł udział kosztów pracy: z 14,2 proc. w 2014 r. do 16,3 proc. w 2024 r. W latach 2023-2024 dynamika wynagrodzeń była silna, z wyraźnym, nominalnym wzrostem przeciętnych wynagrodzeń, zwłaszcza w sektorze przedsiębiorstw, który wyniósł ok. 12,1 proc. w 2023 r. i w skali całego 2024 r. – o 9,5 proc. (GUS, 2025b).

W latach 2023-2024 wzrosła również stawka godzinowa, podwyższana dwukrotnie w każdym z tych lat (KPRM, 2023). W 2023 r. wynosiła 22,80 PLN od 1 stycznia do 30 czerwca, a następnie 23,50 PLN brutto od 1 lipca. W 2024 r. stawka ta wynosiła 27,70 PLN brutto od 1 stycznia do 30 czerwca, a od 1 lipca wzrosła do 28,10 PLN brutto. Wysoka **presja płacowa** i zmiany regulacyjne (dynamiczny wzrost płacy minimalnej, podniesienie stawki godzinowej) nie zmieniły istotnie struktury kosztów, ale zwiększyły obciążenia firm, zwłaszcza w sektorach pracochłonnych. Rosnące koszty stałe przy ograniczonej możliwości przerzucenia ich na ceny (w warunkach słabnącego popytu) były istotnym czynnikiem spadku marż w latach 2023-2024.

Konsekwencją niskiej rentowności wielu firm w latach 2023-2024 było ograniczenie skali inwestycji i tym samym ich wolniejszy rozwój. Udział przedsiębiorstw, które zakończyły rok z zyskiem, spadł w 2024 r. poniżej 80 proc. (do 77,2 proc., wobec 80,8 proc. w 2023 r.), co oznacza, że **niemal co czwarte przedsiębiorstwo poniosło stratę netto** – tak złego wyniku nie notowano od 2014 r. Łączny zysk netto badanych firm obniżył się r/r o 15 proc.

Dodatkowym czynnikiem hamującym inwestycje były wysokie koszty kredytu przy rekordowych stopach procentowych NBP w latach 2022-2023. **Stopy procentowe w Polsce w latach 2014-2024 zmieniały się dynamicznie**. Objęły historycznie najniższe poziomy (0,10 proc. referencyjnej w 2020 r. w związku z pandemią COVID-19) oraz znaczący cykl podwyżek stóp w latach 2021-2022, by wreszcie przejść do cyklu obniżek skutkujących obniżeniem stopy referencyjnej, która w 2024 r. wynosiła 5,75 proc. w skali roku (NBP, 2025).

Zróżnicowanie branżowe rentowności

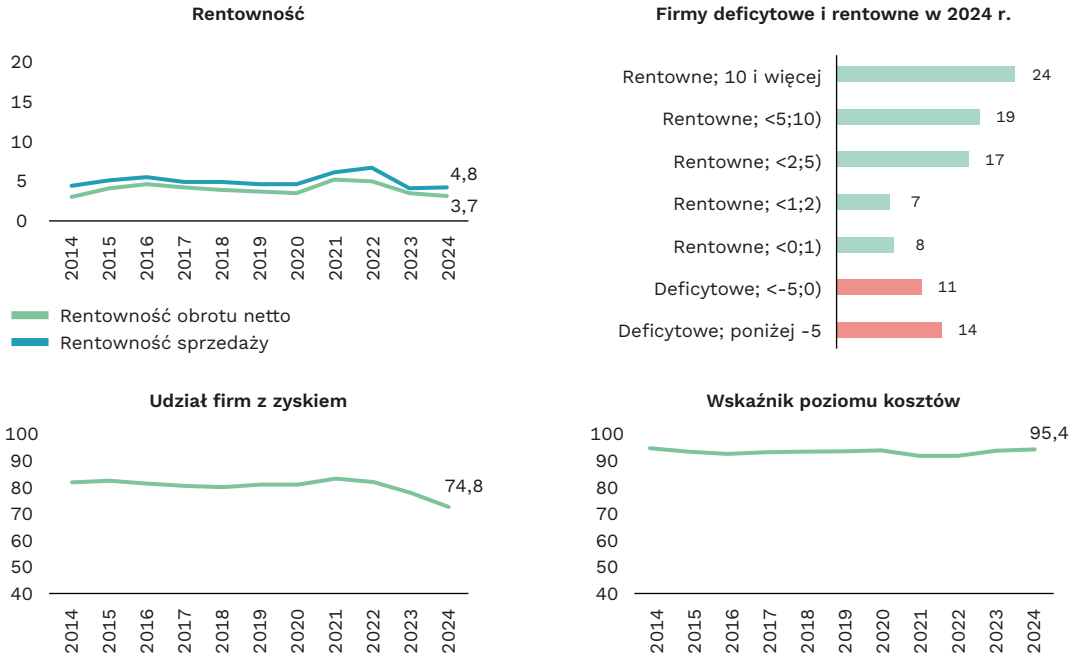
Przetwórstwo przemysłowe

W całym okresie 2014-2024 firmy przetwórstwa przemysłowego najwyższą rentowność notowały w latach 2021-2022, czyli po pandemii COVID-19 (**wykres 2**). Wcześniej utrzymywała się na stabilnym poziomie 4-5 proc. W 2024 r. wskaźnik rentowności obrotu netto zaliczył trzeci rok ze spadkiem wartości (do 3,7 proc.), obniżyła się również w stosunku do poprzedniego roku rentowność sprzedaży, która osiągnęła 4,8 proc. **W 2024 r. aż ¼ firm miała wskaźnik rentowności obrotu mniejszy od zera**, jednocześnie 24 proc. firm mogło się pochwalić bardzo dobrą rentownością (ponad 10 proc.).

Tylko niespełna ¾ firmy zajmujących się przetwórstwem przemysłowym wykazywało zysk w 2024 r., co było jednym z najsłabszych wyników w porównaniu z innymi branżami. To pierwszy raz w ostatniej dekadzie, gdy mniej niż 80 proc. firm z tej branży mogło się pochwalić zyskiem. W poprzednich latach największy udział firm, które osiągnęły zysk (ok. 85 proc.) miał miejsce w latach 2015 i 2021.

Wskaźnik poziomu kosztów w firmach przetwórczych był jednym z najwyższych w porównaniu z innymi branżami i w 2024 r. wynosił 96,4 proc., co oznacza wzrost r/r o 0,4 pkt. proc. W ostatniej dekadzie najniższą wartość wskaźnik osiągnął w latach 2021 i 2022 (po 93,2 proc.), a najwyższą – w 2014 r. (95,8 proc.).

Wykres 2. Przetwórstwo przemysłowe – główne wskaźniki finansowe w branży w latach 2014-2024 (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

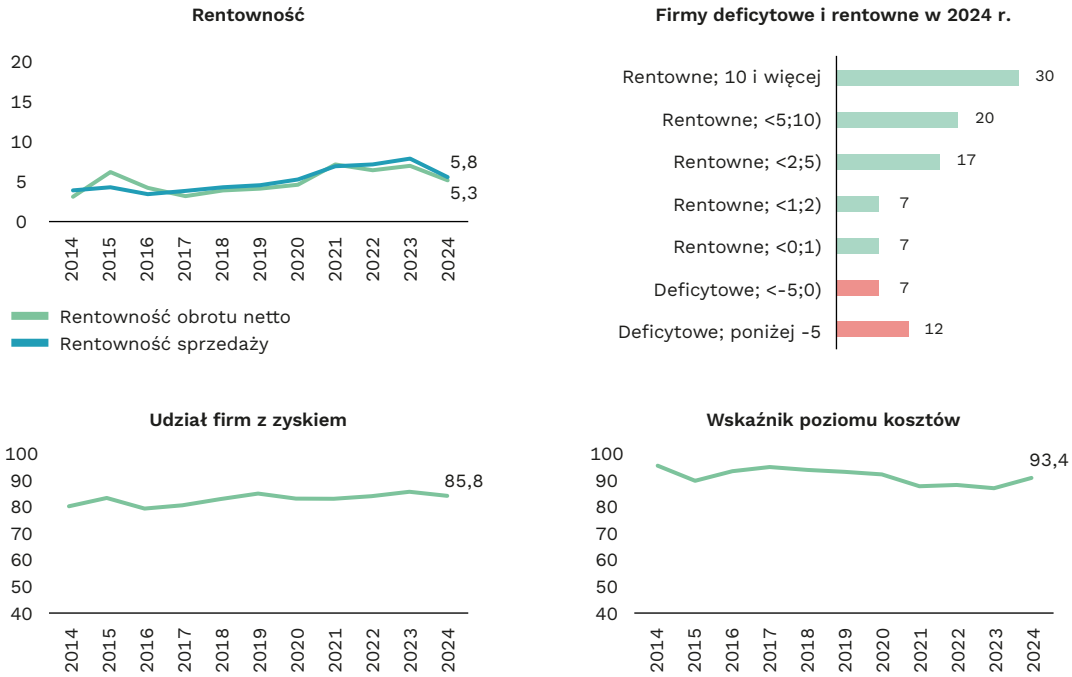
Budownictwo

W ostatniej dekadzie budownictwo osiągnęło najwyższą rentowność w 2015 r. i w latach 2021-2023, co wynikało z napływu środków unijnych i dynamicznego rozwoju budownictwa mieszkaniowego (**wykres 3**). W 2024 r. średnia dla wszystkich wskaźników rentowności po trzech latach utrzymywania się na wysokim poziomie zanotowała spadek (dla rentowności obrotu netto do 5,3 proc., a dla rentowności sprzedaży do 5,8 proc.). **W 2024 r. w budownictwie 19 proc. firm miało wskaźnik rentowności obrotu netto mniejszy od zera.** Jednocześnie 30 proc. firm osiągnęło rentowność mieszczącą się w najwyższym przedziale, powyżej 10 proc.

W 2024 r. prawie 86 proc. firm budowlanych osiągnęło zyski, co stanowiło najwyższy wynik w porównaniu z innymi branżami. Mimo spadku o 2,1 pkt. proc. nadal jest to jeden z trzech najwyższych wyników w ostatniej dekadzie (w 2023 r. 87,9 proc. i w 2019 r. 87 proc.).

Wskaźnik poziomu kosztów w przedsiębiorstwach budowlanych w 2024 r. wynosił 93,4 proc., co było najwyższą wartością od 2021 r. Lata 2021-2023 były okresem z najniższymi wskaźnikami kosztów w ostatniej dekadzie, natomiast najwyższe wartości były notowane w latach 2014 i 2017.

Wykres 3. Budownictwo – główne wskaźniki finansowe w branży w latach 2014-2024 (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

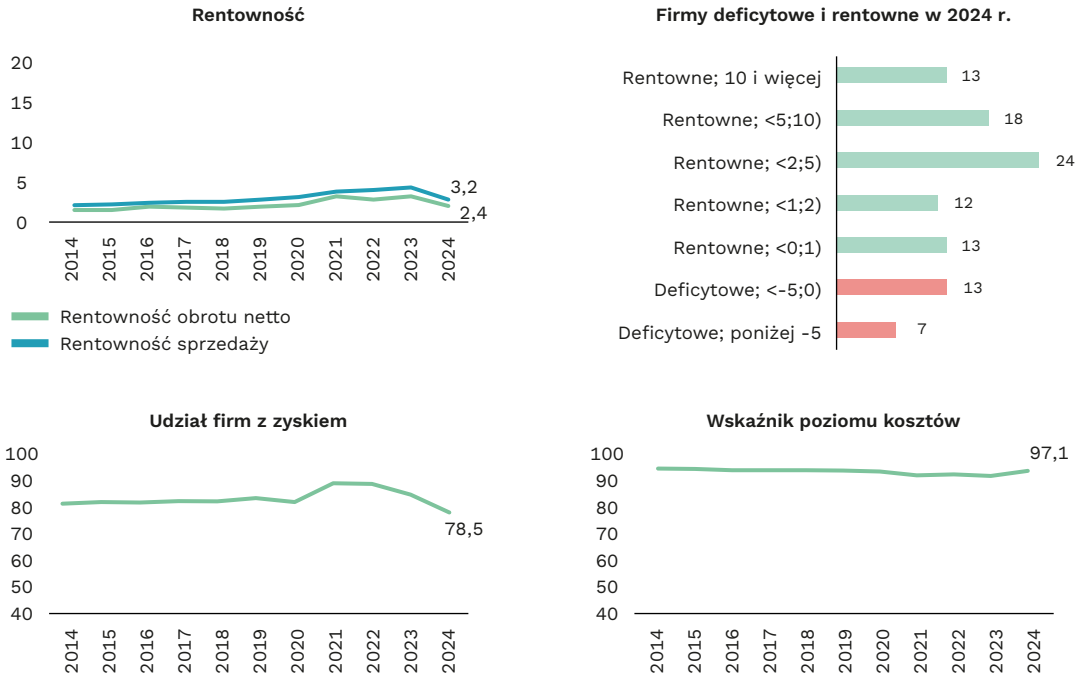
Handel

Firmy handlowe w latach 2014-2024 w porównaniu z innymi branżami miały najniższą rentowność (wykres 4). Lekkie ożywienie odnotowaliśmy w latach 2021-2023, m.in. w związku z pobudzeniem popytu na skutek przybycia do Polski uchodźców z Ukrainy. Niestety w 2024 r. wszystkie wskaźniki rentowności w firmach handlowych zanotowały spadek (obrotu netto do 2,4 proc., sprzedaży do 3,2 proc.). Jednocześnie **w 2024 r. aż ¼ firm miała wskaźnik rentowności obrotu netto mniejszy od zera**. Jednocześnie jedynie 13 proc. osiągnęło rentowność w najwyższym przedziale, powyżej 10 proc.

W 2024 r. jedynie 78,5 proc. firm handlowych osiągnęło zyski, co stanowiło jeden z najniższych wyników w porównaniu z innymi branżami i najniższy wynik dla firm handlowych w ostatniej dekadzie. Był to też wyraźny spadek w porównaniu z poprzednim rokiem (aż o 6,1 pkt. proc.). Najwięcej firm osiągających zysk działało w handlu w latach 2021-2022 (ponad 80 proc.).

Wskaźnik poziomu kosztów w firmach handlowych w 2024 r. wynosił 97,1 proc. i był najwyższy w porównaniu z innymi branżami. Był to wzrost r/r o 1,5 pkt. proc. Wskaźnik poziomu kosztów w firmach handlowych przez większość dekady był wyższy niż w innych branżach i utrzymywał się na poziomie powyżej 95 proc.

Wykres 4. Handel – główne wskaźniki finansowe w branży w latach 2014-2024 (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

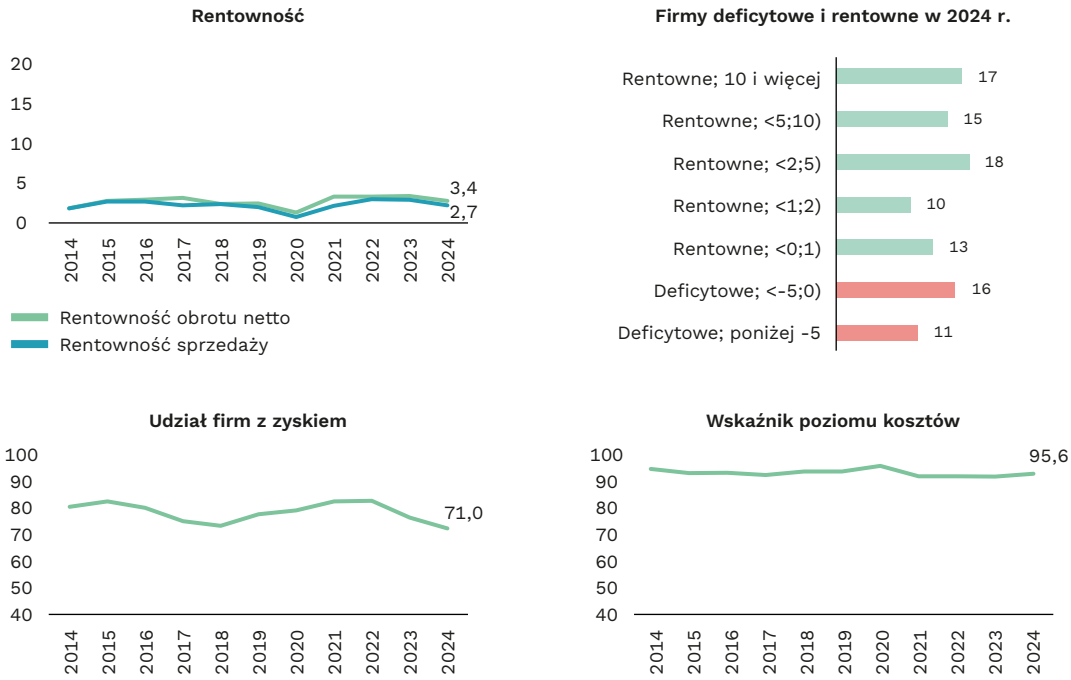
Transport i gospodarka magazynowa

W latach 2014-2024 transport i gospodarka magazynowa była po handlu drugą branżą z najniższą rentownością (wykres 5). Szczególnie słabe wyniki notowała w 2020 r. na skutek obostrzeń covidowych, natomiast najwyższe wskaźniki rentowności osiągała w latach 2021-2023. W 2024 r. wszystkie wskaźniki rentowności zmniejszyły się (obrotu netto do 3,4 proc., a sprzedaży do 2,7 proc.). **Aż 27 proc. firm zajmujących się transportem i gospodarką magazynową w 2024 r. miało wskaźnik rentowności obrotu netto mniejszy od zera.** Jedynie 17 proc. osiągnęło najwyższą rentowność, powyżej 10 proc.

