

Karolina Jaroń, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Wpływ pandemii COVID-19 na rentowność przedsiębiorstwa LPP S.A.

Streszczenie: W pracy dokonano próby powiązania wyników rentowności przedsiębiorstwa LPP S.A. z pandemią COVID-19. W badaniu wykorzystano dane pochodzące ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa LPP S.A. za okres I kw. 2019–III kw. 2020 r. Badanie przeprowadzono z wykorzystaniem analizy piramidalnej Du Ponta, metody kolejnych podstawień oraz analizy wstępnej sprawozdań finansowych. Poprzedzono je analizą sytuacji w sektorze odzieżowym w Polsce w okresie I kw. 2020–I kw. 2021 r. Na podstawie danych GUS-u (Głównego Urzędu Statystycznego) wykazano związek między interwencjonizmem państwowym („lockdown”) i sytuacją gospodarczą przedsiębiorstw działających w sektorze odzieżowym, wskazując, że podstawowym kanałem negatywnych skutków pandemii COVID-19 było załamanie popytu konsumpcyjnego w handlu detalicznym. Wniosek ten potwierdziła analiza rentowności przedsiębiorstwa LPP S.A. Stwierdzono, że spadek przychodów ze sprzedaży w relacji do poziomu kosztów sklepów i dystrybucji – wywołany negatywnym szokiem popytowym najpierw na rynkach zagranicznych, a następnie na rynku krajowym – spowodował negatywną reakcję wskaźników rentowności. Ich wzrost, odnotowany w kolejnych kwartałach, wynikał z szybkiego dostosowania spółki w zakresie organizacji sprzedaży i dystrybucji do nowych warunków działalności uwarunkowanych pandemią COVID-19 oraz restrykcjami administracyjno-prawnymi.

Słowa kluczowe: rentowność przedsiębiorstwa, analiza przyczynowa, pandemia COVID-19, model Du Ponta.

1. Wprowadzenie

Wpływ pandemii COVID-19 na funkcjonowanie gospodarek jest analizowany w kontekście m.in. szoków popytowo-podażowych. Wśród kanałów transmisji negatywnego oddziaływania pandemii COVID-19 na sytuację gospodarczą

sektorów/branż i pojedynczych podmiotów gospodarczych badacze wskazują przede wszystkim na¹:

- załamanie popytu krajowego i na rynkach międzynarodowych będące skutkiem interwencjonizmu państwowego mającego na celu zapobieganie rozprzestrzenianiu się wirusa (lockdown),
- zakłócenia łańcuchów dostaw, szczególnie istotne w przypadku powiązań międzynarodowych związanych z importem surowców, materiałów, towarów itp.,
- przestoje operacyjne będące efektem regulacji prawno-administracyjnych bądź braku zasobów siły roboczej (absencje pracowników wynikające z problemów zdrowotnych, ograniczeń w mobilności, urlopów opiekuńczych itp.),
- niekorzystne trendy cenowe związane z zakłóceniami popytu lub w łańcuchu dostaw,
- pogorszenie się sytuacji finansowej odbiorców i powstawanie zatorów płatniczych.

Wymienione skutki pandemii COVID-19 w sposób bezpośredni i pośredni (poprzez powiązania międzybranżowe i międzynarodowe) wpływają na wyniki działalności przedsiębiorstw. Negatywne zmiany w podstawowych pozycjach rachunku zysków i strat (przychodach, kosztach), a także w bilansie (przede wszystkim aktywach obrotowych i zobowiązaniach) znajdują wyraz w kształtowaniu się wskaźników rentowności.

Wyniki badań wskazują, że niekorzystne skutki pandemii COVID-19 dotyczą niemal wszystkie branże i działające w nich przedsiębiorstwa, przy czym ich skala nie jest jednakowa i zależy od²:

- branży, w której funkcjonuje przedsiębiorstwo, tj. od skali administracyjnych restrykcji, które bezpośrednio albo pośrednio destabilizują działalność funkcjonujących w niej przedsiębiorstw,

¹ Raport Banku Pekao: *Gospodarka w czasach pandemii. Spojrzenie sektorowe na bazie pierwszych doświadczeń globalnych*, kwiecień 2020, s. 5, https://www.pekao.com.pl/dam/jcr:fb42098b-6f8f-4bbd-b98b-98e6dad3eb3a/Raport%20Banku%20Pekao_Gospodarka%20w%20czasach%20pandemii.pdf (dostęp: 2.02.2021); Ł. Marć, B. Skowron, *Pomiar pulsu przedsiębiorstw*, Badanie COVID-19 Business Pulse Survey (COV-BPS) – Polska, s. 2, https://en.parp.gov.pl/storage/publications/pdf/08-COV-BPS-Survey_Poland_results_FINAL_PL_plus_author_info.pdf (dostęp: 2.02.2021).

² *Gospodarka w czasach pandemii...*, op. cit., s. 5.

- stopnia powiązania działalności gospodarczej przedsiębiorstwa z rynkami zagranicznymi (w sferze zaopatrzenia, produkcji, sprzedaży) oraz możliwości szybkiego dostosowywania się do zmieniających się warunków zewnętrznych.

Wyjaśnia to, dlaczego w przypadku jednych przedsiębiorstw efektem pandemii COVID-19 są głęboki kryzys, załamanie kondycji finansowej i ryzyko bankructwa, podczas gdy niektóre branże i funkcjonujące w ich ramach przedsiębiorstwa cechuje relatywnie duża odporność na negatywne szoki popytowo-podażowe³. Dlatego w badaniu wpływu pandemii COVID-19 na sytuację gospodarczą ważne jest także prowadzenie analiz nie tylko na poziomie branż, ale również pojedynczych przedsiębiorstw.

W opracowaniu przedstawiono rezultaty analizy sytuacji finansowej polskiego przedsiębiorstwa LPP S.A. w okresie pandemii COVID-19. Celem niniejszej pracy jest ukazanie wpływu pandemii COVID-19 na rentowność wybranej jednostki z sektora odzieżowego. Cel osiągnięto poprzez przeprowadzenie badań, które wyłoniły czynniki oddziałujące w największym stopniu na rentowność przedsiębiorstwa mierzoną wskaźnikami **ROE** (wskaźnik rentowności kapitału własnego), **ROA** (wskaźnik rentowności aktywów) i **ROS** (wskaźnik rentowności sprzedaży).