W 2024 r. jedynie 71 proc. firm z branży transportu i gospodarki magazynowej osiągnęło zysk, co stanowiło najsłabszy wynik w porównaniu z innymi branżami. Ponadto był to najgorszy wynik w tej branży w ostatniej dekadzie. Największy udział firm z zyskiem występował w tej branży w latach 2021-2022, choć nawet wtedy był to jeden z niższych udziałów na tle innych branż.

Wskaźnik poziomu kosztów w transporcie i gospodarce magazynowej w 2024 r. wynosił 95,6 proc. (wzrost r/r o 0,9 pkt. proc.) i był to jeden z wyższych wyników w porównaniu z innymi branżami. W całej ostatniej dekadzie branża transportowa – wraz z handlem – charakteryzowały się najwyższymi wskaźnikami kosztów.

Wykres 5. Transport i gospodarka magazynowa – główne wskaźniki finansowe w branży w latach 2014-2024 (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

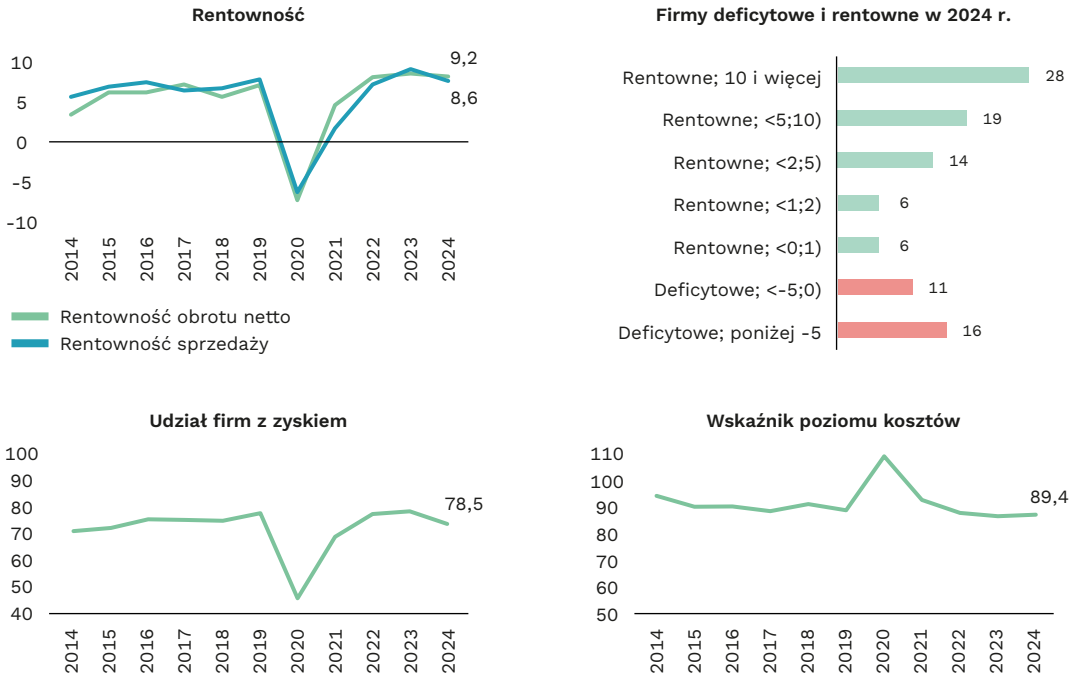
Zakwaterowanie i gastronomia

Branża zakwaterowania i gastronomii w latach 2014-2024 na tle innych branż, miała wysoką rentowność, ale odnotowała spektakularny spadek do wartości poniżej -6 proc. w 2020 r. w wyniku obostrzeń działalności związanych z pandemią COVID-19 (wykres 6). Najwyższą rentowność osiągała w latach 2022-2024, choć w 2024 r. miał miejsce jej spadek (rentowności obrotu netto do 9,2 proc., a sprzedaży do 8,6 proc.). **Aż 27 proc. firm zajmujących się zakwaterowaniem i gastronomią w 2024 r. miało wskaźnik rentowności obrotu netto poniżej zera**. Co ciekawe, podobnie duża (28 proc.) była grupa firm z najwyższą rentownością, powyżej 10 proc.

W 2024 r. niespełna 80 proc. firm zajmujących się zakwaterowaniem i gastronomią osiągnęło zysk, co stanowiło wyraźny spadek (o 5,5 pkt. proc. r/r). Firmy z tej branży najczęściej osiągały zysk w latach 2019 oraz 2022-2023, natomiast najrzadziej w 2020 r. (45,9 proc.).

Wskaźnik poziomu kosztów w zakwaterowaniu i gastronomii wynosił w 2024 r. niespełna 90 proc. i był najniższy w porównaniu z innymi branżami. Taka sytuacja utrzymuje się od 2021 r., natomiast najwyższy wskaźnik kosztów występował w firmach z tej branży w pandemicznym 2020 r. (107,7 proc.).

Wykres 6. Zakwaterowanie i gastronomia – główne wskaźniki finansowe w branży w latach 2014-2024 (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

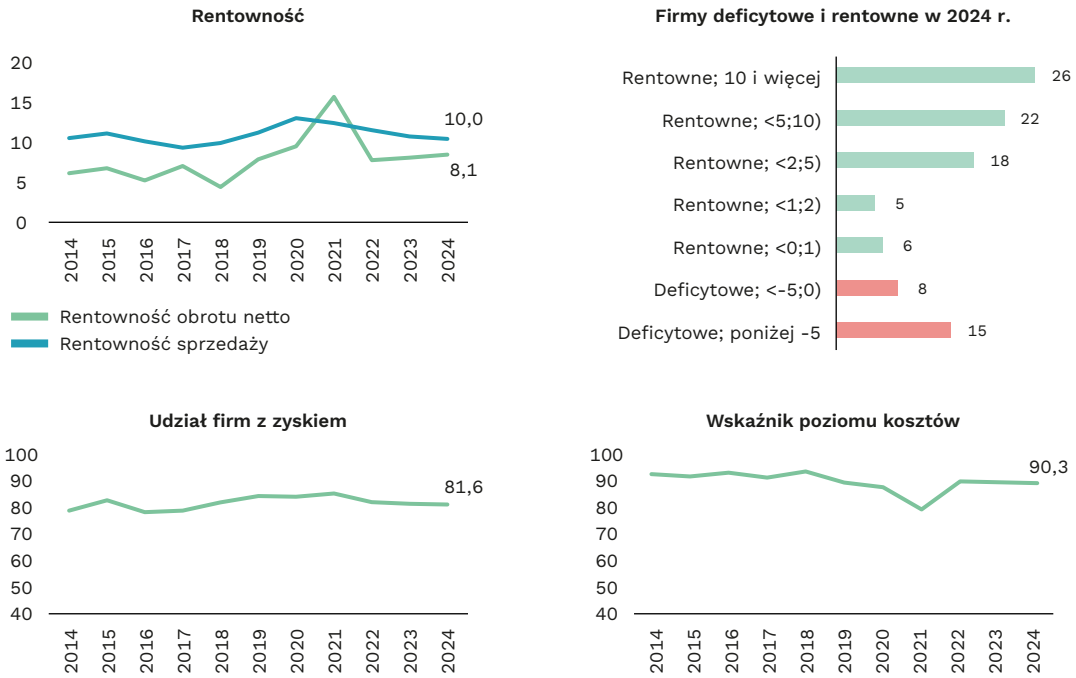
Informacja i komunikacja

Firmy z branży informacja i komunikacja w ostatniej dekadzie miały jedne z wyższych wskaźników rentowności w porównaniu z innymi branżami. Rekordowo wysoką, dwucyfrową rentowność, notowały natomiast w 2021 r., w związku ze wzrostem zapotrzebowania na rozwiązania umożliwiające pracę zdalną (**wykres 7**). W 2024 r. była jedną z dwóch branż, w których wskaźnik rentowności obrotu wzrósł r/r (tu: do 8,1 proc.). **W 2024 r. 23 proc. firm zajmujących się informacją i komunikacją** miało wskaźnik rentowności obrotu netto poniżej zera. Nieco liczniejsza (26 proc.) była natomiast grupa firm o najwyższej rentowności, powyżej 10 proc.

W 2024 r. nieco ponad 80 proc. firm z branży informacja i komunikacja osiągnęło zysk, co stanowiło lekki spadek (o 0,3 pkt. proc. r/r). Największy udział firm z zyskiem w tej branży miał miejsce w latach 2019-2021 (powyżej 85 proc.), a najmniejszy – w latach 2014 oraz 2016-2017 (poniżej 80 proc.).

Wskaźnik poziomu kosztów w firmach zajmujących się informacją i komunikacją wynosił w 2024 r. prawie 90 proc., co było jednym z najniższych wyników w porównaniu z innymi branżami. Tak niskie wartości utrzymują się od 2020 r. (z rekordowym 2021 r.: 81,3 proc.), natomiast wcześniej wskaźnik ten wahał się od 90 proc. do 94 proc.

Wykres 7. Informacja i komunikacja – główne wskaźniki finansowe w branży w latach 2014-2024 (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

Pozostała działalność usługowa

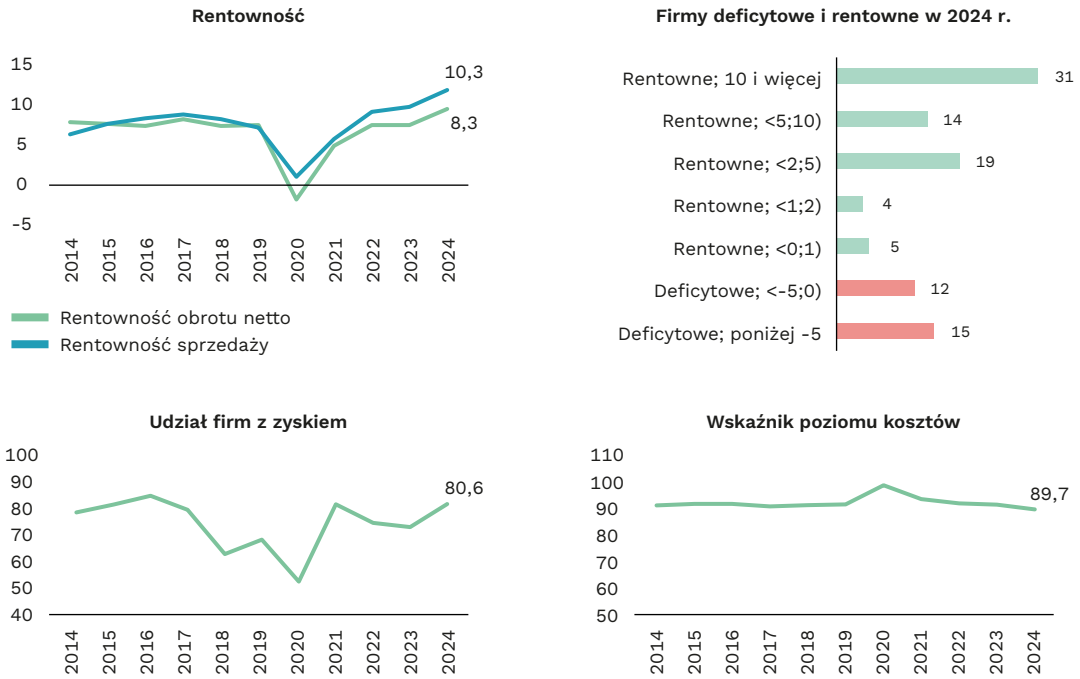
Firmy usługowe w latach 2014-2024 na tle innych branż charakteryzowały się wysoką rentownością na dość stabilnym poziomie. Po znacznym spadku w 2020 r., już od 2022 r. udało im się wrócić do poziomu sprzed pandemii (**wykres 8**). W 2024 r. ich wskaźniki rentowności – w przeciwieństwie do większości branż – zamiast spadku zanotowały wyraźny wzrost (obrotu netto do 8,3 proc., a sprzedaży do 10,3 proc.). **W 2024 r. 27 proc. firm zajmujących się pozostałą działalnością usługową miało wskaźnik rentowności obrotu netto poniżej zera**. Na tle innych branż dość liczna (31 proc.) była grupa firm o najwyższej rentowności, powyżej 10 proc.

W 2024 r. nieco ponad 80 proc. firm z branży pozostałej działalności usługowej osiągnęło zysk, co stanowiło wyraźny wzrost (o 9,4 pkt. proc. r/r). Była to jedyna branża, w której w 2024 r. zwiększył się udział firm z zyskiem.

Najmniejszy udział firm osiągających zysk występował w tej branży przed i na początku pandemii (2018-2020).

Wskaźnik poziomu kosztów w firmach prowadzących pozostałą działalność usługową w 2024 r. zmniejszył się do 89,7 proc., co stanowiło jeden z najniższych wyników w porównaniu z innymi branżami. W całej dekadzie przyjmował wartości 91-92 proc., z wyjątkiem dwóch pierwszych lat pandemii (w 2020 r. zwiększył się aż do 99,9 proc.).

Wykres 8. Pozostała działalność usługowa – główne wskaźniki finansowe w branży w latach 2014-2024 (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

Rentowność polskich przedsiębiorstw w latach 2014-2024 była znacznie **zróżnicowana sektorowo**. Według danych GUS **pogorszenie rentowności w 2024 r. dotknęło większości branż** – szczególnie silne były spadki w budownictwie, handlu, transporcie i gospodarce magazynowej oraz przetwórstwie przemysłowym (GUS, 2025a). Sektory te borykały się m.in. z rosnącymi kosztami paliw i materiałów (przemysł, transport, budownictwo), wzrostem kosztu kredytu (budownictwo) oraz osłabieniem popytu konsumenckiego (handel). Z kolei niektóre działy usług odznaczały się relatywnie lepszymi wynikami – informacja i komunikacja oraz pozostała działalność usługowa. Zakwaterowanie i gastronomia – najbardziej dotknięte w 2020 r. przez pandemię – w latach 2023-2024 odnotowały silne odbicie. Rentowność branży hotelarsko-gastronomicznej utrzymywała się na wysokim poziomie, choć

równocześnie sektor ten wciąż cechował się wysokim odsetkiem firm przynoszących straty. Powyższe dane ilustrują, że **wpływ szoków gospodarczych na rentowność w poszczególnych sektorach był odmienny** – od załamania koniunktury w budownictwie, przez problemy przemysłu i transportu, po relatywną odporność branż technologicznych i usługowych.

W 2024 r. w czterech z siedmiu branż udział firm ze wskaźnikiem rentowności obrotu netto poniżej zera był równy lub nieco wyższy niż ¼. Były to transport i gospodarka magazynowa, zakwaterowanie i gastronomia oraz pozostała działalność usługowa. Najgorzej prezentowała się sytuacja w transporcie i gospodarce magazynowej, gdzie najmniej firm miało bardzo wysoką rentowność (czyli wyższą niż 10 proc.). Najlepsza sytuacja panowała natomiast wśród podmiotów z branży budowlanej, gdzie jedynie 19 proc. miało wskaźnik rentowności obrotu netto poniżej 0, natomiast aż 30 proc. osiągało rentowność wyższą niż 10 proc.

Wskaźnik poziomu kosztów w przedsiębiorstwach w latach 2014-2024 utrzymywał się na stabilnym poziomie. Najniższy poziom obserwowaliśmy w latach 2021-2023, a w 2024 r. nastąpił wzrost do 95,7 proc. Wzrost poziomu kosztów miał swoje odbicie w widocznym zmniejszeniu udziału przedsiębiorstw wykazujących zysk netto. W latach 2014-2024 najwyższy wskaźnik kosztów miały firmy handlowe oraz zajmujące się transportem i gospodarką magazynową, a najniższy – zakwaterowanie i gastronomia (poza rekordowym odczytem w 2020 r.), informacja i komunikacja oraz pozostała działalność usługowa. Wyraźnie widać, że przedsiębiorstwa usługowe mają niższy udział kosztów w przychodach niż produkcyjne. Z kolei w przypadku firm handlowych o wysokim poziomie kosztów mogła przesądzić konieczność utrzymywania zapasów.

Udział firm osiągających zysk w latach 2014-2024 był zmienny i znacznie zróżnicowany sektorowo. Przez większość dekady najrzadziej osiągały zysk firmy zajmujące się transportem i gospodarką magazynową. Najkorzystniejsza sytuacja miała miejsce w budownictwie oraz przetwórstwie przemysłowym, choć dla przetwórstwa dwa ostatnie lata oznaczały wyraźny spadek udziału firm osiągających zysk. Obostrzenia związane z pandemią COVID-19 najbardziej pogorszyły sytuację w zakwaterowaniu i gastronomii oraz pozostałej działalności usługowej – w 2020 r. mniej niż połowie firm z tych sektorów udało się osiągnąć zysk. O ile zakwaterowanie i gastronomia po pandemii zanotowały silny wzrost udziału firm z zyskiem, o tyle w pozostałej działalności usługowej po początkowym odbiciu nastąpił spadek. W branży informacja i komunikacja odnotowano odwrotną tendencję – w latach 2019-2021 rekordowo dużo firm osiągnęło zysk, a w kolejnych latach ich udział obniżył się, choć nadal pozostał wysoki w porównaniu z innymi branżami.