Wybór podmiotu badań wynikał z dwóch przesłanek. Po pierwsze, przedsiębiorstwo LPP S.A. należy do sektora odzieżowego. Zajmuje się projektowaniem, produkcją i sprzedażą odzieży, jest właścicielem takich marek, jak Reserved, Cropp, House, Mohito i Sinsay. Sektor odzieżowy, obok branży lotniczej, gastronomicznej i turystycznej, jest wskazywany jako obszar gospodarki najbardziej dotknięty skutkami pandemii COVID-19⁴. Po drugie, działalność spółki jest silnie powiązana z rynkami międzynarodowymi. W ramach własnej sieci dystrybucji LPP S.A. (ponad 1700 salonów) obsługuje nie tylko rynek krajowy, ale także rynki krajów Unii Europejskiej, Europy Wschodniej, bałkańskich i Bliskiego Wschodu. Towary oferowane przez LPP S.A. produkowane są w zakładach zlokalizowanych w Szanghaju, Dhace oraz w krajach europejskich – m.in. w Polsce, Portugalii, Rumunii, Bułgarii, Turcji i we Włoszech⁵.

W badaniu wpływu pandemii COVID-19 na rentowność przedsiębiorstwa LPP S.A. wykorzystano dane pochodzące ze sprawozdań finansowych

³ *Ibidem*, s. 6.

⁴ *Ibidem*, s. 6.

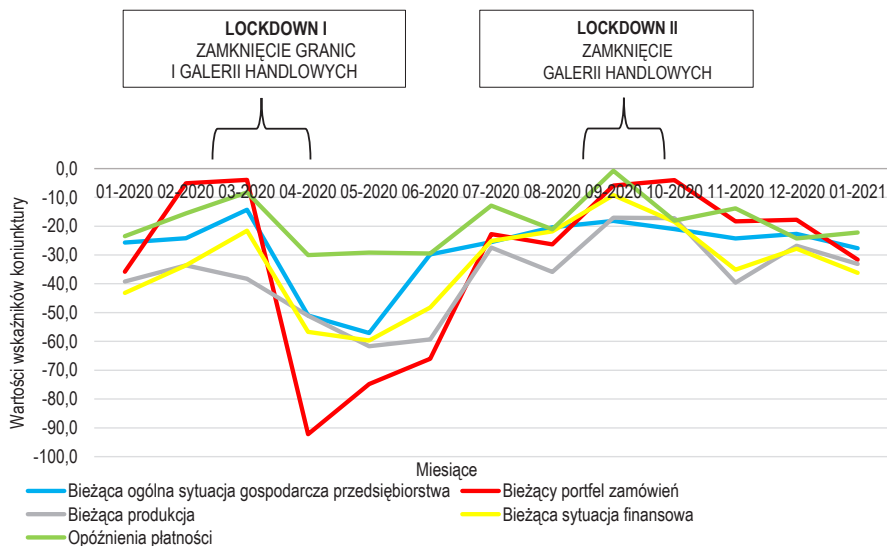
⁵ *O nas*, oficjalna strona LPP S.A., <https://www.lppsa.com/o-nas> (dostęp: 3.02.2021).

spółki z okresu I kw. 2019–III kw. 2020 r. W badaniu wykorzystano model Du Pont'a, metodę kolejnych podstawień oraz analizę wstępną sprawozdań finansowych. Badanie rentowności przedsiębiorstwa LPP S.A. poprzedzono charakterystyką sytuacji gospodarczej w sektorze odzieżowym w Polsce w okresie styczeń 2020–styczeń 2021 r.

2. Sytuacja przedsiębiorstw w sektorze odzieżowym w Polsce w okresie pandemii COVID-19

Analizując wpływ pandemii COVID-19 na sytuację przedsiębiorstw działających w sektorze odzieżowym w Polsce, należy wyróżnić dwa podokresy: tzw. lockdown I (trwający od marca 2020 do maja 2020 r.) i lockdown II (obejmujący koniec października i listopad 2020 r.). Charakterystyczny dla tych okresów interwencjonizm państwowy, polegający na wprowadzaniu bezprecedensowych środków zapobiegawczych w celu spowolnienia rozprzestrzeniania się wirusa, takich jak np. zamknięcie galerii handlowych, zamknięcie granic, wprowadzenie kwarantanny, ograniczenie liczby osób przebywających w sklepach, nie tylko zakłócił funkcjonowanie przedsiębiorstw zajmujących się handlem detalicznym, ale także wzmocnił negatywne szoki podażyowo-popytowe odczuwane w branżach powiązanych, w tym w branży – produkcja odzieży. Skalę tych zakłóceń odzwierciedlają między innymi rezultaty badania GUS-u przeprowadzonego metodą testu koniunktury (wykres 1)⁶.

⁶ Test koniunktury jest badaniem ankietowym prowadzonym wśród przedsiębiorców, którzy oceniają sytuację swoich przedsiębiorstw w różnych obszarach działalności gospodarczej, takich jak produkcja, zapasy, zamówienia, sytuacja finansowa itp. Prosty wskaźnik koniunktury jest wyliczany jako różnica między procentowym udziałem odpowiedzi pozytywnych oraz procentowym udziałem odpowiedzi negatywnych. Dodatnia wartość wskaźnika oznacza sytuację pozytywną z punktu widzenia przedsiębiorców, zaś ujemna –negatywną, z kolei wzrost (spadek) wskaźnika jest sygnałem poprawy (pogorszenia) koniunktury. *Zeszyt metodologiczny. Badanie koniunktury gospodarczej*, GUS, Warszawa 2018, s. 17–18.



Wykres 1. Wartości wskaźników koniunktury w dziale polskiego przetwórstwa przemysłowego: produkcja odzieży w okresie styczeń 2020–styczeń 2021 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS-u: *Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000–2021 (styczeń 2021)*, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/koniunktura/koniunktura/koniunktura-w-przetworstwie-przemyslowym-budownictwie-handlu-i-uslugach-2000-2021-styczen-2021,4,45.html> (dostęp: 2.02.2021).