Analiza rentowności przedsiębiorstw na podstawie bazy danych Orbis

Dobór próby badawczej i wskaźników analizy

W podrozdziale przedstawiamy sposób selekcji firm i wskaźników, które będą analizowane w dalszej części raportu. Do ostatecznej próby zakwalifikowaliśmy tylko te przedsiębiorstwa, które przedstawiły kompletne i aktualne dane finansowe za 2024 rok. Warunkiem włączenia do zbioru była dostępność kluczowych pozycji sprawozdawczych, tj.: ROE, ROA, wynik netto, EBIT, danych o kapitale własnym i pasywach, aktywach i zobowiązaniach, przychodach ze sprzedaży, kosztach pracowniczych oraz zatrudnieniu (próg minimalny: 10 pracowników). Firmy bez danych finansowych lub należące do sektora publicznego zostały automatycznie wykluczone.

Po przejściu przez wszystkie etapy selekcji uzyskaliśmy 14 371 przedsiębiorstw z Polski, prowadzących działalność w ramach 390 klas PKD. Próba jest reprezentatywna pod względem branżowym i wiarygodna w wymiarze danych finansowych.

Część analizowanych wskaźników pokrywa się z miernikami wykorzystanymi jako kryteria kwalifikacji przedsiębiorstw do próby badawczej, inne natomiast zostały skonstruowane na ich podstawie w celu uchwycenia dodatkowych aspektów analitycznych i zapewnienia pełniejszej charakterystyki działalności podmiotów. Na potrzeby niniejszej analizy straciły jednak charakter selekcyjny i zostały wykorzystane jako narzędzia opisu sektorowego oraz zmienne objaśniające w modelach ekonometrycznych. Ich zastosowanie pozwala uchwycić różne aspekty związane z rentownością przedsiębiorstw, w tym efektywności operacyjnej, kosztochłonności pracy, struktury finansowania, płynności oraz skali działalności. W dalszej części raportu wskaźniki te posłużą do porównania sytuacji przedsiębiorstw w poszczególnych sekcjach PKD oraz budowy modeli.

Wskaźniki pomagają opisać, czym różnią się branże w pięciu podstawowych obszarach: rentowności (ROA, ROE, marże EBITDA), **płynności** (płynność bieżąca), **zadłużenia i dźwigni finansowej** (m.in. zadłużenie ogółem, relacja długu do kapitału własnego, *Altman Z-score*), **sprawności operacyjnej** – w tym

rotacji aktywów oraz **profilu kosztowego** (zwłaszcza udział kosztów pracy w przychodach). Spośród tych wskaźników sześć posłużyło do zbudowania modelu wyjaśniającego zróżnicowanie rentowności aktywów (ROA): marża EBITDA, udział kosztów pracowniczych w przychodach, rotacja aktywów, dźwignia finansowa, płynność bieżąca oraz logarytm naturalny przychodów operacyjnych jako zmienna kontrolna skali działalności. Taka specyfikacja pozwala odseparować wpływ czynników operacyjno-kosztowych od efektów wynikających ze struktury finansowania i wielkości przedsiębiorstw.

Rentowność aktywów (*Return on Assets*, ROA) to wskaźnik syntetyzujący efektywność zarządzania aktywami w generowaniu zysku netto. Literatura podkreśla jego uniwersalność – jest fundamentem wielu modeli oceny działalności (Kątnik, 2011). Jako miernik odporny na różnice w strukturze kapitału pozwala na porównania międzybranżowe i ocenę sprawności ogólnej przedsiębiorstwa. Badania empiryczne wskazują, że ROA poprawnie odzwierciedla długoterminową zdolność firm do przetrwania i rozwoju (Delmar, McKelvie, Wennberg, 2013).

Rentowność kapitału własnego (*Return on Equity*, ROE) mierzy relację zysku netto do kapitału własnego i pokazuje, jak efektywnie przedsiębiorstwo pomnaża środki powierzone przez właścicieli. Jest to syntetyczna miara atrakcyjności inwestycyjnej oraz podstawowy punkt odniesienia dla akcjonariuszy i inwestorów, gdyż wskazuje, ile jednostek zysku generuje każda jednostka zainwestowanego kapitału (Delmar, McKelvie, Wennberg, 2013).

W modelu ekonometrycznym za zmienną zależną przyjęliśmy ROA, odzwierciedlające efektywność gospodarowania aktywami niezależnie od struktury finansowania. ROE zostało uwzględnione wyłącznie w opisach branżowych, jako wskaźnik uzupełniający, pozwalający lepiej zilustrować atrakcyjność kapitałową poszczególnych sektorów (Delmar, McKelvie, Wennberg, 2013).

Dobór firm oraz zestaw wskaźników stanowią podstawę do dalszych porównań sytuacji przedsiębiorstw w poszczególnych sekcjach PKD oraz do identyfikacji czynników kształtujących ich rentowność.

Kondycja finansowa przedsiębiorstw według branż

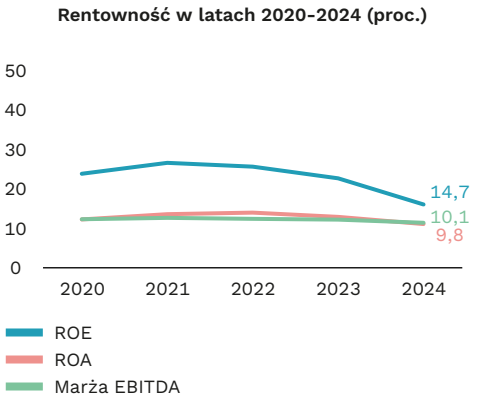
W tej części raportu podsumowujemy obserwacje w ramach poszczególnych branż na podstawie danych z lat 2020-2024. Skupiamy się na najważniejszych zmianach w rentowności (ROA, ROE), marżach, rotacji aktywów, kosztach pracy, zadłużeniu i płynności. Oddzielnie przedstawiamy ryzyko niewypłacalności mierzone wskaźnikiem Altmana. Analiza ma na celu pokazanie, jak poszczególne sektory reagowały na zmieniające się warunki gospodarcze. Każdy sektor prezentujemy osobno, wraz z infografiką i krótkim podsumowaniem.

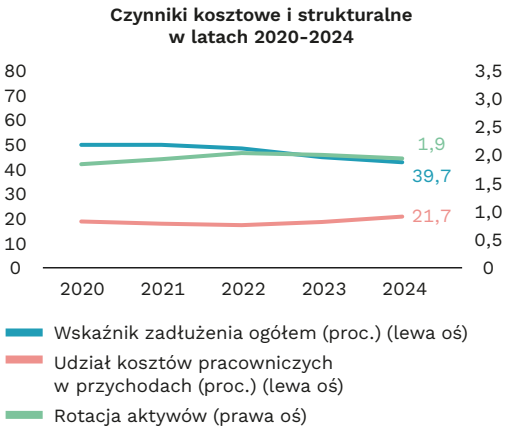
Przetwórstwo przemysłowe

W przetwórstwie przemysłowym większość przedsiębiorstw pozostaje stabilna, ale jest też grupa słabnących podmiotów o niskiej rotacji i kurczących się marżach. Obniżenie zadłużenia i wzrost płynności wzmacniają stabilność sektora. Utrzymanie rentowności wymaga inwestycji w automatyzację i cyfryzację oraz większej dyscypliny kosztowej – bez odzyskania wysokiej rotacji aktywów trudno będzie ponownie podnieść zarówno ROA, jak i ROE. Rosnący udział kosztów pracy ogranicza możliwości akumulacji zysków i zwiększa presję na poprawę produktywności, m.in. lepsze wykorzystanie kapitału, a od tego będzie zależeć odporność branży na wahania koniunktury (infografika 1).

Infografika 1. Kondycja finansowa przedsiębiorstw z branży przetwórstwo przemysłowe w latach 2020-2024

Przetwórstwo przemysłowe					
2024	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Współczynnik zmienności
ROE (proc.)	14,7	12,7	-981,0	717,9	374,4
ROA (proc.)	9,8	6,7	-98,6	99,8	175,6
Marża EBITDA (proc.)	10,1	8,5	-92,0	89,1	110,2
Koszty pracownicze w przychodach (proc.)	21,7	18,9	0,2	99,3	64,4
Rotacja aktywów	1,9	1,6	0,0	26,5	72,4
Dźwignia finansowa	2,7	1,6	0,8	207,0	275,1
Wskaźnik zadłużenia ogółem (proc.)	39,7	36,9	-20,0	90,6	58,9
Płynność bieżąca	3,9	2,2	0,0	903,0	365,4





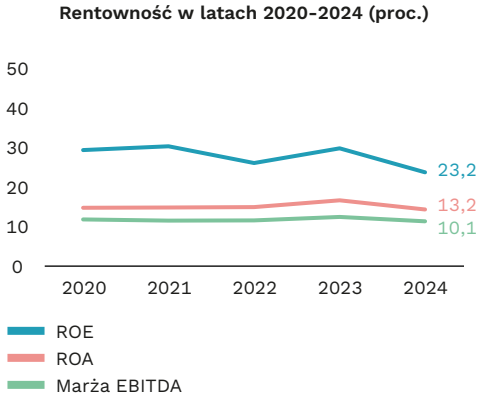
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie bazy danych Orbis.

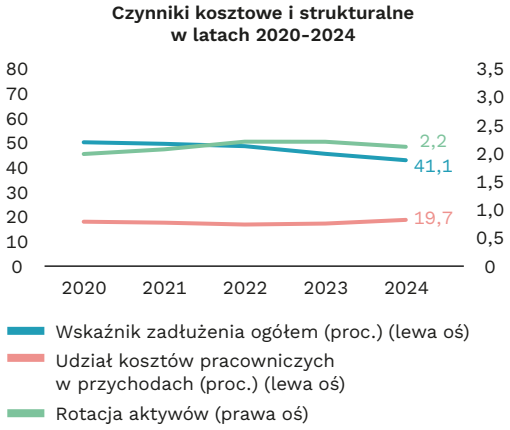
Budownictwo

Spadek ROA w budownictwie potwierdza wygasanie boomu inwestycyjnego, a niższe ROE wskazuje na słabnięcie efektu dźwigni finansowej. Zmniejszenie marży EBITDA ogranicza bufory operacyjne i zwiększa podatność na wahania cen materiałów i usług podwykonawców. Rosnąca presja płacowa przy wolniejszej dynamice przychodów wymusza precyzyjniejsze planowanie roboczogodzin i etapowania projektów. Obniżenie rotacji aktywów oznacza dłuższe zamrażanie kapitału, co negatywnie wpływa na wyniki. Firmy reagują ograniczaniem dźwigni i zadłużenia, poprawiając płynność i gromadząc bufory gotówkowe. Branża pozostaje zróżnicowana – część podmiotów utrzymuje wysoką rentowność, inne borykają się z malejącymi marżami i rosnącymi kosztami (infografika 2).

Infografika 2. Kondycja finansowa przedsiębiorstw z branży budownictwo w latach 2020-2024

Budownictwo					
2024	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Współczynnik zmienności
ROE (proc.)	23,2	18,8	-828,9	840,4	239,1
ROA (proc.)	13,2	10,0	-81,2	100,0	147,5
Marża EBITDA (proc.)	10,1	8,3	-96,9	74,9	132,2
Koszty pracownicze w przychodach (proc.)	19,7	16,2	0,3	93,1	72,0
Rotacja aktywów	2,2	1,9	0,0	27,5	68,9
Dźwignia finansowa	2,6	1,6	0,6	135,0	185,8
Wskaźnik zadłużenia ogółem (proc.)	41,1	37,9	-58,1	90,6	56,1
Płynność bieżąca	3,7	2,4	0,1	115,9	154,7





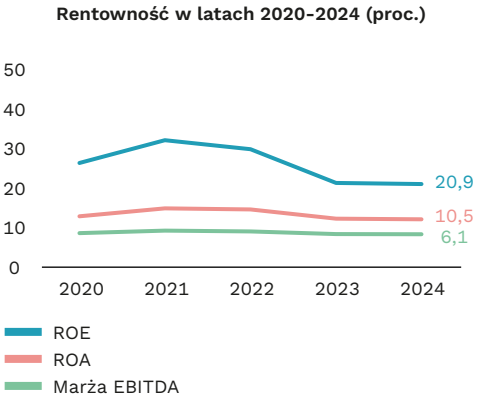
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie bazy danych Orbis.

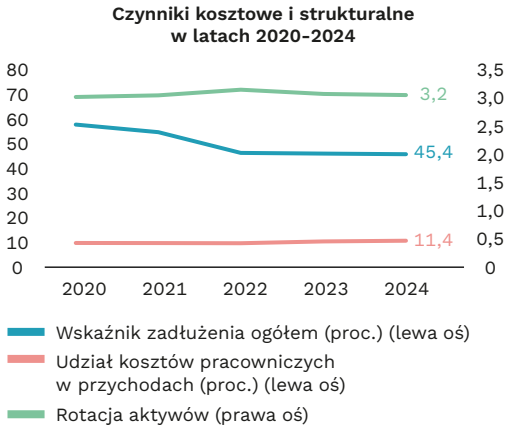
Handel

W handlu spadek ROA i ROE potwierdza wygasanie korzystnej koniunktury z lat 2021-2022, a kurczące się marże EBITDA ujawniają ograniczone bufory operacyjne w branży o niskiej rentowności jednostkowej. Wzrost kosztów pracy, mających rosnący udział w przychodach, trudno skompensować wyższymi cenami sprzedaży, co dodatkowo obciąża wyniki. Pogorszenie rotacji aktywów oznacza wolniejszy obrót kapitału i obniżenie rentowności. Firmy próbują równoważyć te napięcia ograniczaniem zadłużenia i poprawą płynności, gromadząc bufory gotówkowe. Handel wykazuje zróżnicowanie: obok podmiotów skutecznie utrzymujących wysoką rotację i rentowność funkcjonuje grupa, w której spadek marż i rotacji oraz rosnące koszty pracy ograniczają zdolność do dalszego wzrostu. Dalsze utrzymanie rentowności wymaga odzyskania wysokiej rotacji aktywów oraz ścisłej kontroli kosztów pracy (infografika 3).

Infografika 3. Kondycja finansowa przedsiębiorstw z branży handel w latach 2020-2024

Handel					
2024	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Współczynnik zmienności
ROE (proc.)	20,9	14,9	-933,3	910,0	278,8
ROA (proc.)	10,5	7,3	-94,0	96,4	147,0
Marża EBITDA (proc.)	6,1	4,3	-90,6	99,9	137,3
Koszty pracownicze w przychodach (proc.)	11,4	8,9	0,2	98,7	90,1
Rotacja aktywów	3,2	2,5	0,1	35,3	80,9
Dźwignia finansowa	3,4	1,8	0,4	393,3	316,8
Wskaźnik zadłużenia ogółem (proc.)	45,3	44,6	-136,4	90,6	53,9
Płynność bieżąca	3,9	2,0	0,0	749,5	362,1





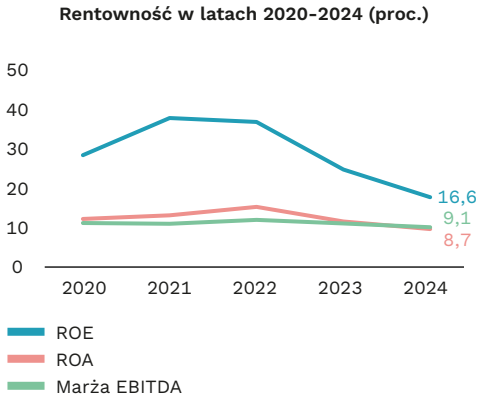
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie bazy danych Orbis.

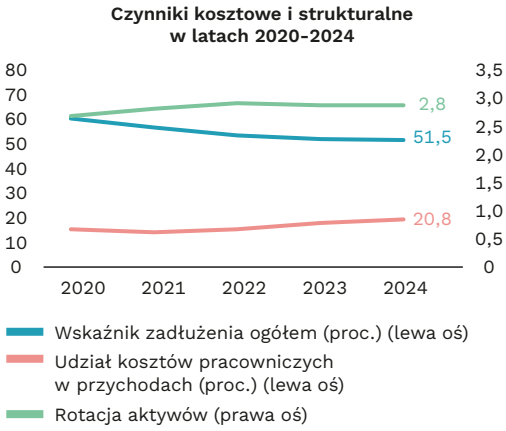
Transport i gospodarka magazynowa

W transporcie i gospodarce magazynowej spadek ROA i ROE pokazuje, jak silnie branża reaguje na zmiany koniunktury, zwłaszcza że jest jedną z najbardziej kapitałochłonnych w usługach. Rosnące koszty pracy ograniczają zdolność do utrzymania wcześniejszych wyników, a dodatkowym wyzwaniem jest spowolnienie rotacji aktywów, co oznacza dłuższe zamrażanie kapitału w należnościach i majątku obrotowym. Firmy odnotowały spadek rentowności aktywów i kapitału własnego oraz marż operacyjnych, przy jednoczesnym ograniczeniu zadłużenia, poprawie płynności i gromadzeniu zapasów gotówki. Utrzymanie rentowności wymaga zwiększenia produktywności pracy, poprawy rotacji aktywów i dalszej optymalizacji kosztów operacyjnych (infografika 4).