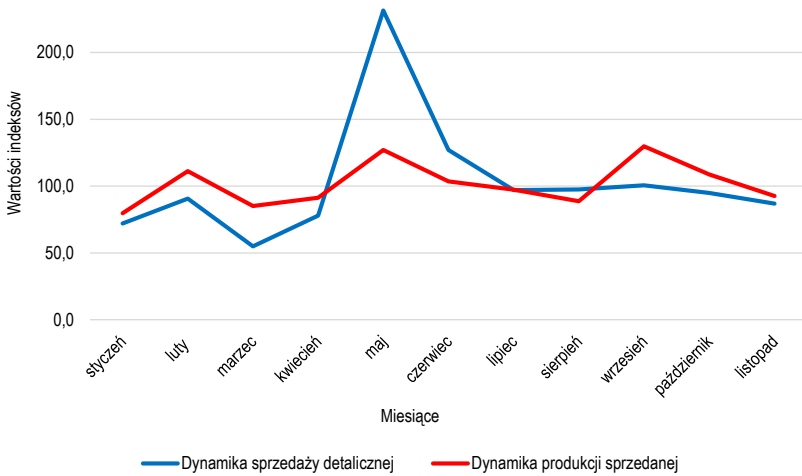
Odnotowane w kwietniu 2020 r. spadki wartości wskaźników koniunktury w analizowanej branży jednoznacznie świadczą o istotnym pogorszeniu się sytuacji przedsiębiorstw, przede wszystkim w odniesieniu do bieżącego portfela zamówień. Wartość wskaźnika bieżącego portfela zamówień na poziomie -90 oznacza, że ponad 90% przedsiębiorców oceniło sytuację w tym zakresie jako złą. Załamanie popytu konsumpcyjnego w sektorze handlu detalicznego i w następstwie spadek zamówień w sektorze produkcyjnym przełożyły się na spadek produkcji (pogorszenie wskaźnika produkcji) oraz pogorszenie ocen ogólnej oraz finansowej sytuacji przedsiębiorstw. W okresie tzw. I lockdownu w najmniejszym stopniu zmniejszyła się wartość wskaźnika opóźnień płatności, co sugeruje, że problemy wynikające z opóźnień w regulowaniu należności przez odbiorców nie były dla przedsiębiorstw w analizowanej branży

najważniejszym czynnikiem wpływającym na ich kondycję finansową. Należy jednak zaznaczyć, że dalszy spadek wartości wskaźnika opóźnień płatności w maju 2020 r., tj. do -30 , i utrzymująca się w kolejnych dwóch miesiącach jego niska wartość – wskazują na odroczenie w czasie zatorów płatniczych spowodowanych trudną sytuacją przedsiębiorstw w sektorze handlu detalicznego.

Stopniowe uwalnianie gospodarki i towarzyszący mu w kolejnych miesiącach interwencjonizm państwowy w postaci tzw. tarcz antykryzysowych wpłynęły na poprawę sytuacji przedsiębiorstw. Wyrazem tego był obserwowany do września 2020 r., a w przypadku portfela zamówień i bieżącej produkcji – do października 2020 r., wzrost wartości wskaźników koniunktury. Wprowadzenie kolejnego lockdownu (przełom października i listopada 2020 r.) ponownie wpłynęło na pogorszenie sytuacji przedsiębiorstw w branży – produkcja odzieży, aczkolwiek spadki wartości wskaźników koniunktury nie były tak silne, jak te zaobserwowane w kwietniu 2020 r. – tj. podczas trwania pierwszego lockdownu. Restrykcje wdrożone w ramach II lockdownu były mniej rygorystyczne, a co ważniejsze – przedsiębiorstwa podjęły działania dostosowawcze do nowej sytuacji, takie jak wprowadzenie/rozwój sprzedaży internetowej, zmiany organizacji procesów produkcyjnych i dystrybucji czy pracę zdalną. Na przykład z badań GUS-u wynika, że udział sprzedaży przez Internet w sprzedaży detalicznej w sektorze odzieżowym w kwietniu 2020 r. wyniósł aż 61,3%, co oznacza wzrost w stosunku do miesiąca poprzedniego o ponad 25 p.p.⁷. Analogiczną tendencję zaobserwowano w listopadzie 2020 r., przy czym udział sprzedaży przez Internet osiągnął wtedy poziom 35,4% – przy zdecydowanie wyższej dynamice w porównaniu z okresem poprzednim (wzrost o niemal 56%).

Związek między pandemią COVID-19, restrykcjami rządowymi i sytuacją przedsiębiorstw sektora odzieżowego potwierdzają także dane pochodzące z badań ilościowych GUS-u, dotyczące choćby kształtowania się indeksu dynamiki sprzedaży detalicznej w sektorze tekstylia, odzież, obuwiu oraz indeksu dynamiki produkcji sprzedanej w dziale wytwarzania – produkcja odzieży (wykres 2).

⁷ GUS, *Dynamika sprzedaży detalicznej w grudniu 2020 roku*, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/handel/dynamika-sprzedazy-detalicznej-w-grudniu-2020-roku,14,72.html> (dostęp: 2.02.2021).



Wykres 2. Indeksy dynamiki sprzedaży detalicznej (tekstylii, odzież, obuwie) i produkcji sprzedanej w branży produkcja odzieży w okresie styczeń–wrzesień 2020 r. (miesiąc poprzedni = 100, ceny stałe)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: GUS, „Biuletyn Statystyczny” 2020, nr 11, Warszawa, grudzień 2020, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/inne-opracowania/informacje-o-sytuacji-spoleczno-gospodarczej/biuletyn-statystyczny-nr-112020,4,106.html>; GUS, *Dynamika sprzedaży detalicznej w grudniu 2020 roku*, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/handel/dynamika-sprzedazy-detalicznej-w-grudniu-2020-roku,14,72.html> (dostęp: 2.02.2021).

Chociaż już w pierwszych dwóch miesiącach 2020 r. sprzedaż detaliczna tekstyliów, odzieży i obuwia wykazywała tendencję malejącą, to w marcu, w porównaniu z miesiącem poprzednim, jej wartość zmniejszyła się o ponad 45%. Skutkiem I lockdownu był nie tylko spadek sprzedaży detalicznej, ale także przesunięcie w czasie popytu konsumpcyjnego na kolejne miesiące po uwolnieniu gospodarki (otwarcie galerii handlowych). Wzrost sprzedaży detalicznej w maju 2020 r. o ponad 130% był efektem skumulowania bieżących i niezrealizowanych planów zakupowych. Podobne tendencje w zakresie kształtowania indeksów dynamiki odnotowano dla produkcji sprzedanej branży produkcja odzieży. Ta obserwacja pośrednio wskazuje na związek między sprzedażą detaliczną a produkcją sprzedaną przedsiębiorstw funkcjonujących w branży produkcja odzieży.

Skutki COVID-19, wynikające zarówno z załamania popytu, ale także z innych czynników o charakterze podażowym (np. zakłócenia w łańcuchach

dostaw, wzrost cen surowców), negatywnie wpłynęły na kształtowanie się podstawowych kategorii ekonomicznych przedsiębiorstw w branży odzieżowej, takich jak: przychody ze sprzedaży i koszty uzyskania przychodów, wyniki finansowe i w końcu na rentowność działalności gospodarczej. Na przykład w pierwszym kwartale 2020 r. przedsiębiorstwa branży odzieżowej odnotowały spadek przychodów ze sprzedaży o 8,2%, a w drugim kwartale o ponad 15% (w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego)⁸. Z kolei wskaźnik rentowności przychodów ze sprzedaży w pierwszym kwartale 2020 r. – w zestawieniu z analogicznym okresem roku poprzedniego – zmniejszył się o 7,1 p.p., a w I półroczu o 2,8 p.p. Podobne spadki odnotowano dla wskaźnika rentowności obrotu netto⁹, tj. o 6,0 p.p. i 1,0 p.p.

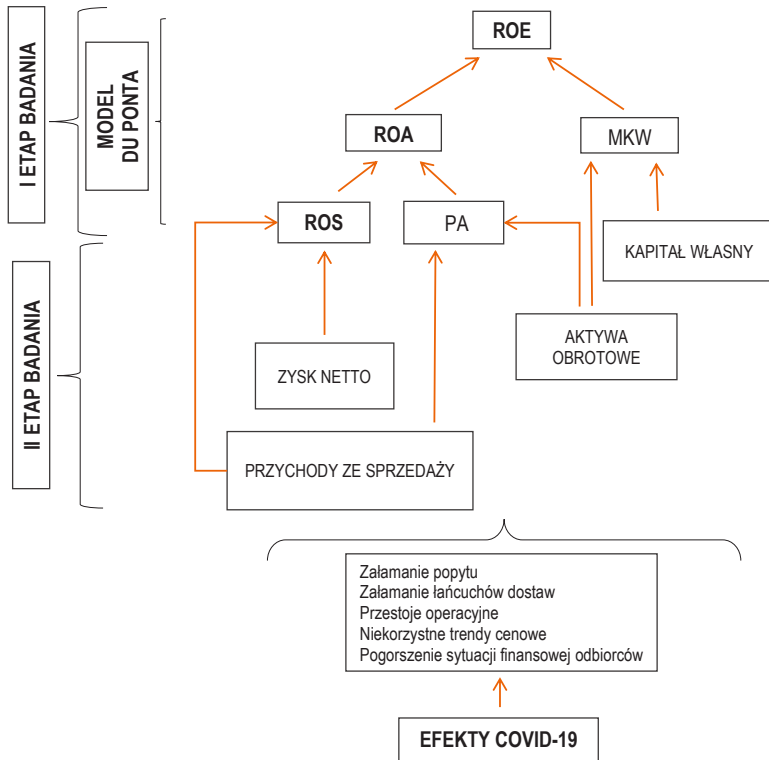
Przytoczone dane odzwierciedlają w sposób ogólny sytuację w sektorze odzieżowym w okresie kryzysu COVID-19, potwierdzając jego negatywne skutki dla działalności gospodarczej przedsiębiorstw. Nie uwzględniają one jednak specyfiki poszczególnych podmiotów, która może mieć istotne znaczenie dla identyfikacji głównych kanałów transmisji negatywnych skutków pandemii oraz ich wpływu na wyniki ekonomiczne i rentowność firm.

3. Koncepcja badania wpływu pandemii COVID-19 na rentowność przedsiębiorstwa LPP S.A.

Próbę analizy wpływu pandemii COVID-19 na rentowność przedsiębiorstwa LPP S.A. przeprowadzono według schematu analitycznego, w którym uwzględniono podstawowe kategorie objaśniane oraz czynniki determinujące ich zmiany (rysunek 1).

⁸ Obliczenia własne na podstawie danych: GUS, „Biuletyn Statystyczny” 2020, nr 11, Warszawa, grudzień 2020, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/inne-opracowania/informacje-o-sytuacji-spoleczo-gospodarczej/biuletyn-statystyczny-nr-112020,4,106.html> (dostęp: 2.02.2021).

⁹ Wskaźnik rentowności obrotu netto to relacja wyniku finansowego netto do przychodów z całokształtu działalności; *Rocznik Statystyczny Przemysłu*, GUS, Warszawa 2020, s. 134.



Rysunek 1. Schemat analityczny wpływu pandemii COVID-19 na rentowność jednostki

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne S.A., Warszawa 2007, s. 122.

Jako zmienne objaśniane zastosowano podstawowe wskaźniki rentowności: wskaźnik rentowności netto przychodów ze sprzedaży (ROS), wskaźnik rentowności netto aktywów ogółem (ROA) i wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE). Wskaźniki te zgodnie z modelem Du Ponta wiążą jednokierunkowy system zależności, mianowicie: zmiany ROS wpływają na zmiany ROA, te zaś na zmiany ROE. Jednocześnie zmiany wartości ROA są uwarunkowane zmianami wskaźnika produktywności aktywów ogółem (PA), a zmiany ROE, bezpośrednio, zmianami mnożnika kapitału własnego (MKW). Sposób obliczania wartości wskaźników oraz ich interpretację przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Zestawienie wskaźników w modelu Du Ponta

Symbol	Wzór	Interpretacja
ROE	$\frac{\text{Zysk netto}}{(\text{średni stan}) \text{ Kapitał własny}} \times 100$	Wartość wskaźnika wyraża, ile zysku netto przypada na 100 zł kapitału własnego. Wzrost wartości ROE oznacza lepsze wykorzystywanie kapitałów zaangażowanych w działalność gospodarczą.
ROA	$\frac{\text{Zysk netto}}{(\text{średni stan}) \text{ Aktywa ogółem}} \times 100$	Wartość wskaźnika odzwierciedla kwotę zysku netto przypadającą na 100 zł aktywów ogółem. Wzrost wartości ROA oznacza poprawę efektywności gospodarowania majątkiem (aktywami) przedsiębiorstwa.
ROS	$\frac{\text{Zysk netto}}{\text{Przychody ze sprzedaży}} \times 100$	Wartość wskaźnika wyraża, ile zysku netto przypada na 100 zł przychodów netto ze sprzedaży. Wzrost wartości wskaźnika oznacza, że osiągnięcie danej kwoty zysku netto wymaga zrealizowania niższej wartości sprzedaży.
PA	$\frac{\text{Przychody ze sprzedaży}}{(\text{średni stan}) \text{ Aktywa ogółem}}$	Wartość wskaźnika informuje o wartości przychodów ze sprzedaży przypadającej na 1 zł aktywów ogółem. Im wyższa wartość wskaźnika, tym większa zdolność majątku przedsiębiorstwa do generowania przychodów ze sprzedaży.
MKW	$\frac{(\text{średni stan}) \text{ Aktywa ogółem}}{(\text{średni stan}) \text{ Kapitał własny}}$	Wartość wskaźnika wyraża, ile aktywów ogółem przypada na 1 zł kapitału własnego. Wzrost wartości wskaźnika oznacza zwiększenie udziału kapitałów obcych (zobowiązań) w finansowaniu majątku przedsiębiorstwa.