Infografika 4. Kondycja finansowa przedsiębiorstw z branży transport i gospodarka magazynowa w latach 2020-2024

Transport i gospodarka magazynowa					
2024	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Współczynnik zmienności
ROE (proc.)	16,6	12,7	-796,6	975,2	455,8
ROA (proc.)	8,7	5,3	-69,4	96,3	198,3
Marża EBITDA (proc.)	9,1	6,1	-78,6	81,5	131,9
Koszty pracownicze w przychodach (proc.)	20,8	18,0	0,2	87,3	68,5
Rotacja aktywów	2,8	2,4	0,0	23,7	69,8
Dźwignia finansowa	4,3	2,1	1,0	228,0	248,9
Wskaźnik zadłużenia ogółem (proc.)	51,2	53,0	0,4	90,6	48,8
Płynność bieżąca	2,7	1,6	0,0	245,2	267,7





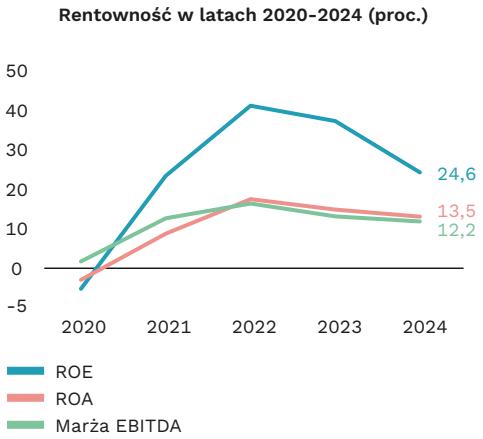
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie bazy danych Orbis.

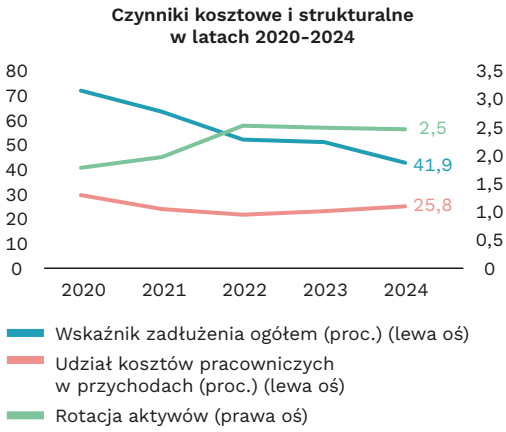
Zakwaterowanie i gastronomia

W zakwaterowaniu i gastronomii spadek ROA i ROE wskazuje na wyhamowanie po dynamicznym odbiciu popytu w latach 2022-2023. Malejąca marża EBITDA pokazuje kurczenie się buforów operacyjnych, a wysoki udział kosztów pracy w przychodach dodatkowo ogranicza rentowność w sektorze wyjątkowo pracochłonnym i o niskiej kapitałochłonności. Spadek rotacji aktywów oznacza wolniejsze uwalnianie kapitału i słabsze wykorzystanie majątku. Firmy próbują łagodzić te napięcia przez redukcję zadłużenia, ograniczenie dźwigni finansowej i poprawę płynności, gromadząc gotówkę na okresy słabszego popytu. Branża jest zróżnicowana: obok dobrze zarządzanych podmiotów działają podmioty o wysokim udziale kosztów pracy, niskiej rotacji aktywów i malejących marżach. Utrzymanie rentowności wymaga zwiększania produktywności, szybszego obrotu majątkiem i lepszego dostosowania zatrudnienia do popytu (infografika 5).

Infografika 5. Kondycja finansowa przedsiębiorstw z branży zakwaterowanie i gastronomia w latach 2020-2024

Zakwaterowanie i gastronomia					
2024	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Współczynnik zmienności
ROE (proc.)	24,6	16,3	-650,0	594,3	317,8
ROA (proc.)	13,5	8,8	-97,0	96,8	154,9
Marża EBITDA (proc.)	12,2	10,0	-41,9	74,2	105,6
Koszty pracownicze w przychodach (proc.)	25,8	24,1	2,3	83,2	46,1
Rotacja aktywów	2,5	1,6	0,1	29,1	102,7
Dźwignia finansowa	4,1	1,7	1,0	366,2	469,8
Wskaźnik zadłużenia ogółem (proc.)	41,7	40,6	0,9	90,6	61,3
Płynność bieżąca	2,8	1,7	0,0	38,4	133,3





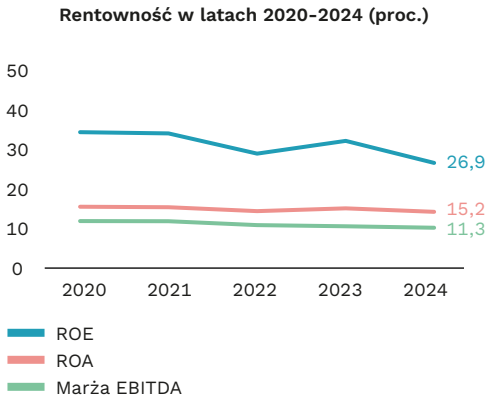
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie bazy danych Orbis.

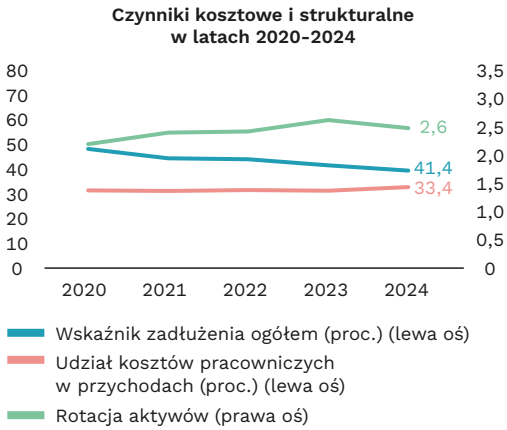
Informacja i komunikacja

W informacji i komunikacji spadek ROA i ROE może oznaczać osłabienie efektywności wykorzystania majątku po okresie wysokiego popytu na usługi cyfrowe, a także wygasanie efektów ekspansji sprzedaży z wcześniejszych lat i osłabienie dynamiki zysków. Zmniejszenie przeciętnego poziomu marży może wskazywać na kurczenie się buforów operacyjnych i większą podatność na presję cenową oraz wzrost kosztów. Branża jest wysoko pracochłonna, a jednocześnie oparta na kapitale intelektualnym, co oznacza, że wzrost wynagrodzeń przekłada się bezpośrednio na wyniki przedsiębiorstwa, które trudniej kompensuje się zwiększaniem skali działalności. Jednocześnie poprawa rotacji aktywów, ograniczenie zadłużenia i wzrost płynności wzmacniają fundamenty finansowe przedsiębiorstw. Branża pozostaje stabilna i innowacyjna, jednak wymaga dalszego zwiększania produktywności pracy i efektywności wykorzystania majątku (infografika 6).

Infografika 6. Kondycja finansowa przedsiębiorstw z branży informacja i komunikacja w latach 2020-2024

Informacja i komunikacja					
2024	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Współczynnik zmienności
ROE (proc.)	26,9	23,4	-920,8	682,6	250,7
ROA (proc.)	15,2	12,4	-86,3	94,9	133,3
Marża EBITDA (proc.)	11,3	8,3	-34,2	79,3	113,0
Koszty pracownicze w przychodach (proc.)	33,4	30,7	0,7	83,7	56,4
Rotacja aktywów	2,6	2,2	0,1	20,5	74,1
Dźwignia finansowa	3,0	1,6	1,0	299,0	361,6
Wskaźnik zadłużenia ogółem (proc.)	41,3	38,1	0,0	90,6	56,2
Płynność bieżąca	4,5	2,5	0,0	210,4	222,8





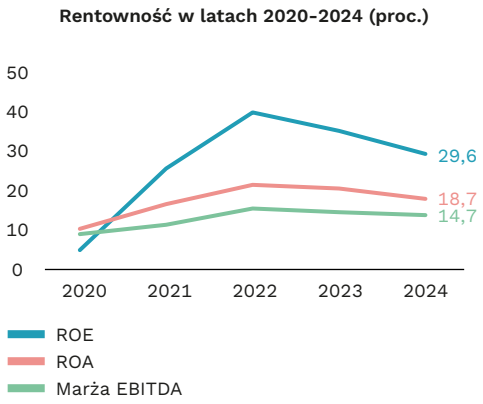
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie bazy danych Orbis.

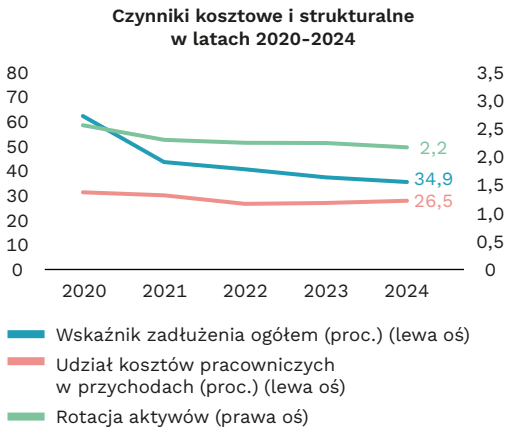
Pozostała działalność usługowa

W pozostałej działalności usługowej wzrost ROA wskazuje na poprawę efektywności wykorzystywania majątku, chociaż jednocześnie spadek ROE oraz marży EBITDA sygnalizują kurczenie się marginesu operacyjnego i większą podatność na wahania kosztów. Rosnący udział wynagrodzeń sprawia, że nawet niewielki spadek przychodów może powodować pogorszenie wyników. Dodatkowo obniżenie rotacji aktywów oznacza wolniejszy obrót majątkiem i zamrażanie kapitału obrotowego. Zmniejszenie zadłużenia ogółem oraz poprawa płynności bieżącej wskazują na gromadzenie zapasów gotówki i ostrożne podchodzenie do nowych inwestycji czy też ich zaniechanie. Branża pozostaje rentowna i bardziej stabilna finansowo, ale narastająca presja kosztów pracy i obniżające się marże zwiększają podatność na wahania przychodów. Kluczowe staje się podnoszenie produktywności i skracanie cykli realizacji projektów (infografika 7).

Infografika 7. Kondycja finansowa przedsiębiorstw z branży pozostała działalność usługowa w latach 2020-2024

Pozostała działalność usługowa					
2024	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Współczynnik zmienności
ROE (proc.)	29,6	22,3	-37,7	129,9	108,5
ROA (proc.)	18,7	13,6	-19,4	82,0	112,6
Marża EBITDA (proc.)	14,7	10,3	-8,9	71,8	100,3
Koszty pracownicze w przychodach (proc.)	26,5	22,3	5,0	70,3	56,7
Rotacja aktywów	2,2	1,9	0,2	5,8	57,5
Dźwignia finansowa	2,2	1,5	1,0	38,9	188,8
Wskaźnik zadłużenia ogółem (proc.)	34,9	34,4	2,4	97,4	60,8
Płynność bieżąca	4,0	2,4	0,3	28,5	121,7





Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie bazy danych Orbis.

W przetwórstwie przemysłowym ryzyko upadłości wzrosło, co pokazuje wzrost udziału firm w strefie zagrożenia według wskaźnika Altmana. Spadek marż i wolniejsza rotacja aktywów osłabiały zdolność do generowania zysków, a rosnące koszty pracy dodatkowo obniżały rentowność analizowanych przedsiębiorstw. Jednocześnie firmy poprawiały płynność i ograniczały zadłużenie, co stabilizowało sytuację części z nich. Konsolidacja sprzyjała większym firmom, które lepiej radzą sobie w nowych warunkach. W praktyce oznacza to, że sektor jest coraz bardziej podzielony – większe podmioty wzmacniają pozycję, podczas gdy mniejsze pozostają bardziej narażone na ryzyko niewypłacalności.

W budownictwie ryzyko upadłości zmniejszyło się. Branża ograniczała dźwignię finansową i gromadziła rezerwy płynności, co zwiększało odporność na zmienne otoczenie. Rosnące koszty pracy i materiałów oraz spadek rotacji aktywów obciążały jednak rentowność. Największe firmy utrzymywały stabilność, podczas gdy część mniejszych przedsiębiorstw pozostawała bardziej podatna na wahania cyklu inwestycyjnego. Analiza wskaźnika Altmana wskazuje na spadek udziału podmiotów w strefie zagrożenia, lecz proces ten dotyczył głównie silniejszych uczestników rynku. Budownictwo pozostaje więc branżą o podwyższonym ryzyku strukturalnym.

W handlu ryzyko upadłości wyraźnie spadło, co wskazuje na odporność branży. Spadek marż i wyższe koszty pracownicze zwiększały presję na wyniki, ale kompensowała to wysoka rotacja aktywów. Firmy ograniczały zadłużenie i gromadziły gotówkę, co wzmocniło ich fundamenty finansowe. W praktyce oznacza to, że handel – mimo ograniczonych buforów operacyjnych – utrzymuje wysoką odporność na ryzyko niewypłacalności. Stabilność tej branży zależy jednak od dalszej dyscypliny kosztowej, zwłaszcza w obszarze wynagrodzeń.

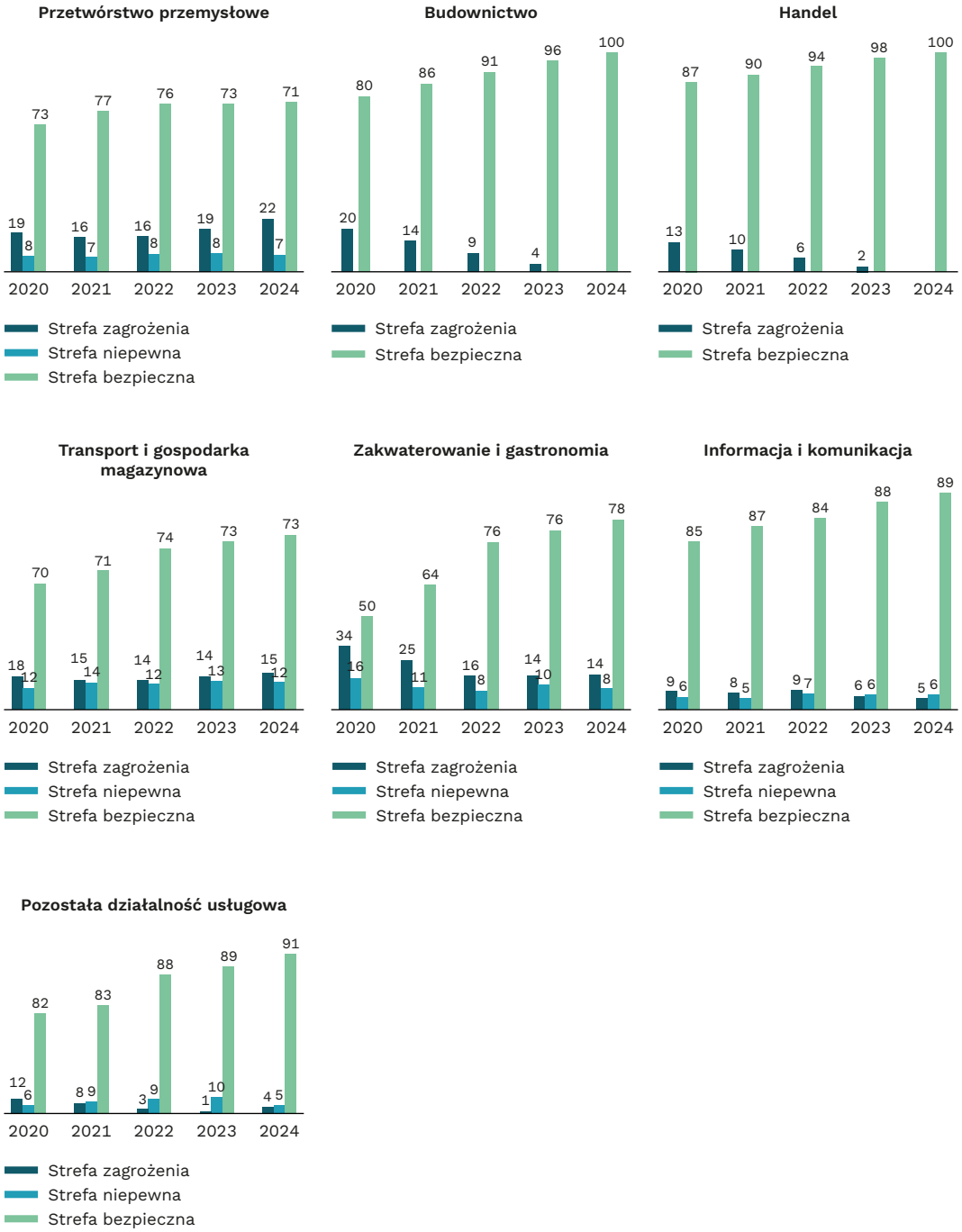
W transporcie i gospodarce magazynowej ryzyko upadłości utrzymuje się na podobnym poziomie, mimo częściowej poprawy wskazywanej przez wskaźnik Altmana. Spadek marż i rotacji aktywów osłabiał wyniki, a kapitałochłonność i rosnące koszty pracy dodatkowo zwiększały wrażliwość sektora. Wzrost cen paliw i zmienność stawek frachtowych potęgowały ryzyko. Firmy poprawiały płynność i ograniczały zadłużenie, co pozwoliło ograniczyć skalę problemu, ale nie wyeliminowało go. W efekcie spora część podmiotów nadal znajduje się w strefie zagrożenia, a sektor pozostaje mniej odporny niż większość usług.

W zakwaterowaniu i gastronomii ryzyko upadłości wywołane pandemią zmniejszyło się, ale nadal pozostaje relatywnie wyższe niż w innych branżach usługowych. Wskaźnik Altmana pokazuje mniejszy udział firm w strefie zagrożenia, ale wysoki udział kosztów pracy i niska rotacja aktywów nadal osłabiają stabilność. Sektor jest szczególnie podatny na sezonowe wahania popytu – każdy spadek sprzedaży szybko odbija się na płynności. Firmy poprawiały swoje finanse poprzez redukcję zadłużenia i gromadzenie gotówki, co zmniejszyło zagrożenie. Ogólnie branża poprawiła odporność, ale pozostaje podatna na wstrząsy rynkowe.