Źródło¹⁰: Opracowanie własne na podstawie: B. Pomykańska, P. Pomykański, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Wskaźniki i decyzje w zarządzaniu*, wydanie II, PWN, Warszawa 2020, s. 54, 73; B. Kotowska, A. Uziębło, O. Wyszowska-Kaniewska, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, wydanie IV, CeDeWu, Warszawa 2017, s. 136.

¹⁰ Więcej nt. wskaźników rentowności patrz: E. Nowak, *Analiza sprawozdań finansowych*, wydanie II, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008, s. 178–189; M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 199–203; W. Gabrusewicz, *Metody analizy finansowej przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2019, s. 238–257; T. Dudycz, *Analiza finansowa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1999, s. 125–129; A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Wydanie II, Wydawnictwo HELION, Gliwice 2017, 176–177.

Wartości wskaźników w modelu Du Ponta w sposób bezpośredni zależą od pozycji ujętych w rachunku zysków i strat (przychodów netto ze sprzedaży, zysku netto) oraz w bilansie przedsiębiorstwa (aktywów ogółem, kapitału własnego).

Badanie wpływu COVID-19 na rentowność przedsiębiorstwa LPP S.A. przeprowadzono w dwóch etapach. Celem etapu pierwszego było zidentyfikowanie obszarów działalności spółki, które w największym stopniu oddziaływały w okresie pandemii COVID-19 na rentowność kapitału własnego. Na tym etapie przeprowadzono analizę przyczynową z wykorzystaniem metody kolejnych podstawień¹¹ dla trzech funkcji:

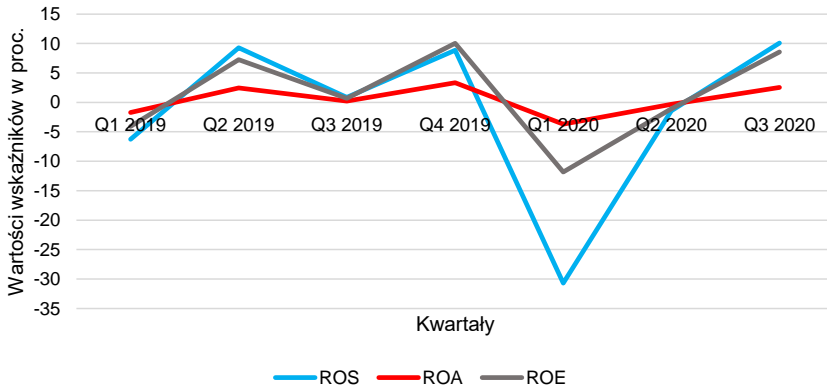
- (1) $ROE = MKW \times ROA$,
- (2) $ROA = PA \times ROS$,
- (3) $ROE = PA \times MKW \times ROS$.

Wartości wskaźników rentowności tworzące model Du Ponta obliczono na podstawie sprawozdań finansowych grupy LPP S.A. za okres **I kw. 2019–III kw. 2020 r.** Analiza wartości wskaźników rentowności w tym okresie wskazuje, że najpoważniejsze skutki pandemii COVID-19 dla działalności LPP S.A. ujawniły się w I kw. 2020 r. (wykres 3).

O ile ujemne wartości wskaźników ROS, ROA i ROE odnotowane w I kw. 2020 r. mogą wynikać z sezonowości cechującej działalność przedsiębiorstwa LPP S.A., o tyle ich spadki w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego – ROS o 24,44 p.p., ROA o 1,99 p.p. i ROE o 7,76 p.p., świadczą o poważnym zakłóceniu w dotychczasowym funkcjonowaniu badanego przedsiębiorstwa. Dlatego analizę przyczynową zmian wskaźnika ROE wykonano dla okresu IV kw. 2019–I kw. 2020 r.

W drugim etapie badania przeprowadzono wstępną analizę sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa LPP S.A., koncentrując się na obszarach, które w poprzednim etapie badawczym wytypowano jako najistotniejsze dla zmian rentowności kapitału własnego.

¹¹ Metoda kolejnych podstawień należy do metod analizy przyczynowej. Jest to metoda deterministyczna, to znaczy wymaga przyjęcia *ex ante* zestawu czynników wpływających na zmianę kategorii wyjaśnianej oraz postać funkcyjną związku między nimi. Szerzej na temat tej metody zob. L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne S.A., Warszawa 2007, s. 26–31.



Wykres 3. Wartości wskaźników rentowności grupy LPP S.A. w okresie I kw. 2019–III kw. 2020 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych LPP S.A. z okresu I kw. 2019–III kw. 2020 r., <https://www.lpp.com/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe> (dostęp: 31.01.2021).

Wnioskowanie oparto na metodzie dedukcji, a w interpretacji wyników uwzględniono wskazane w pierwszym punkcie opracowania uwarunkowania działalności przedsiębiorstw w sektorze odzieżowym w okresie COVID-19 (lockdown) oraz specyficzne cechy działalności przedsiębiorstwa LPP S.A. wynikające z jej umiędzynarodowienia zarówno w sferze produkcji, jak i dystrybucji.

4. Wyniki analizy empirycznej

Rezultaty analizy przyczynowej zmian wskaźnika ROE, przeprowadzonej metodą kolejnych podstawień (I etap badawczy), przedstawiono w tabeli 2.

Z porównania odchylen częściowych obliczonych dla zmian rentowności kapitału własnego wynika, że największy wpływ na spadek wartości wskaźnika ROE miały:

- obniżenie rentowności aktywów ogółem [funkcja dwuczynnikowa (1)]¹²;

¹² Spadek ROA o 7,03 p.p., przy założeniu, że MKW wynosił 3,21, przełożył się na spadek ROE o 22,52 p.p.

- obniżenie rentowności przychodów ze sprzedaży oraz w mniejszym stopniu produktywności aktywów ogółem [funkcja trzyczynnikowa (3)]¹³.

Tabela 2. Wyniki analizy przyczynowej zmian ROE i ROA w okresie IV kw. 2019–I kw. 2020 r.

Wskaźnik	IV kw. 2019	I kw. 2020	Odchylenie bezwzględne	Zmienna objaśniana		
				ROE		ROA
				(1)	(3)	(2)
				Odchylenia cząstkowe		
ROE [proc.]	10,04	-11,82	-21,86	-	-	-
ROA [proc.]	3,34	-3,69	-7,03	-22,52	-	-
ROS [proc.]	8,85	-30,71	-39,56	-	-15,23	-4,75
MKW	3,01	3,21	0,20	0,66	0,21	-
PA	0,38	0,12	-0,26	-	-6,84	-2,28
Suma odchyień cząstkowych				-21,86	-21,86	-7,03

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych LPP S.A.

W przypadku obu funkcji odchylenia cząstkowe obliczone dla mnożnika kapitału własnego (0,66 i 0,21) wskazują, że wpływ zmian wartości MKW na rentowność kapitałów własnych przedsiębiorstwa LPP S.A. można uznać za marginalny. Jednocześnie z analizy zmian rentowności aktywów ogółem [funkcja dwuczynnikowa (2)] wynika, że największy wpływ na odchylenie ogólne miało obniżenie rentowności przychodów ze sprzedaży, aczkolwiek nie można pominąć wpływu zmian PA na spadek ROA¹⁴.

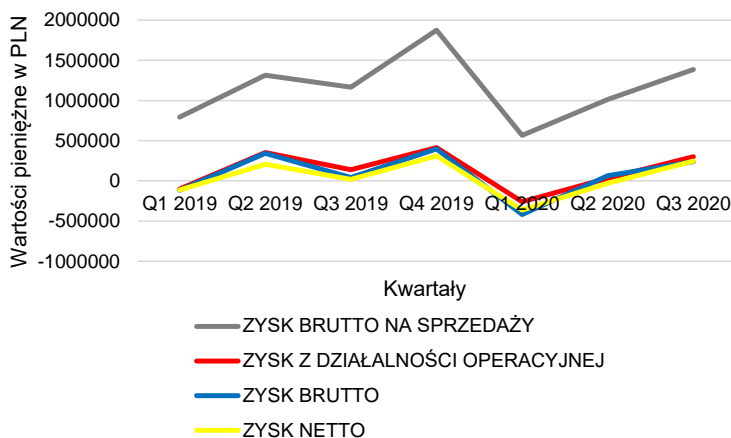
Biorąc pod uwagę system powiązań wskaźników w modelu Du Pont'a, pierwotnych przyczyn odnotowanego w I kw. 2020 r. spadku rentowności kapitałów własnych przedsiębiorstwa LPP S.A. należałoby poszukiwać głównie w czynnikach, które spowodowały obniżenie rentowności przychodów ze

¹³ Spadek ROS o 39,56 p.p., przy założeniu, że PA i MKW wynosiły odpowiednio 0,12 i 3,21 jednostek, spowodował obniżenie rentowności kapitału własnego o 15,23 p.p. Z kolei spadek PA o 0,26 jednostek, uwzględniając, że ROS i MKW pozostały bez zmian, przyczynił się do obniżenia wartości ROE o 6,84 p.p.

¹⁴ Spadek PA o 0,12, przy założeniu że rentowność przychodów ze sprzedaży pozostała na poziomie 8,85%, spowodował obniżenie rentowności kapitału własnego o 2,28 p.p. Z kolei skutkiem obniżenia ROS o 39,56 p.p., uwzględniając zmianę PA, był spadek ROA o 4,75 p.p.

sprzedaży i produktywności aktywów ogółem. Dlatego w II etapie badania analizie poddano kształtowanie się zysku netto i jego głównych składowych oraz przychodów ze sprzedaży, jak też aktywów ogółem.

W pierwszych dwóch kwartałach 2020 r. grupa LPP S.A. odnotowała ujemne wartości zysku netto¹⁵ i pozostałych kategorii wyniku finansowego (wykres 4). Wyjątkiem był wynik na sprzedaży brutto, którego wartość w całym okresie analizy była dodatnia, aczkolwiek w I kw. 2020 r. jego wartość w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego spadła o 28,4%, a w stosunku do IV kw. 2019 r. aż o 69,7%.



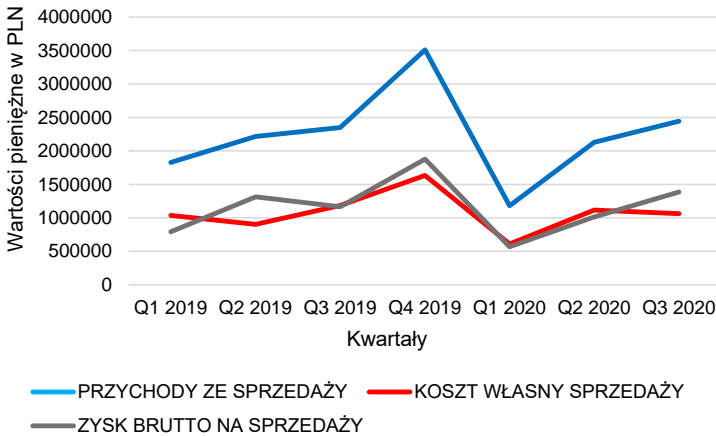
Wykres 4. Wyniki finansowe przedsiębiorstwa LPP S.A. w okresie I kw. 2019–III kw. 2020 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa LPP S.A. za okres I kw. 2019–III kw. 2020 r., <https://www.lpp.com/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe> (dostęp: 31.01.2021).

Porównanie kształtowania się różnych kategorii zysków przedsiębiorstwa LPP S.A. w okresie COVID-19 wskazuje, że kluczowa w rozpoznaniu przyczyn spadku zysku netto i rentowności działalności gospodarczej spółki jest analiza kategorii wpływających na zysk brutto i zysk netto na sprzedaży,

¹⁵ W I i II kw. 2020 r. wynik finansowy netto grupy LPP S.A. wyniósł odpowiednio –361 990 tys. zł i –30 639 tys. zł. W I kw. 2020 r. wynik finansowy netto zmniejszył się o 247 401 tys. zł w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego i o 672 510 tys. zł w stosunku do IV kw. 2019 r.

tj. przychodów netto ze sprzedaży, kosztów własnych sprzedanych produktów oraz kosztów sklepów i dystrybucji (wykres 5).



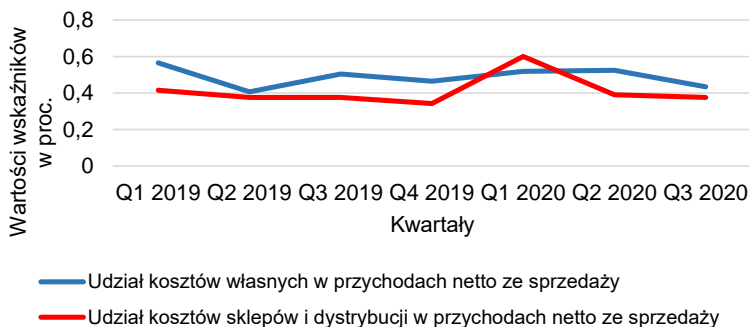
Wykres 5. Wybrane kategorie pochodzące z rachunku zysków i strat przedsiębiorstwa LPP S.A. za okres I kw. 2019–III kw. 2020 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa LPP S.A. za okres I kw. 2019–III kw. 2020 r., <https://www.lpp.com/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe> (dostęp: 31.01.2021).