W informacji i komunikacji ryzyko upadłości jest niskie i maleje, co potwierdza dobrą kondycję finansową branży. Spadek marż i rosnące koszty pracy osłabiały rentowność, ale równoważyły je poprawa rotacji aktywów i wysoka płynność. Firmy ograniczały zadłużenie, co dodatkowo zmniejszało wrażliwość na zmiany rynkowe. Wskaźnik Altmana pokazuje, że mała część przedsiębiorstw jest zagrożona. Branża, choć kosztowo wymagająca, pozostaje stabilna i odporna, a ryzyko jej upadłości zależy głównie od zdolności do utrzymania innowacyjności i konkurencyjności.

W pozostałych usługach ryzyko upadłości wyraźnie spadło, co wskazuje na poprawę stabilności. Rosnące koszty pracy i spadek marż obciążały wyniki, ale przedsiębiorstwa skutecznie ograniczały zadłużenie i podnosiły płynność. Wskaźnik Altmana potwierdza, że coraz mniej firm jest w strefie zagrożenia. To efekt ostrożnego zarządzania finansami i gromadzenia rezerw gotówkowych. Jednocześnie branża pozostaje zróżnicowana – obok innowacyjnych podmiotów działają firmy mniej elastyczne, które wciąż są bardziej narażone na wahania popytu. Ogólnie jednak stabilność finansowa sektora wzrosła, a ryzyko niewypłacalności koncentruje się wśród podmiotów o słabszej pozycji rynkowej.

Infografika 8. Ryzyko upadłości przedsiębiorstw wg wskaźnika Altmana w latach 2020-2024 (w proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie bazy danych Orbis.

W latach 2020-2024 rentowność polskich przedsiębiorstw była wyraźnie zróżnicowana sektorowo. W 2024 r. nastąpiło pogorszenie wyników w większości branż. Najmocniej ucierpiały: przetwórstwo przemysłowe, budownictwo, handel oraz transport i gospodarka magazynowa. Po okresie wzrostu popytu mierzą się dziś z rosnącymi kosztami, słabszą rotacją aktywów i mniejszym finansowaniem zewnętrznym. W zakwaterowaniu i gastronomii, po silnym pandemicznym odbiciu, wzrost rentowności także wyhamował. W informacji i komunikacji oraz w pozostałej działalności usługowej spadły marże i rotacja przy jednocześnie wyższych kosztach pracy. Sytuacja firm w branży jest bardzo zróżnicowana: obok dobrze zarządzanych, innowacyjnych firm przybywa podmiotów o niskiej rentowności i rosnącym ryzyku niewypłacalności.

W 2024 r. najwyższą rentowność aktywów osiągały firmy z sekcji pozostała działalność usługowa (18,6 proc.), a następnie informacja i komunikacja (15,2 proc.). Najniższe wyniki wypracowały przedsiębiorstwa z przetwórstwa przemysłowego (9,8 proc.) oraz transportu i gospodarki magazynowej (8,7 proc.).

Z danych wynika, że **różnice między branżami wynikają głównie ze struktury kosztów, a także kapitałochłonności i tempa rotacji aktywów, które decydują o odporności sektorów na zmienne warunki gospodarcze**. Branże kapitałochłonne, takie jak przemysł czy transport, są szczególnie wrażliwe na spadek rotacji i marż, które bezpośrednio przekładają się na obniżenie rentowności. Podobnie jest w handlu: słaba dyscyplina kosztowa oraz rosnące koszty pracy dodatkowo obniżają wyniki finansowe, co negatywnie wpływa na rentowność przedsiębiorstw.

Z kolei działalność usługowa oparta na kapitale ludzkim – jak informacja i komunikacja czy pozostała działalność usługowa – lepiej znosi spadek popytu dzięki niższym nakładom rzeczowym i szybszemu uwalnianiu kapitału. Jednocześnie usługi są bardziej wrażliwe na presję płacową. Wzrost wynagrodzeń podnosi koszty stałe i ogranicza marże, które w działalności usługowej są głównym źródłem rentowności. Branże o wysokim udziale kosztów pracy i jednocześnie niskiej rotacji aktywów (jak zakwaterowanie i gastronomia) są najbardziej podatne na wahania popytu – każdy spadek sprzedaży szybko przekłada się na pogorszenie wyników.

Wpływ czynników ekonomiczno-finansowych na rentowność aktywów (ROA) – wyniki regresji panelowej

W tej części raportu dokonujemy identyfikacji czynników, które wpływają na kształtowanie się rentowności aktywów (ROA) w polskich przedsiębiorstwach. Analiza ta stanowi uzupełnienie wcześniejszych części raportu dotyczących rozkładu i dynamiki rentowności oraz zróżnicowania wyników finansowych w firmach. Tam wykazano, że w wielu branżach w latach 2020-2024 występowały duże wahania wyników oraz presja kosztowa, szczególnie w budownictwie, przetwórstwie przemysłowym i transporcie.

Modele panelowe regresji pozwalają uzupełnić ten obraz, ponieważ nie ograniczają się jedynie do obserwacji samych wyników finansowych, ale wskazują na źródła ich zróżnicowania. Estymacja pozwala określić, które czynniki w największym stopniu wpływały na utrzymanie wysokiej rentowności mimo niekorzystnych warunków, a także odpowiedzieć na pytanie, jakie mechanizmy strukturalne decydują o odporności bądź wrażliwości na spowolnienie koniunktury. W dalszej części rozdziału zilustrujemy to wynikami modeli panelowych.

Dobór zmiennych uzasadnia ich centralna rola w ocenie kondycji przedsiębiorstw. Jako zmienne objaśniające w modelach przyjęliśmy sześć wskaźników finansowych uznawanych w literaturze za kluczowe determinanty rentowności aktywów (ROA): marżę EBITDA, udział kosztów pracowniczych w przychodach, rotację aktywów, dźwignię finansową, płynność bieżącą oraz skalę działalności (logarytm przychodów operacyjnych). Marża EBITDA odzwierciedla bieżącą efektywność operacyjną, czyli zdolność firmy do generowania zysków z podstawowej działalności. Udział kosztów pracowniczych w przychodach pozwala uchwycić wpływ presji płacowej i struktury kosztów na wyniki. Rotacja aktywów mierzy intensywność wykorzystania majątku i stanowi wskaźnik sprawności operacyjnej. Dźwignia finansowa wskazuje na znaczenie zadłużenia w kształtowaniu wyników i wiąże się z ryzykiem struktury finansowania. Płynność bieżąca odzwierciedla zdolność do regulowania zobowiązań krótkoterminowych i informuje o bezpieczeństwie finansowym. Z kolei zmienna kontrolna w postaci logarytmu przychodów operacyjnych pozwala uchwycić efekty skali działalności – sprawdzić czy większe firmy korzystają z przewag wynikających z rozmiaru działalności, czy przeciwnie – ponoszą koszty związane ze swoją wielkością i złożonością.

W **tabeli 1** prezentujemy wyniki estymacji parametrów modelu błędy standardowe (w nawiasach), poziomy istotności statystycznej oraz liczbę obserwacji N. Wartości współczynników regresji należy interpretować jako przewidywaną zmianę ROA w wyniku zmiany danej zmiennej objaśniającej o jednostkę, przy założeniu niezmienności pozostałych czynników (*ceteris paribus*).

Tabela 1. Wyniki estymacji parametrów modeli opisujących wpływ wskaźników finansowych na rentowność aktywów przedsiębiorstw według sekcji PKD

Zmienna/sekcja	Przetwórstwo przemysłowe	Budownictwo	Handel	Transport i gospodarka magazynowa	Zakwaterowanie i gastronomia	Informacja i komunikacja	Pozostała działalność usługowa
Marża EBITDA	1,611*** (0,0118)	1,794*** (0,0212)	2,249*** (0,0167)	1,964*** (0,0286)	1,520*** (0,0596)	1,828*** (0,0343)	1,984*** (0,115)
Koszty pracownicze w przychodach	-0,251*** (0,0138)	-0,390*** (0,0252)	-0,440*** (0,0267)	-0,263*** (0,0280)	-0,228*** (0,0730)	-0,0952*** (0,0347)	-0,348** (0,156)
Rotacja aktywów	4,682*** (0,126)	4,215*** (0,209)	3,112*** (0,0821)	4,365*** (0,207)	9,055*** (0,599)	3,455*** (0,298)	5,810*** (1,104)
Dźwignia finansowa	-0,586*** (0,0622)	-0,747*** (0,127)	-0,329*** (0,0505)	-0,464*** (0,116)	-1,079*** (0,307)	-0,824*** (0,178)	-2,206*** (0,686)
Płynność bieżąca	0,579*** (0,0493)	0,510*** (0,0968)	0,447*** (0,0463)	0,717*** (0,122)	1,060*** (0,256)	0,880*** (0,142)	-0,332 (0,445)
Skala działalności	0,724*** (0,195)	-0,836** (0,360)	0,132 (0,182)	-1,040*** (0,383)	-0,470 (1,135)	1,073** (0,466)	-4,791** (2,073)
Wyraz wolny	-18,01*** (1,974)	1,264 (3,509)	-9,934*** (1,900)	-4,367 (3,662)	-16,07 (10,15)	-21,87*** (4,567)	38,66* (21,52)
Liczebność	22 364	7 982	22 522	6 046	1 965	4 445	369

Uwaga: * p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01.

W nawiasach podano błędy standardowe oszacowań parametrów (SE). Interpretacja współczynników odbywa się przy założeniu *ceteris paribus*.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie bazy danych Orbis.

Porównując wyniki estymacji parametrów modeli w ujęciu sektorowym zauważymy różnice w sile oddziaływania poszczególnych czynników finansowych na rentowność aktywów. **Marża EBITDA i rotacja aktywów stanowią we wszystkich branżach najsilniejsze czynniki, pozytywnie wpływające na ROA**. Uzyskane rezultaty znajdują odzwierciedlenie w literaturze przedmiotu – marże operacyjne i wskaźniki obrotowości aktywów wskazywane są jako jedne z najsilniejszych determinant rentowności przedsiębiorstw, zarówno w ujęciu przekrojowym, jak i sektorowym (Nissim, Penman, 2001; Kristóf, Virág, 2022; Tekin, 2022; Kątnik, 2011). W handlu wzrost marży o 1 pkt proc. przekłada się przeciętnie na wzrost ROA o 2,25 pkt. proc., a wzrost rotacji aktywów o 1 jednostkę – o 3,11 pkt. proc. Podobne zależności występowały w transporcie i gospodarce magazynowej (odpowiednio 1,96 pkt. proc. i 4,37 pkt. proc.) oraz w przetwórstwie przemysłowym (1,61 pkt. proc. i 4,68 pkt. proc.). W zakwaterowaniu i gastronomii efekt rotacji był wyjątkowo wysoki (o 9,06 pkt. proc. wzrost ROA przy wzroście rotacji o 1 jednostkę), co potwierdza znaczenie intensywnego wykorzystywania aktywów w tej branży o krótkich cyklach obsługi klienta.

Wzrost kosztów pracowniczych obniża ROA we wszystkich sektorach, najsilniej w handlu, gdzie zwiększenie udziału kosztów pracowniczych w przychodach o 1 pkt proc. przekłada się na spadek ROA o 0,44 pkt. proc. Nieco mniejszy, choć wciąż istotny statystycznie efekt występuje w budownictwie (–0,39 pkt. proc.) oraz w pozostałej działalności usługowej (–0,35 pkt. proc.). Wzrost kosztów pracowniczych w najmniejszym stopniu wpływa na rentowność firm związanych z informacją i komunikacją (–0,1 pkt. proc.). Wysoki

udział kosztów pracy w przychodach w tych branżach, charakteryzujących się niższymi marżami i dużym znaczeniem kosztów stałych, prowadzi do istotnego spadku efektywności wykorzystania aktywów przedsiębiorstwa. Wskazuje to, że w warunkach presji płacowej utrzymanie rentowności wymaga szczególnej dyscypliny kosztowej i zwiększania produktywności pracy.

Dźwignia finansowa ma negatywny wpływ na rentowność aktywów niezależnie od analizowanej branży, choć jego siła jest zróżnicowana. Najbardziej odczuwalny efekt zadłużenia występuje w pozostałej działalności usługowej, gdzie wzrost wskaźnika dźwigni o 1 jednostkę powoduje spadek ROA o 2,21 pkt. proc. W branży zakwaterowania i gastronomii wzrost ten przekłada się na obniżenie ROA o 1,08 pkt. proc., a w sektorze informacji i komunikacji o 0,82 pkt. proc. Nadmierne zadłużenie znacząco ogranicza zdolność firm do utrzymania rentowności, szczególnie w branżach o wyższym ryzyku operacyjnym i bardziej zmiennych przepływach pieniężnych. W takich warunkach kluczowe staje się rozważne zarządzanie długiem i kontrola kosztów finansowych, aby nie osłabiać rentowności działalności. Najmniejszy, lecz wciąż istotny wpływ obserwuje się w handlu (–0,33 pkt. proc.) oraz transporcie i gospodarce magazynowej (–0,46 pkt. proc.). Może to wynikać z bardziej stabilnych przepływów operacyjnych i łatwiejszego dostępu do finansowania w tych sektorach.

Płynność bieżąca sprzyja ROA w większości sektorów. Najsilniejszy efekt obserwuje się w zakwaterowaniu i gastronomii, gdzie wzrost wskaźnika płynności o 1 jednostkę zwiększa ROA o 1,06 pkt. proc. Wysoki i statystycznie istotny wpływ występuje również w informacji i komunikacji (0,88 pkt. proc.) oraz w transporcie i gospodarce magazynowej (0,72 pkt. proc.), co podkreśla znaczenie stabilności finansowej w branżach o wysokiej zmienności przychodów. W przetwórstwie przemysłowym i budownictwie efekt ten jest nieco słabszy, ale nadal dodatni i istotny statystycznie, co może wynikać ze stabilniejszych przepływów pieniężnych i bardziej przewidywalnej działalności w tych sektorach. W sektorze pozostałej działalności usługowej wskaźnik płynności bieżącej wykazuje ujemny, ale statystycznie nieistotny współczynnik (–0,33 pkt. proc.). Oznacza to, że na podstawie dostępnych danych nie można jednoznacznie stwierdzić, iż zmiany poziomu płynności w tym sektorze przekładają się na wysokość ROA.

Efekt skali działalności ma zróżnicowany wpływ na rentowność aktywów w zależności od branży. Najsilniejszy dodatni efekt występuje w firmach z sektora informacja i komunikacja, gdzie wzrost skali działalności (logarytmu przychodów operacyjnych) o 1 jednostkę podnosi ROA średnio o 1,07 pkt. proc., a w przetwórstwie przemysłowym (0,72 pkt. proc.). W branżach opartych na wiedzy oraz w sektorach kapitałochłonnych większe przedsiębiorstwa mogą korzystać z efektów skali i uzyskiwać przewagi kosztowe. W pozostałej działalności usługowej efekt skali jest silnie ujemny (–4,79 pkt. proc.), co sugeruje, że powiększanie rozmiaru działalności zwiększa ryzyko i koszty zamiast poprawiać rentowność. W handlu oraz zakwaterowaniu i gastronomii efekt jest statystycznie nieistotny.

Wyniki estymacji modeli panelowych ujawniły, że na ROA przedsiębiorstw w poszczególnych branżach wpływają w różnym stopniu czynniki finansowe. We wszystkich sektorach istotną, pozytywną rolę odgrywają zmienne operacyjne – marża EBITDA i rotacja aktywów. Z kolei wzrost udziału kosztów pracowniczych w przychodach oraz wyższy poziom dźwigni finansowej obniża rentowność. W większości sektorów dodatni wpływ wykazuje również wskaźnik płynności bieżącej, choć jego znaczenie jest zróżnicowane i w niektórych przypadkach statystycznie nieistotne.

Analiza sektorowa wykazała, że na rentowność przedsiębiorstw wpływają w różnym stopniu czynniki finansowe, których oddziaływanie zależy od specyfiki branży: marże oraz rotacja aktywów wpływają na ROA pozytywnie. W przetwórstwie i budownictwie istotne są dyscyplina marżowa, wysoka produktywność majątku i kontrola kosztów pracy. W handlu dominują krótkie cykle obrotu i bardzo wysoka rotacja, skala ma znaczenie drugorzędne. W transporcie i gospodarce magazynowej oraz zakwaterowaniu i gastronomii istotna jest płynność i unikanie nadmiernego zadłużenia. Natomiast w informacji i komunikacji oraz w pozostałej działalności usługowej duże znaczenie mają marże i rotacja aktywów. Dodatkowo widoczny jest wpływ efektów skali, przy czym wysoka dźwignia zwiększa ryzyko pogorszenia rentowności.

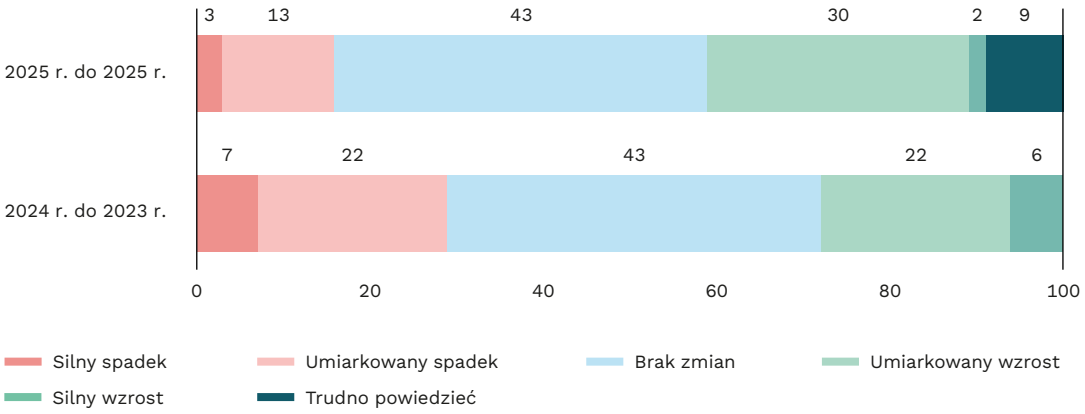
Na tej podstawie można wnioskować, że odporność na pogorszenie koniunktury nie wynika z jednej uniwersalnej strategii, lecz z różnych mechanizmów charakteryzujących poszczególne sektory. W branżach kapitałochłonnych istotne są dyscyplina kosztowa i produktywność aktywów. W usługach opartych na wiedzy ważne są efekty skali, przy jednoczesnym ryzyku nadmiernej dźwigni. W sektorach o szybkiej rotacji znaczenie ma sprawna rotacja aktywów i stabilność finansowa.

Co wpływa na rentowność firm?

W grudniu 2024 r. zapytaliśmy przedstawicieli małych, średnich i dużych firm o to, jak oceniają rentowność swoich przedsiębiorstw. Badaniem zostało objętych 420 firm reprezentujących siedem wybranych branż: przetwórstwo przemysłowe, budownictwo, handel, transport i gospodarka magazynowa, zakwaterowanie i gastronomia, informacja i komunikacja, pozostała działalność usługowa.

Z deklaracji przedsiębiorców wynika, że w 2024 r. udział firm, które doświadczyły spadku rentowności r/r był prawie taki sam, jak tych ze wzrostem rentowności (wynosi odpowiednio 29 proc. i 28 proc.). Natomiast dwukrotnie więcej firm w 2025 r. w porównaniu z 2024 r. spodziewało się wzrostu swej rentowności (32 proc.) niż jej pogorszenia (16 proc.) (**wykres 9**).

Wykres 9. Zmiana poziomu rentowności w firmach w 2024 r. i przewidywania dotyczące 2025 r. (w proc.)

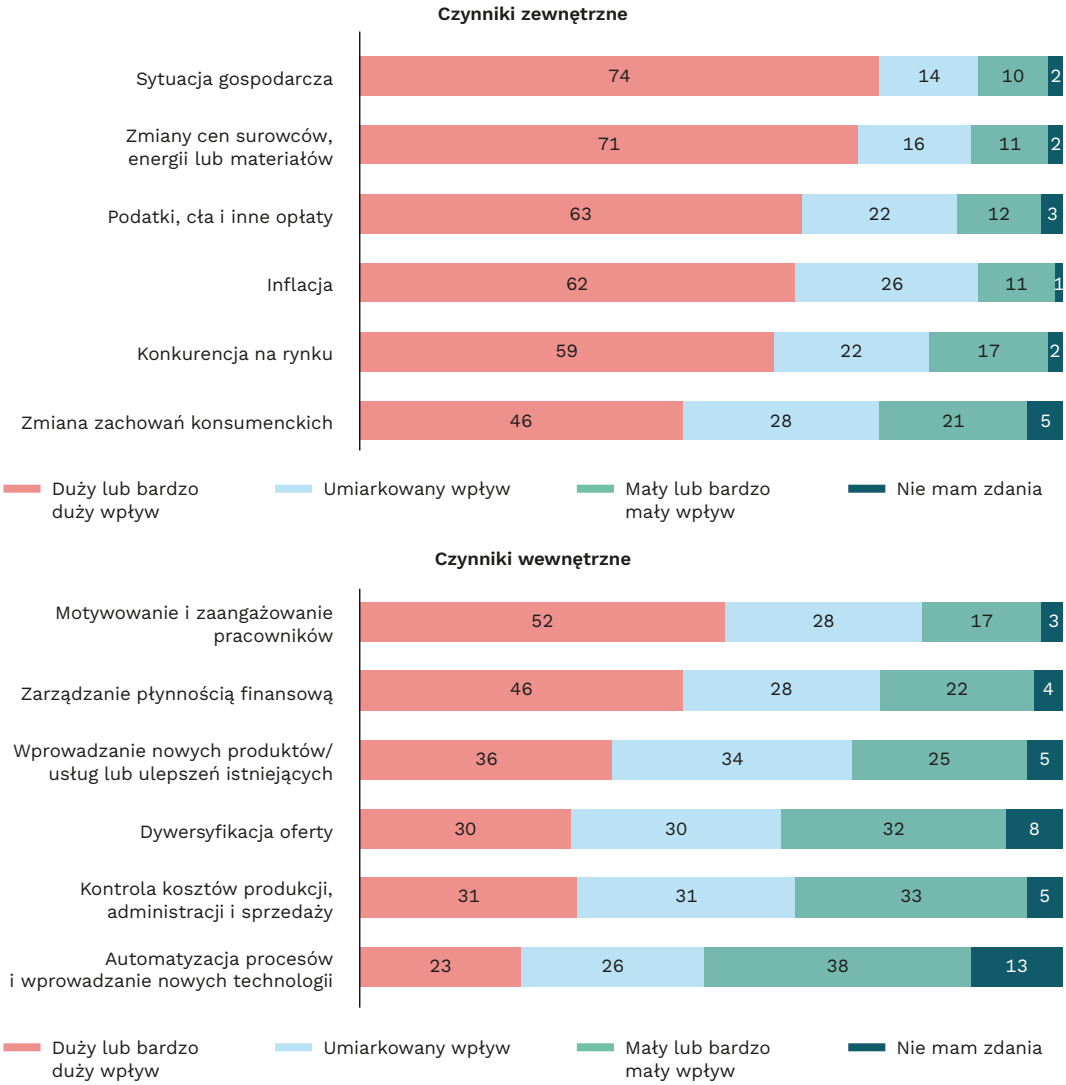


Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań PIE.

Jakie czynniki wpływają na rentowność badanych firm?

Firmy uważają, że na ich rentowność bardziej wpływa otoczenie biznesu, a nie procesy wewnątrz firm. Wśród czynników zewnętrznych, niezależnych od firmy, przedsiębiorstwa najczęściej wymieniały sytuację gospodarczą (74 proc. wskazań na duży lub bardzo duży wpływ na rentowność), co nie dziwi, bo od niej zależy popyt i nastroje konsumenckie (**wykres 10**). Podobnie jest ze zmianami cen surowców, energii lub materiałów (71 proc. wskazań). Wymienione czynniki również w badaniach koniunktury GUS i PIE zajmują zazwyczaj pierwsze miejsca wśród barier utrudniających funkcjonowanie firmy.

Wykres 10. Wpływ zewnętrznych i wewnętrznych czynników na rentowność firmy (w proc.)



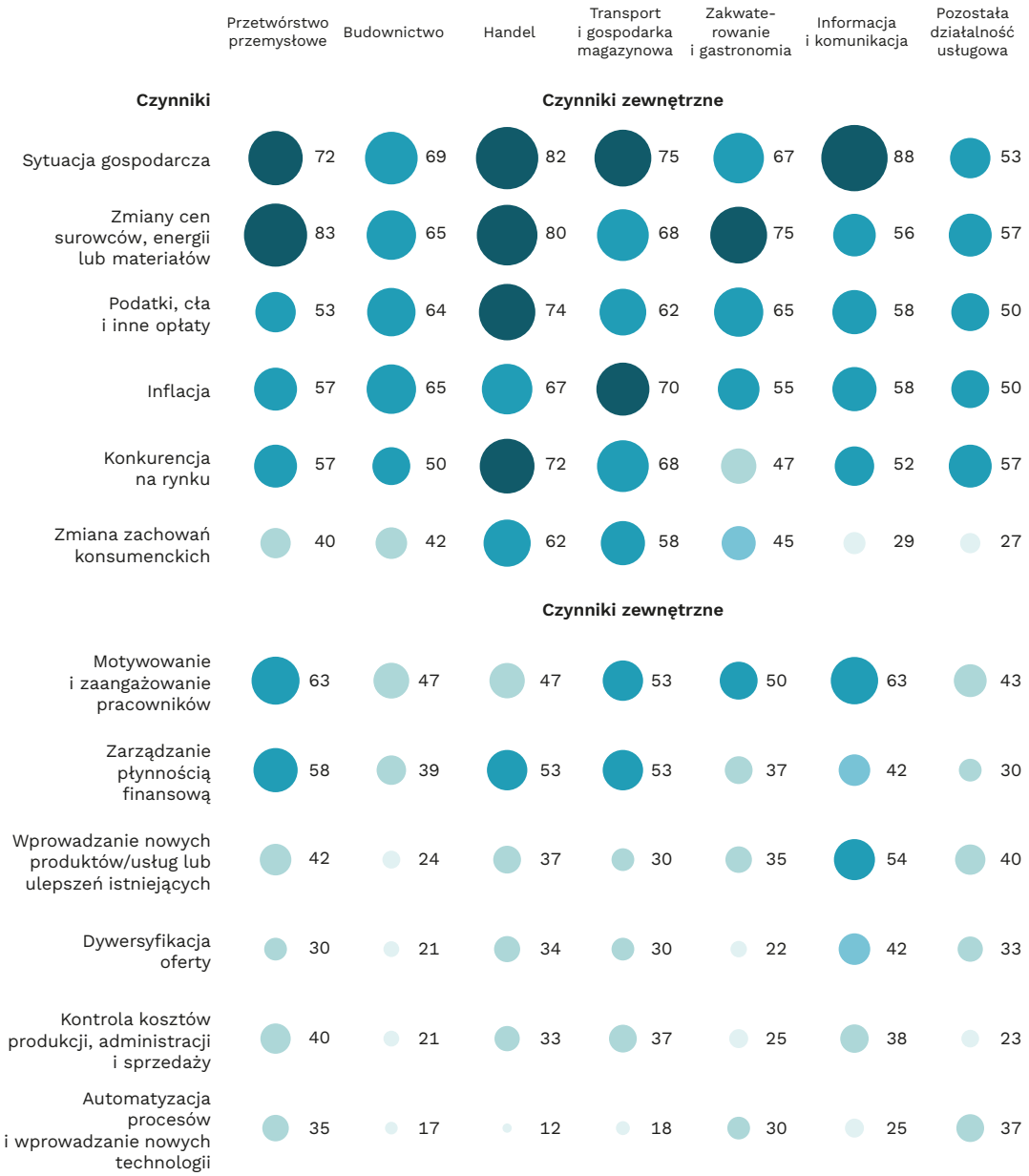
Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań PIE.

Firmy najczęściej widzą zależność między rentownością a sytuacją gospodarczą kraju. Ten związek jako najsilniejszy widzą zwłaszcza firmy z branży informacyjno-komunikacyjnej (88 proc. wskazań) (**wykres 11**). Co ciekawe, najmniej firm dostrzegało silny wpływ zachowań konsumenckich na rentowność (46 proc.), co może wiązać się z większą przewidywalnością zachowań konsumenckich, zwłaszcza w odniesieniu do artykułów pierwszej potrzeby. W tym obszarze firma może reagować bardziej elastycznie.

Ponad połowa firm wskazała, że ich rentowność zależy od motywacji i zaangażowania pracowników (52 proc.). W sytuacji nieprzewidywalności otoczenia gospodarczego firmy doceniają znaczenie kompetencji pracowników, którzy potrafią budować przewagę konkurencyjną firmy, redukować koszty i utrzymywać dobre relacje z partnerami biznesowymi i klientami. Kolejnym najczęściej wymienianym czynnikiem wewnętrznym było zarządzanie płynnością finansową (46 proc.). Płynność finansowa firmy decyduje o jej zdolności przetrwania i elastycznego reagowania na zmiany w otoczeniu.

Aż 36 proc. przedsiębiorców zauważyło wpływ wprowadzania nowych produktów lub usług bądź ulepszania istniejących na rentowność ich firm. Z reguły nowa oferta, nawet przy wysokiej marży, cieszy się wzrostem zainteresowania konsumentów. Nieco mniej niż 1/3 przedsiębiorców widzi wpływ dywersyfikacji działalności na rentowność firmy. Natomiast jeszcze mniej (23 proc.) widzi związek między wzrostem rentowności a zwiększeniem skali automatyzacji procesów i wprowadzania nowych technologii. Oczywiście to spostrzeżenie jest zależne m.in. od specyfiki branży. Na zależność rentowności firmy od czynników zewnętrznych najczęściej wskazują firmy handlowe.

Wykres 11. Zewnętrzne i wewnętrzne czynniki mające duży lub bardzo duży wpływ na rentowność w różnych branżach (w proc.)



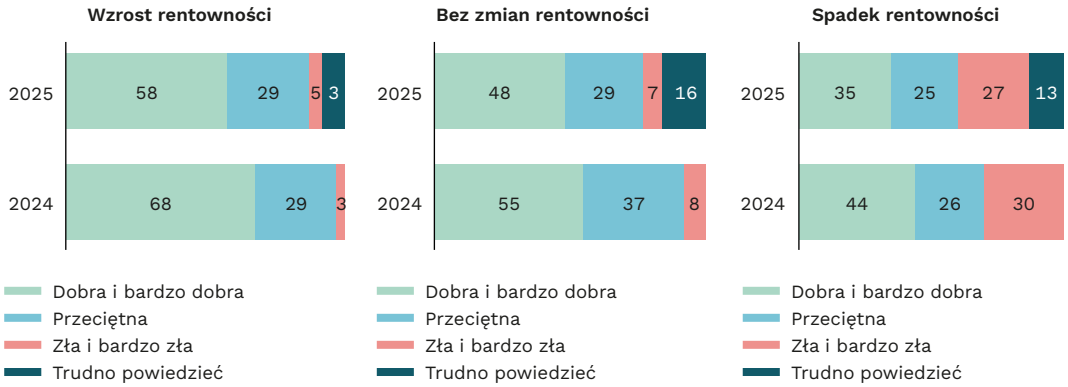
Uwaga: im ciemniejszy kolor bąbelka, tym częściej wskazywano dany czynnik.

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań PIE.

Konsekwencje zmiany rentowności firmy dla jej funkcjonowania

Wśród firm, które odnotowały wzrost rentowności r/r w 2024 r. blisko 70 proc. oceniło swoją sytuację finansową jako dobrą lub bardzo dobrą. Zaś wśród firm, które stwierdziły spadek rentowności r/r tylko 44 proc. oceniało swą sytuację finansową dobrze lub bardzo dobrze, a 30 proc. – źle lub bardzo źle (wykres 12). Firmy przewidujące wzrost rentowności r/r w 2025 r. zdecydowanie częściej oczekiwały także dobrej lub bardzo dobrej sytuacji finansowej (58 proc.), natomiast dla 8 proc. spodziewających się wzrostu rentowności sytuacja finansowa jest trudna do przewidzenia.

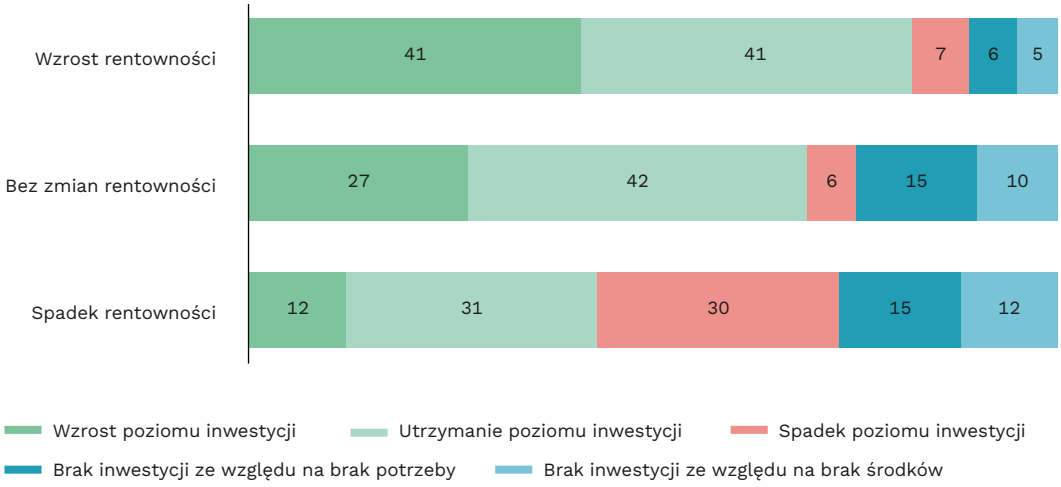
Wykres 12. Rentowność firm a sytuacja finansowa firm w 2024 r. i przewidywania dotyczące 2025 r. (w proc.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań PIE.

Firmy ze wzrostem rentowności częściej deklarowały również wzrost poziomu inwestycji (**wykres 13**). Aż 41 proc. zwiększyło poziom inwestycji w 2024 r. w porównaniu z 2023 r., podczas gdy w grupie firm, których rentowność nie zmieniła się, było to jedynie 27 proc., a wśród firm ze spadkiem rentowności – 12 proc. Firmy deklarujące spadek rentowności r/r w 2024 r. w dużej części (30 proc.) deklarowały także spadek nakładów inwestycyjnych r/r. Jednocześnie wśród firm ze wzrostem rentowności najrzadziej występowały podmioty, które w ogóle nie podejmowały aktywności inwestycyjnej w 2024 r. (11 proc. w porównaniu z 25 proc. wśród firm bez zmian rentowności i 27 proc. wśród firm z jej spadkiem).