Odnotowany przez grupę LPP S.A. w I kwartale 2020 r. w stosunku do IV kw. 2019 r. spadek przychodów netto ze sprzedaży o około 66,4% i towarzysząca temu niższa dynamika spadku kosztów własnych sprzedanych produktów (spadek o 62,6%), a przede wszystkim kosztów sklepów i dystrybucji (spadek o 41,2%), wpłynęły na pogorszenie wyników finansowych brutto i netto na sprzedaży – a tym samym na wynik finansowy netto¹⁶. Warto zwrócić uwagę, że w tym okresie koszty związane z utrzymaniem własnej sieci sprzedaży i dystrybucji przewyższyły koszty własne sprzedanych produktów. Wynik ten, biorąc pod uwagę relatywnie wysoki udział tej kategorii kosztów w kosztach ogółem, wskazuje, że zmiany wskaźnika poziomu kosztów wyrażającego relację między kosztami sklepów i dystrybucji a przychodami netto ze sprzedaży produktów były najważniejszym czynnikiem wpływającym na wyniki

¹⁶ W przypadku pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych, a także przychodów i kosztów finansowych, w badanym okresie firma LPP S.A. nie odnotowała większych zmian. Jedynie w I kw. 2020 r. wykazano niewielki wzrost kosztów finansowych.

finansowe grupy LPP S.A. w początkowym okresie pandemii COVID-19 (wykres 6).



Wykres 6. Wskaźniki poziomu kosztów [w proc.] w przedsiębiorstwie LPP S.A. w okresie I kw. 2019–III kw. 2020 r.

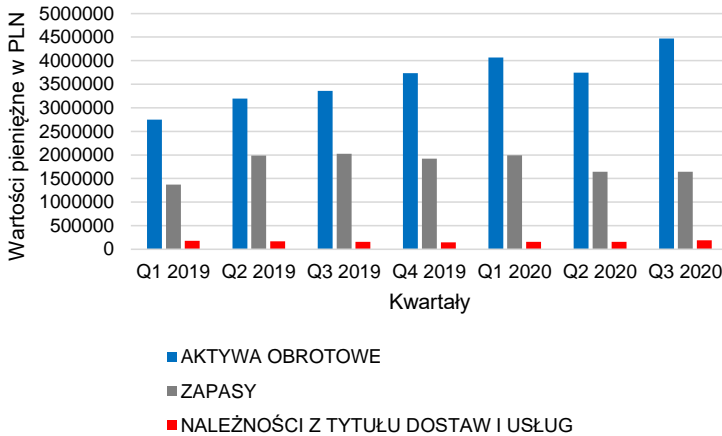
Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa LPP S.A. z okresu I kw. 2019–III kw. 2020 r., <https://www.lpp.com/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe> (dostęp: 31.01.2021).

Obserwowane w kolejnych dwóch kwartałach 2020 r. pozytywne zmiany w zakresie kształtowania się wskaźników poziomu kosztów wpłynęły na poprawę sytuacji finansowej przedsiębiorstwa widoczną zarówno w wartościach poszczególnych kategorii zysków, jak i wskaźników rentowności ROE, ROA i ROS (wykresy 3 i 4).

W odniesieniu do podstawowych składników bilansu grupy LPP S.A., przedstawionych na wykresie 7, zaobserwowano w badanym okresie utrzymującą się, z wyjątkiem II kw. 2020 r., wzrostową tendencję poziomu aktywów obrotowych. Wydaje się, że zmiany te, pomijając wskazany II kw. 2020 r., były jedynie wzmacniane sytuacją COVID-19. Trudno zatem stwierdzić, na ile negatywne skutki pandemii znalazły wyraz w kształtowaniu się aktywów ogółem – a tym samym wartości wskaźników PA i ROA.

W interpretacji rezultatów analizy rentowności firmy LPP S.A. w okresie I kw.–III kw. 2020 r. należy zwrócić uwagę, że negatywne skutki pandemii COVID-19 w działalności badanej spółki ujawniły się, analogicznie jak w przypadku całego sektora odzieżowego w Polsce, w I kw. 2020 r. W kolejnych kwartałach zaobserwowano analogiczne zmiany. Warto również zwrócić uwagę na skalę zakłóceń wynikających z wprowadzenia restrykcji w ramach lockdownu I. Spadek przychodów ze sprzedaży odnotowany w grupie

LPP S.A. w I kw. 2020 r., w porównaniu z poprzednim kwartałem, wyniósł 66,4%, zaś na poziomie całej branży odzieżowej w Polsce – 26,9%. Jednocześnie w II kw. 2020 r. w całej branży odzieżowej odczuwany był dalszy spadek przychodów ze sprzedaży (o 3,8% w porównaniu z poprzednim kwartałem), natomiast w badanej spółce przychody ze sprzedaży zwiększyły się o 80,6%.



Wykres 7. Wybrane pozycje bilansu przedsiębiorstwa LPP S.A. w okresie I kw. 2019–III kw. 2020 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych grupy LPP S.A. za okres I kw. 2019–III kw. 2020 r., <https://www.lpp.com/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe> (dostęp: 31.01.2021).

Przyczyn takich rozbieżności w okresach ujawniania się negatywnych konsekwencji pandemii COVID-19 w wynikach grupy LPP S.A. należy upatrywać w umiędzynarodowieniu działalności badanego przedsiębiorstwa. Fakt powiązań gospodarczych spółki z rynkami zagranicznymi spowodował, że restrykcje wprowadzane przez inne kraje już na początku roku 2020, a nawet w IV kw. 2019 r. wpłynęły na wyniki finansowe i rentowność działalności LPP S.A. w I kw. 2020 r. Wydaje się, że ograniczenia wprowadzone przez polski rząd w ramach I lockdownu były jedynie czynnikiem wzmacniającym negatywne skutki pandemii COVID-19, które spółka już odczuwała na rynkach zagranicznych, przede wszystkim załamanie popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie potencjał przedsiębiorstwa umożliwiający szybkie dostosowanie się do nowych warunków pozwolił na odbudowanie wyników finansowych

i poprawę rentowności działalności gospodarczej mimo nadal trudnej sytuacji istniejącej w jego otoczeniu.

5. Podsumowanie

W pracy przedstawiono wyniki analizy wpływu pandemii COVID-19 na rentowność przedsiębiorstwa LPP S.A. W badaniu wykorzystano dane pochodzące ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa LPP S.A. za okres I kw. 2019–III kw. 2020 r. Z uwagi na brak pełnych danych na moment realizacji badań analizą zostały objęte niepełne dwa lata. Badania przeprowadzono, wykorzystując analizę piramidalną Du Ponta, metodę kolejnych podstawień oraz analizę wstępną sprawozdań finansowych. Warto zaznaczyć, że wyniki uzyskane w efekcie zastosowania metody kolejnych podstawień zależą od kolejności podstawiania czynników, dlatego interpretacja rezultatów powinna być ostrożna. Ponadto analizę wstępną wykonano dla niepełnych dwóch okresów, dlatego w celu uzyskania pogłębionych wyników zaleca się kontynuację rozpoczętych badań, a w szczególności rozważenie przeprowadzenia badań za pełne dwa okresy.

Wartości wskaźników analizy rentowności tworzące model Du Ponta zostały obliczone na podstawie sprawozdań finansowych grupy LPP S.A. za okres I kw. 2019–III kw. 2020 r. Badanie poprzedzono analizą sytuacji w sektorze odzieżowym w Polsce w okresie I kw. 2020–I kw. 2021 r. Na podstawie danych GUS-u oraz wyników zrealizowanej analizy:

- 1) Wykazano związek między interwencjonizmem państwowym (lock-down) i sytuacją rynkową przedsiębiorstw działających w sektorze odzieżowym, wskazując, że podstawowym kanałem negatywnych skutków pandemii COVID-19 było załamanie popytu konsumpcyjnego w handlu detalicznym (wniosek ten potwierdziła analiza rentowności przedsiębiorstwa LPP S.A.).
- 2) Stwierdzono, że podstawową przyczyną obniżenia wyników finansowych i rentowności działalności gospodarczej spółki w I kw. 2020 r. był spadek przychodów ze sprzedaży w relacji do poziomu kosztów sklepów i dystrybucji spowodowany negatywnym szokiem popytowym – najpierw na rynkach zagranicznych, a następnie na rynku krajowym.

- 3) Dowiedziono, iż odnotowany w kolejnych kwartałach wzrost wartości wskaźników ROS, ROA i ROE wynikał z szybkiego dostosowania się spółki w zakresie organizacji sprzedaży i dystrybucji do nowych okoliczności działalności uwarunkowanych pandemią COVID-19 i restrykcjami administracyjno-prawnymi.

6. Bibliografia

Literatura

- Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne S.A., Warszawa 2007.
- Pomykalska B., Pomykalski P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Wskaźniki i decyzje w zarządzaniu*, wydanie II, PWN, Warszawa 2020.
- Kotowska B., Uziębło A., Wyszowska-Kaniewska O., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, wydanie IV, CeDeWu, Warszawa 2017.
- Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*, wydanie II, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008.
- Sierpińska T., Jachna M., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Gabrusewicz W., *Metody analizy finansowej przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2019.
- Dudycz T., *Analiza finansowa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1999.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wydanie II, Wydawnictwo HELION, Gliwice 2017.

Źródła internetowe

- Raport Banku PKO: Gospodarka w czasach pandemii. Spojrzenie sektorowe na bazie pierwszych doświadczeń globalnych*, <https://www.pekao.com.pl/o-banku/aktualnosci/084c4abc-018b-4af4-bb32-ee1c44236326/raport-banku-pekao-gospodarka-w-czasach-pandemii-spojrzeenie-sektorowe-na-bazie-pierwszych-doswiadczen-globalnych.html> (dostęp: 2.02.2021).
- Pomiar pulsu przedsiębiorstw – druga edycja. Badanie COVID-19 Business Pulse Survey (COV-BPS) – Polska*, <https://www.parp.gov.pl/storage/>

publications/pdf/08-COV-BPS-Survey_Poland_results_FINAL_PL_plus_author_info.pdf (dostęp: 2.02.2021).

LPP S.A., *Raporty okresowe*, <https://www.lppsa.com/relacje-inwestorskie/raporty/raporty-okresowe> (dostęp: 31.01.2021).

LPP S.A., *O nas*, <https://www.lppsa.com/o-nas> (dostęp: 3.02.2021).

Koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, budownictwie, handlu i usługach 2000–2021 (styczeń 2021), <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/koniunktura/koniunktura/koniunktura-w-przetworstwie-przemyslowym-budownictwie-handlu-i-uslugach-2000-2021-styczen-2021,4,45.html> (dostęp: 2.02.2021).

GUS, „Biuletyn Statystyczny” 2020, nr 5, Warszawa, czerwiec 2020 <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/inne-opracowania/informacje-o-sytuacji-spoleczno-gospodarczej/biuletyn-statystyczny-nr-52020,4,100.html> (dostęp: 2.02.2021).

GUS, „Biuletyn Statystyczny” 2020, nr 11, Warszawa, grudzień 2020 <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/inne-opracowania/informacje-o-sytuacji-spoleczno-gospodarczej/biuletyn-statystyczny-nr-112020,4,106.html> (dostęp: 2.02.2021).

GUS, *Dynamika sprzedaży detalicznej w grudniu 2020 roku*, <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/handel/dynamika-sprzedazy-detalicznej-w-grudniu-2020-roku,14,72.html> (dostęp: 2.02.2021).

The impact of the COVID-19 pandemic on profitability LPP S.A. enterprise

Summary: The paper presents an attempt to link the profitability results of LPP S.A. with the COVID-19 pandemic. The study used data from the financial statements of LPP S.A. for the period Q1 2019–Q3 2020. The study was conducted using the DuPont analysis, the method of successive substitution and the preliminary analysis of financial statement. The study was preceded by the analysis of the situation in the clothing sector in Poland between Q1 2020 and Q1 2021. Based on the data of the Central Statistical Office (GUS), the relationship between the state interventionism (lockdown) and the economic situation of enterprises operating in this sector was demonstrated, indicating that the main factor of negative effects of the pandemic COVID-19 was a collapse in consumer demand in retail. This conclusion was confirmed by the profitability analysis of LPP S.A. It was indicated that the decrease in sales revenues in relation to the level of costs of stores and distribution, caused by

a negative demand shock, first in foreign markets, and then in the domestic market, caused a negative reaction of profitability indicators. Their growth in the following quarters resulted from the company's rapid adjustment in terms of sales and distribution organization to the new operating conditions conditioned by the COVID-19 pandemic and administrative and legal restrictions.

Keywords: profitability of the enterprise, causal analysis, COVID-19 pandemic, Du Pont model.

Tytuł rozdziału i streszczenie w języku angielskim w tłumaczeniu własnym Autorki.