Wykres 13. Rentowność firm a zmiana poziomu inwestycji w firmach w 2024 r. w stosunku do 2023 r. (w proc.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań PIE.

Przedsiębiorstwa ze spadkiem rentowności najczęściej skarżyły się na rosnące koszty pracownicze (aż 92 proc.) (**wykres 14**). W tej grupie wyraźnie doskwierały także problemy związane z geopolityką, kosztami energii i surowców, co pokazuje, że pogorszenie wyników finansowych było silnie powiązane z czynnikami zewnętrznymi i strukturalnymi. Dla firm ze wzrostem rentowności te bariery były nieco mniej dotkliwe, choć również zauważalne – np. blisko 80 proc. skarżyło się na rosnące koszty pracownicze, ponad 60 proc. miało trudności w pozyskaniu pracowników, a ponad połowa zmagała się z rosnącymi kosztami energii. Z wypowiedzi przedsiębiorców wynika, że odporność na wskazane wyzwania była kluczowa dla utrzymania lub poprawy rentowności.

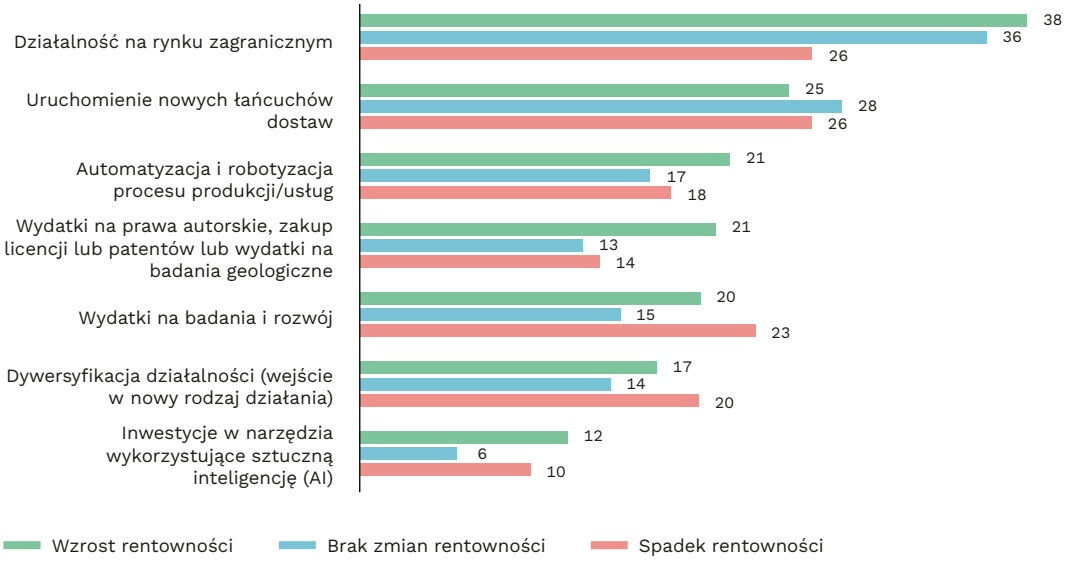
Wykres 14. Rentowność firm a bariery funkcjonowania przedsiębiorstw w 2024 r. (w proc.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań PIE.

W literaturze rozwojowymi dla firmy działaniami określa się celowe i często długofalowe procesy zmian. Te zmiany mają poprawić pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa poprzez wdrażanie innowacji, modernizację struktur oraz dostosowanie do zmieniającego się otoczenia (Skowronek-Mielczarek, 2013). **Firmy, które w 2024 r. odnotowały wzrost rentowności, częściej podejmowały działania rozwojowe, zwłaszcza ekspansję na rynki zagraniczne (38 proc.) oraz uruchamianie nowych łańcuchów dostaw (25 proc.) w celu poprawy terminowości dostaw materiałów i surowców, zmniejszenia kosztów utrzymywania zapasów** (**wykres 15**). W tej grupie zauważalna była także większa skłonność do inwestycji w automatyzację, badania i rozwój oraz

technologie AI. Przedsiębiorstwa ze spadkiem rentowności również podejmowały działania, ale w mniejszym zakresie, co może sugerować ograniczone możliwości inwestycyjne lub niższą gotowość do wdrażania innowacji. Ogólnie, aktywność rozwojowa wydaje się powiązana z lepszymi wynikami finansowymi. Ciekawe jest to, że firmy ze spadkiem rentowności inwestowały w badania i rozwój (B+R) – aż 23 proc. wskazań. Może to wynikać z faktu, że takie inwestycje często mają charakter długoterminowy i są podejmowane z myślą o przyszłej poprawie konkurencyjności firmy, innowacyjności i efektywności. Ale firmy mogą także traktować B+R jako sposób na wyjście z kryzysu – w ten sposób szukają nowych produktów, technologii lub modeli biznesowych, które pozwolą im odwrócić negatywny trend. Wreszcie, część przedsiębiorstw mogła już wcześniej zaplanować tego typu wydatki lub skorzystała z dostępnych funduszy publicznych, co zmniejszyło ich obciążenie finansowe.

Wykres 15. Rentowność firm a podejmowanie przez nie działań rozwojowych (w proc.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań PIE.

Podsumowanie

W raporcie wskazaliśmy, że trwała poprawa rentowności wymaga połączenia efektywności operacyjnej, kontrolowanej struktury finansowania oraz stabilnego otoczenia gospodarczego. Odpowiednio zaprojektowana strategia może nie tylko chronić przedsiębiorstwa przed skutkami spowolnienia, lecz także przygotować je do dalszego rozwoju i wzrostu w bardziej konkurencyjnym, nieprzewidywalnym środowisku. **Rentowność staje się więc kluczowym wskaźnikiem kondycji i konkurencyjności polskich przedsiębiorstw**, a jej wzrost warunkiem koniecznym odbudowy inwestycji, produktywności i pozycji rynkowej w długim terminie.

Na tej podstawie można sformułować kilka kluczowych rekomendacji. **Po stronie przedsiębiorstw najważniejsze jest konsekwentne wzmacnianie dwóch filarów: marży i rotacji aktywów**. W praktyce oznacza to potrzebę bardziej świadomego kształtowania cen i oferty, eliminowania produktów o niskiej rentowności, inwestowania w automatyzację i cyfryzację procesów oraz w działania skracające cykl konwersji gotówki. Jednocześnie firmy powinny zwiększać elastyczność operacyjną i kontrolę nad kapitałem obrotowym, by ograniczać wrażliwość na szoki popytowe i kosztowe. Wysoka jakość zarządzania płynnością i zasobami ludzkimi – szczególnie w sektorach pracochłonnych – staje się warunkiem stabilności wyników i odporności na presję kosztową.

Po stronie polityk publicznych kluczowe jest stworzenie środowiska sprzyjającego odbudowie zyskowności, ponieważ w warunkach dominacji finansowania inwestycji ze środków własnych, rentowność jest podstawowym warunkiem wzrostu nakładów. Wymaga to redukowania niepewności regulacyjnej i kosztów transakcyjnych (uproszczenia procedur, przewidywalności podatków pośrednich, stabilnych taryf energii) oraz zwiększenia dostępności kapitału na przedsięwzięcia modernizacyjne i rozwojowe. Szczególnie istotne są instrumenty przyspieszające inwestycje w technologie o szybkim zwrocie – automatyzację, cyfryzację, reorganizację łańcuchów dostaw – oraz działania wspierające rozwój kompetencji pracowników, zwłaszcza w branżach usługowych, bazujących na zasobach ludzkich i kapitale wiedzy.

Sektory kapitałochłonne potrzebują stabilności regulacyjnej, przewidywalności kosztów energii i surowców oraz ułatwień inwestycyjnych. Niska ekspozycja na zewnętrzne finansowanie powoduje, że poprawa rentowności jest warunkiem koniecznym dla rozwoju, a tym samym wzrostu inwestycji i produktywności. Takie podejście umożliwi jednoczesne ograniczenie wrażliwości firm na wahania kosztów i popytu oraz podniesienie ich produktywności firm, co w dłuższej perspektywie pozwoli na bardziej równomierną i trwałą poprawę rentowności w całej gospodarce. **Rentowność powinna być traktowana nie tylko jako miara kondycji bieżącej, ale jako warunek przyszłej konkurencyjności – zarówno na poziomie pojedynczych przedsiębiorstw, jak i całych sektorów**.

Aneks metodologiczny

Poniżej przedstawiamy szczegółową procedurę selekcji próby badawczej oraz opis wskaźników finansowych wykorzystanych w analizie. Celem tego aneksu jest udokumentowanie kryteriów włączenia przedsiębiorstw do badania oraz definicji miar zastosowanych w dalszej części raportu. Ich wybór przeprowadziliśmy na podstawie wieloetapowej selekcji w bazie danych Orbis. Analizę ograniczyliśmy wyłącznie do aktywnych przedsiębiorstw zarejestrowanych w Polsce, co pozwoliło wykluczyć firmy zlikwidowane, zawieszone czy nieprowadzące działalności. Uwzględniliśmy wszystkie główne formy prawne występujące w Polsce, m.in.: spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (Sp. z o.o.), spółki akcyjne (S.A.), spółki komandytowe (Sp.K.), spółki jawne (Sp.J.), spółdzielnie, jednoosobowe działalności gospodarcze oraz oddziały firm zagranicznych.

W wyborze podmiotów do badania skupiliśmy się na siedmiu sekcjach PKD: przetwórstwo przemysłowe, budownictwo, handel, transport i gospodarka magazynowa, zakwaterowanie i gastronomia, informacja i komunikacja oraz pozostała działalność usługowa. Uwzględniliśmy wyłącznie jednostki korporacyjne, z pominięciem organów publicznych, instytucji rządowych i instytucji związanych z administracją.

W procesie selekcji zastosowaliśmy także definicję ostatecznego właściciela (*ultimate owner*, UO) – minimalny próg kontroli na ścieżce własności wynosił 50,01 proc. Z kolei właściciel bezpośredni (*beneficial owner*, BO) został zdefiniowany jako podmiot z minimum 10 proc. udziałów na pierwszym poziomie oraz 50,01 proc. na dalszych poziomach struktury własności.

Zgodnie z literaturą **marżę EBITDA** przyjęliśmy za kluczowy wskaźnik rentowności operacyjnej, ponieważ eliminuje wpływ amortyzacji i kosztów finansowych, koncentrując się na zdolności przedsiębiorstwa do generowania nadwyżki z podstawowej działalności. Umożliwiło to porównania między podmiotami o różnej strukturze aktywów i kapitału (Siemieniuk, 2013). Z badań wynika, że EBITDA jest jednym z najbardziej trafnych predyktorów stabilności finansowej i odporności na szoki, a jej analiza pozwala lepiej uchwycić zdolność firm do samofinansowania rozwoju (Setyopurnomo i in., 2025). W kryteriach selekcji przedsiębiorstw uwzględniliśmy EBIT (tj. zysk operacyjny, wynik z podstawowej działalności przedsiębiorstwa przed uwzględnieniem kosztów finansowych i podatkowych), natomiast marżę EBITDA wprowadziliśmy jako uzupełniającą miarę, która pozwoliła na sformułowanie pełniejszej oceny efektywności operacyjnej.

Kosztochłonność pracy, liczona jako relacja kosztów wynagrodzeń do przychodów, stanowiła dla nas jeden z podstawowych wskaźników oceny efektywności wykorzystania zasobów ludzkich oraz poziomu presji kosztowej. W literaturze uznaje się ją za kluczowy czynnik determinujący rentowność,

zwłaszcza w sektorach intensywnie pracochłonnych. Jej nadmierny wzrost prowadzi do spadku zyskowności i ograniczenia zdolności inwestycyjnych, a obniżenie – do wzrostu konkurencyjności i poprawy marż (Ganc, 2018).

W analizie wykorzystaliśmy także **wskaźnik rotacji aktywów**, który służy do pomiaru sprawności wykorzystania majątku w generowaniu przychodów. Jest on jednym z podstawowych elementów analizy Du Ponta. Wysoka rotacja wskazuje na dynamiczną działalność sprzedażową i efektywne wykorzystanie zasobów, podczas gdy niska sygnalizuje kapitałochłonność, niewykorzystane moce lub nadmierne inwestycje w aktywa (Krajewski, 2008). Rotacja aktywów jest wyższa w sektorach o niskiej kapitałochłonności, jak handel i transport, a niższa w przemyśle ciężkim wymagającym dużych nakładów w majątek trwały (FasterCapital, 2025).

Dźwignia finansowa (*Leverage*) pozwoliła nam na wskazanie stopnia wykorzystania kapitału obcego do finansowania aktywów. Jej wzrost może podnosić rentowność kapitału własnego, ale jednocześnie zwiększa ryzyko utraty płynności i niewypłacalności. Literatura potwierdza, że umiarkowana dźwignia sprzyja poprawie wyników, natomiast nadmierna prowadzi do wzrostu podatności na kryzysy i upadłości (Kruk, 2017). Jednocześnie wpływ dźwigni zależy od struktury zobowiązań – dźwignia operacyjna może w większym stopniu kształtować zyskowność niż czysto finansowa, co czyni jej analizę ważnym elementem oceny rentowności przedsiębiorstw (Nissim, Penman, 2003).

Wskaźnik płynności bieżącej (*current ratio*, CR) posłużył nam do odzwierciedlenia zdolności regulowania zobowiązań krótkoterminowych przy pomocy aktywów obrotowych (Sierpińska, Jachna, 2007). W literaturze wskazuje się, że optymalny poziom wskaźnika powinien mieścić się w granicach 1,2–2,0. Niższe wartości oznaczają ryzyko utraty płynności, natomiast zbyt wysokie świadczą o nadpłynności finansowej, będącej efektem nieefektywnego gospodarowania środkami, co może negatywnie wpływać na rentowność (Romanowska, 2013).

Wskaźnik zadłużenia ogółem (*debt ratio*, DR) zastosowaliśmy do określenia relacji zobowiązań ogółem do aktywów i odzwierciedlenia struktury finansowania majątku przedsiębiorstwa. Dzięki temu wskaźnikowi możliwe było ustalenie, w jakim stopniu działalność jest oparta na kapitale obcym, a tym samym zobrazowanie ryzyka związanego z utrzymaniem zdolności płatniczej (Sierpińska, Jachna, 2007). Literatura podkreśla, że umiarkowany poziom zadłużenia może być korzystny, ponieważ pozwala finansować rozwój przy wykorzystaniu tańszych źródeł zewnętrznych, pod warunkiem, że koszt długu nie przewyższa stopy zwrotu z aktywów (Żurakowska-Sawa, 2021).

Skalę działalności podmiotów mierzyliśmy przy wykorzystaniu logarytmu naturalnego aktywów. Miara ta jest standardową zmienną kontrolną w analizach empirycznych. W literaturze wykazano, że większe firmy mają łatwiejszy dostęp do finansowania, lepiej korzystają z efektów skali i charakteryzują się większą odpornością na kryzysy. Jednocześnie mniejsze firmy bywają bardziej elastyczne, lecz mniej odporne na presję kosztową i ryzyka płynnościowe (Kaźmierska-Jóźwiak, 2016).

Wskaźnik zagrożenia upadłością (wskaźnik Altmana; Z-score Altmana) stanowił dla nas syntetyczny miernik wczesnego ostrzegania. Jest oparty na analizie dyskryminacyjnej i łączy informacje o płynności, akumulacji zysków, efektywności operacyjnej, strukturze finansowania i aktywności (Mączyńska, Zawadzki, 2006). Występują różne warianty modelu, szacujące prawdopodobieństwo upadłości na podstawie wskaźników finansowych przedsiębiorstwa (m.in. kapitał własny, aktywa, zobowiązania). Interpretacja opiera się na strefach bezpieczeństwa i ryzyka (Mosionek-Schweda, 2014).

Związek wskaźnika Altmana z rentownością przedsiębiorstw ma charakter zarówno bezpośredni, jak i pośredni. Bezpośredni – kiedy składniki modelu zawierają miary zyskowności, takie jak wynik operacyjny na aktywa czy skumulowane zyski, dlatego spadek marż i rentowności aktywów zwykle obniża wartość wskaźnika, a ich poprawa ją podnosi (Wasilewski, Domańska, 2012), a pośredni – kiedy wskaźnik zagrożenia upadłością łączy rentowność z płynnością i strukturą długu: wysoka rentowność przy jednoczesnej wysokiej dźwigni finansowej lub słabej płynności może dawać umiarkowany wynik Z-score Altmana, zaś umiarkowana rentowność z konserwatywnym finansowaniem – relatywnie wysoki (Mosionek-Schweda, 2014).

Zaproponowany przez nas dobór firm oraz zestaw wskaźników stanowią podstawę do dalszych porównań sytuacji przedsiębiorstw w poszczególnych sekcjach PKD oraz do identyfikacji czynników kształtujących ich rentowność.

Dane pochodzą z bazy Orbis i obejmują standaryzowane sprawozdania finansowe przedsiębiorstw. Po przejściu przez wszystkie etapy selekcji uzyskaliśmy dane 14 487 firm z Polski, prowadzących działalność w ramach 390 klas PKD. Próba jest reprezentatywna pod względem branżowym i wiarygodna w wymiarze danych finansowych. W modelach wykorzystano jednak nieco mniejszy zbiór, obejmujący dane panelowe dla 65 693 obserwacji z lat 2020-2024, dotyczące 14 371 przedsiębiorstw z siedmiu głównych sekcji PKD: przetwórstwo przemysłowe, budownictwo, handel, transport i gospodarka magazynowa, zakwaterowanie i gastronomia, informacja i komunikacja oraz pozostała działalność usługowa. Różnica w liczbie firm wynika z ograniczeń związanych z dostępnością kompletnych danych dla części podmiotów.

Do oszacowania modeli wykorzystaliśmy regresję panelową z efektami stałymi (*fixed effects*), która eliminuje nieobserwowalne, stałe w czasie cechy firm (np. model biznesowy, struktura właścicielska, przewagi lokalizacyjne) i pozwala skupić się na wpływie czynników zmiennych w czasie (Muszyńska, 2006). Taka specyfikacja zwiększa wiarygodność wnioskowania i ogranicza problem pominiętych zmiennych stałych w czasie.

Jako zmienne objaśniające ROA przyjęliśmy:

- marżę EBITDA,
- udział kosztów pracowniczych w przychodach,
- rotację aktywów,
- dźwignię finansową,
- płynność bieżącą,
- skalę działalności (logarytm naturalny przychodów operacyjnych).

Dobór tych zmiennych wynika z ich centralnej roli w literaturze i praktyce analizy finansowej jako kluczowych determinant rentowności aktywów. Marża EBITDA odzwierciedla bieżącą efektywność operacyjną, czyli zdolność do generowania zysków z podstawowej działalności. Udział kosztów pracowniczych w przychodach pozwala uchwycić wpływ presji płacowej i struktury kosztów na wyniki przedsiębiorstw. Rotacja aktywów mierzy intensywność wykorzystania majątku do generowania przychodów i jest wskaźnikiem sprawności operacyjnej. Dźwignia finansowa pokazuje, w jakim stopniu zadłużenie wpływa na rentowność i ujawnia ryzyko związane ze strukturą finansowania. Płynność bieżąca informuje o zdolności do regulowania zobowiązań krótkoterminowych i stanowi miarę bezpieczeństwa finansowego. Z kolei skala działalności (logarytm naturalny przychodów operacyjnych) pozwala zbadać czy większe firmy uzyskują przewagi wynikające z efektów skali, czy przeciwnie – ponoszą koszty związane z rozmiarem i złożonością działalności (Soliwoda, 2011; Zawadzka, Ardan, Szafraniec-Siluta, 2011; Majewska, Pacuła, 2016; Wilczyńska, 2018). Wszystkie zmienne finansowe (z wyjątkiem płynności i logarytmu przychodów) zostały wcześniej poddane winsoryzacji na poziomie 5. i 95. percentyla w obrębie każdej branży i roku, aby ograniczyć wpływ wartości odstających.

Oszacowaliśmy siedem oddzielnych modeli panelowych – po jednym dla każdej z analizowanych sekcji PKD. Zabieg ten pozwolił na porównanie siły i kierunku wpływu poszczególnych czynników w różnych segmentach gospodarki, różniących się intensywnością wykorzystania kapitału, dynamiką obrotu i strukturą kosztów.

W każdym modelu raportowaliśmy wartości współczynników, błędy standardowe, statystyki *t*, poziomy istotności *p* oraz 95-procentowe przedziały ufności. W niemal wszystkich przypadkach testowalne zmienne były istotne statystycznie ($p < 0{,}05$), a ich kierunki zgodne z oczekiwaniami teoretycznymi. Wszystkie testy *F* istotności efektów stałych były istotne na poziomie $p < 0{,}001$. Wskaźniki dopasowania modeli są wysokie, co oznacza, że modele mają dużą zdolność do wyjaśniania zmienności ROA w czasie.

Bibliografia

Delmar, F., McKelvie, A., Wennberg, K. (2013), *Untangling the Relationships Among Growth, Profitability and Survival in New Firms*, „Technovation", Vol. 33, No. 8-9, https://www.sciencedirect.com/journal/technovation/vol/33/issue/8 [dostęp: 27.08.2025].

EBRD (2018), *Poland diagnostic paper: Assessing progress and challenges in developing a sustainable market economy*, European Bank for Reconstruction and Development, https://www.ebrd.com/content/dam/ebrd_dxp/assets/pdfs/country-strategies/poland/Poland-Diagnostic-Paper.pdf [dostęp: 22.09.2025].

FasterCapital (2025), *Comparing Asset Turnover Ratios Across Industries*, https://fastercapital.com/topics/comparing-asset-turnover-ratios-across-industries.html [dostęp: 10.09.2025].

Filip, P. (2011), *Rentowność i efektywność działania przedsiębiorstwa*, „Prace naukowe UE we Wrocławiu", nr 182, https://dbc.wroc.pl/Content/73977/Filip_Rentownosc_i_efektywnosc_dzialania_przedsiebiorstwa.pdf [dostęp: 5.08.2025].

Ganc, M. (2018), *Aktywa ogółem a zarządzanie zasobami ludzkimi w spółdzielniach mleczarskich*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 2(92), https://bazekon.uek.krakow.pl/rekord/171546967 [dostęp: 2.09.2025].

GUS (2024), *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych*, https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiebiorstwa-niefinansowe/dzialalnosc-przedsiebiorstw-niefinansowych-w-2023-roku,2,20.html [dostęp: 6.08.2025].

GUS (2025a), *Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych w 2024 r.*, https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiebiorstwa-niefinansowe/wyniki-finansowe-przedsiebiorstw-niefinansowych-w-2024-r-,12,58.html [dostęp: 11.08.2025].

GUS (2025b), *Komunikat w sprawie realnego wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w 2024 r. w stosunku do 2023 r.*, https://stat.gov.pl/sygnalne/komunikaty-i-obwieszczenia/lista-komunikatow-i-obwieszczen/komunikat-w-sprawie-realnego-wzrostu-przecietnego-wynagrodzenia-w-2024-r-w-stosunku-do-2023-r-,274,12.html#:~:text=poz.,wyni%C3%B3s%C5%82%209%2C5%20%25 [dostęp: 11.08.2025].

Jaki, A., Kruk, S. (2024), *Analiza rentowności w badaniu efektywności przedsiębiorstwa*, CeDeWu, Warszawa.

Kaźmierska-Jóźwiak, B. (2016), *Wpływ charakterystyki spółki na jej skłonność do wypłaty dywidendy*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H", Vol. 50, nr 4, https://dlibra.umcs.lublin.pl/Content/27073/PDF/czas9547_50_2016_4_18.pdf [dostęp: 10.09.2025].

Kątnik, J. (2011), *Analiza i ocena wskaźników pomiaru rentowności przedsiębiorstwa jako instrument jego rozwoju*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie", nr 863, https://bazekon.uek.krakow.pl/zeszyty/171192075 [dostęp: 27.08.2025].

Kłosiewicz-Górecka, U., Rozbicka, I., Szymańska, A., Wincewicz-Price, A., Zybertowicz, K. (2025), *Aktywność inwestycyjna polskich firm – skala i bariery*, Polski Instytut Ekonomiczny, Warszawa, https://pie.net.pl/wp-content/uploads/2025/06/PIE_raport_Aktywnosc-inwestycyjna-polskich-firm.pdf [dostęp: 11.08.2025].

KPRM (2023), *Rozporządzenie w sprawie minimalnego wynagrodzenia za pracę oraz wysokości minimalnej stawki godzinowej w 2024 r.*, https://www.gov.pl/web/premier/min-stawka-godzinowa-2024 [dostęp: 11.08.2025].

Krajewski, M. (2008), *Wykorzystanie modelu Du Ponta w ocenie działalności gospodarczej przedsiębiorstwa*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr 9 (1209), https://www.dbc.wroc.pl/Content/123478/Krajewski_Wykorzystanie_modelu_Du_Pointa.pdf [dostęp: 2.09.2025].

Kristóf, T., Virág, M. (2022), *What Drives Financial Competitiveness of Industrial Sectors in Visegrad Four Countries? Evidence by Use of Machine Learning Techniques*, „Journal of Competitiveness", Vol. 14, No. 4, https://doi.org/10.7441/joc.2022.04.07.

Kruk, S. (2017), *Rentowność jako kryterium oceny efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 5(89), cz. 1, https://wnus.usz.edu.pl/frfu/pl/issue/724/article/5746/ [dostęp: 10.09.2025].

Majewska, M., Pacuła, W. (2016), *Wskaźniki rentowności i ich analiza na przykładzie sektora bankowego*, (w:) Śnieżek E., Czechowski F., Doroba S. (red. nauk.), *Ewolucja rachunkowości w teorii i praktyce gospodarczej*. VI Ogólnopolska Konferencja Naukowa „Sigma maraton", seria „Zarządzanie", Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, https://dspace.uni.lodz.pl/bitstream/handle/11089/18811/19-206_217-Majewska%2C%20Pacu%C5%82a.pdf?sequence=1&isAllowed=y [dostęp: 19.09.2025].

Mączyńska, E., Zawadzki, M. (2006), *Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw*, „Ekonomista", nr 2, https://archiwum.pte.pl/pliki/2/12/Ekonomista%2025%2002%2006ostfragment.pdf [dostęp: 10.09.2025].

Mosionek-Schweda, M. (2014), *Model Altmana jako narzędzie do oceny ryzyka upadłości przedsiębiorstw*, (w:) Ronka-Chmielowiec, W. (red. nauk.), *Ubezpieczenia wobec wyzwań XXI wieku*, „Prace Naukowe UE we Wrocławiu", nr 342, https://dbc.wroc.pl/dlibra/publication/29253/edition/26408/content?ref=L3B1YmxpY2F0aW9uLzQxMzY5L2VkaXRpb24vMzczMDQ [dostęp: 10.09.2025].

Muszyńska, J. (2006), *Modelowanie danych panelowych*, UMK, Toruń.

NBP (2025), *Podstawowe stopy procentowe NBP*, https://nbp.pl/polityka-pieniezna/decyzje-rpp/podstawowe-stopy-procentowe-nbp/ [dostęp: 11.08.2025].

Nissim, D., Penman, S. (2001), *Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice*, „Review of Accounting Studies", Vol. 6, No. 1, https://doi.org/10.1023/A:1011338221623

Nissim, D., Penman, S. (2003), *Financial Statement Analysis of Leverage and How It Informs About Profitability*, „Review of Accounting Studies", Vol. 8, nr 4, https://doi.org/10.1023/A:1027324317663

Olczyk, M., Kordalska, A. (2015), *Identyfikacja konkurencyjności sektorów przemysłu przetwórczego i ich wpływ na międzynarodową konkurencyjność gospodarki polskiej – analiza panelowa w modelu ECM*, NBP, Warszawa, https://static.nbp.pl/publikacje/materialy-i-studia/ms311.pdf [dostęp: 22.09.2025].

Romanowska, M. (2013), *Analiza płynności finansowej przedsiębiorstwa*, (w:) Mioduchowska-Jaroszewicz, E., Porada-Rochoń, M., Romanowska, M., *Analiza finansowa w praktyce gospodarczej*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.

Setyopurnomo, R., Wiryono, S.K., Lestari, Y.D., Sukarno, S. (2025), *Enhancing operation effectiveness by maximizing daily EBITDA as a turnaround strategy execution system to enhance operation performance and profitability*, „Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity", Vol. 11, Iss. 1, https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2199853124002257 [dostęp 2.09.2025]

Siemieniuk, Ł. (2013), *Wskaźniki EBIT i EBITDA a funkcjonowanie przedsiębiorstwa*, (w:) Siemieniuk, N., Michalczuk, G., Sikorski, J. (red. nauk.), *Finansowe i informatyczne aspekty funkcjonowania organizacji gospodarczych*, Białystok, http://hdl.handle.net/11320/12886 [dostęp: 10.09.2025].

Sierpińska, M., Jachna, T. (2007), *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Skowronek-Mielczarek, A. (2013), *Strategie i metody rozwoju w praktyce polskich przedsiębiorstw*, „Organizacja i Kierowanie", nr 4(157), https://scholar.google.com/citations?view_op=view_citation&hl=pl&user=E4-gya8AAAAJ&citation_for_view=E4-gya8AAAAJ:LkGwnXOMwfcC [dostęp: 26.08.2025].

Soliwoda, M. (2011), *Rentowność i płynność finansowa przedsiębiorstw w Polsce*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu", nr 158, https://dbc.wroc.pl/Content/118351/Soliwoda_Rentownosc_i_plynnosc_finansowa_przedsiebiorstw.pdf [dostęp: 19.09.2025].

Tekin, B. (2022), *What Are the Internal Determinants of Return on Assets and Equity of the Energy Sector in Turkey?*, „Financial Internet Quarterly", Vol. 18, No. 3, https://doi.org/10.2478/fiqf-2022-0018.

Wasilewski, M., Domańska, T. (2012), *Wykorzystanie modeli dyskryminacyjnych do oceny kondycji finansowej Zakładów Tłuszczowych Kruszwica S.A.*, „Zeszyty Naukowe SGGW – Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej", nr 96, https://sj.wne.sggw.pl/pdf/EIOGZ_2012_n96_s303.pdf [dostęp: 10.09.2025].

Wilczyńska, M. (2018), *Analiza wskaźnikowa jako narzędzie wykorzystywane do oceny sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia", nr 2(92), https://wnus.usz.edu.pl/frfu/file/article/download/12553.pdf [dostęp: 19.09.2025].

Zawadzka, D., Ardan, R., Szafraniec-Siluta, E. (2011), *Płynność finansowa a rentowność przedsiębiorstw rolnych w Polsce – ujęcie modelowe*, „Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej", nr 88, https://sj.wne.sggw.pl/pdf/EIOGZ_2011_n88_s195.pdf [dostęp: 19.09.2025].

Żurakowska-Sawa, J. (2021), *Efektywność ekonomiczna przedsiębiorstw przemysłowych w zależności od fazy cyklu życia*, „Monografie i Rozprawy", nr 13, Wydawnictwo PSW, Biała Podlaska.

Spis infografik, tabel i wykresów

SPIS INFOGRAFIK

Infografika 1. Kondycja finansowa przedsiębiorstw z branży przetwórstwo przemysłowe w latach 2020-2024 23
Infografika 2. Kondycja finansowa przedsiębiorstw z branży budownictwo w latach 2020–2024 24
Infografika 3. Kondycja finansowa przedsiębiorstw z branży handel w latach 2020-2024 25
Infografika 4. Kondycja finansowa przedsiębiorstw z branży transport i gospodarka magazynowa w latach 2020-2024 26
Infografika 5. Kondycja finansowa przedsiębiorstw z branży zakwaterowanie i gastronomia w latach 2020-2024 27
Infografika 6. Kondycja finansowa przedsiębiorstw z branży informacja i komunikacja w latach 2020-2024 28
Infografika 7. Kondycja finansowa przedsiębiorstw z branży pozostała działalność usługowa w latach 2020-2024 29
Infografika 8. Ryzyko upadłości przedsiębiorstw wg wskaźnika Altmana w latach 2020-2024 (w proc.) 32

SPIS TABEL

Tabela 1. Wyniki estymacji parametrów modeli opisujących wpływ wskaźników finansowych na rentowność aktywów przedsiębiorstw według sekcji PKD 10

SPIS WYKRESÓW

Wykres 1. Dynamika wskaźników rentowności, wskaźnika poziomu kosztów i udziału firm z zyskiem w latach 2014-2024 (w proc.) 11
Wykres 2. Przetwórstwo przemysłowe – główne wskaźniki finansowe w branży w latach 2014-2024 (w proc.) 13
Wykres 3. Budownictwo – główne wskaźniki finansowe w branży w latach 2014-2024 (w proc.) 14
Wykres 4. Handel – główne wskaźniki finansowe w branży w latach 2014-2024 (w proc.). 15
Wykres 5. Transport i gospodarka magazynowa – główne wskaźniki finansowe w branży w latach 2014-2024 (w proc.). 16
Wykres 6. Zakwaterowanie i gastronomia – główne wskaźniki finansowe w branży w latach 2014-2024 (w proc.) 17
Wykres 7. Informacja i komunikacja – główne wskaźniki finansowe w branży w latach 2014-2024 (w proc.) 18
Wykres 8. Pozostała działalność usługowa – główne wskaźniki finansowe w branży w latach 2014-2024 (w proc.). 19
Wykres 9. Zmiana poziomu rentowności w firmach w 2024 r. i przewidywania dotyczące 2025 r. (w proc.) 38
Wykres 10. Wpływ zewnętrznych i wewnętrznych czynników na rentowność firmy (w proc.) 39
Wykres 11. Zewnętrzne i wewnętrzne czynniki mające duży lub bardzo duży wpływ na rentowność w różnych branżach (w proc.) 41
Wykres 12. Rentowność firm a sytuacja finansowa firm w 2024 r. i przewidywania dotyczące 2025 r. (w proc.) 42
Wykres 13. Rentowność firm a zmiana poziomu inwestycji w firmach w 2024 r. w stosunku do 2023 r. (w proc.) 43
Wykres 14. Rentowność firm a bariery funkcjonowania przedsiębiorstw w 2024 r. (w proc.) 44
Wykres 15. Rentowność firm a podejmowanie przez nie działań rozwojowych (w proc.) 45

Polski Instytut Ekonomiczny

Polski Instytut Ekonomiczny to publiczny *think tank* ekonomiczny z historią sięgającą 1928 roku. Jego obszary badawcze to przede wszystkim makroekonomia, energetyka i klimat, handel zagraniczny, foresight gospodarczy, gospodarka cyfrowa i ekonomia behawioralna. Instytut przygotowuje raporty, analizy i rekomendacje dotyczące kluczowych obszarów gospodarki oraz życia społecznego w Polsce, z uwzględnieniem sytuacji międzynarodowej.

Polski
Instytut
Ekonomiczny