

# Covid-19 e performance economico-finanziarie delle imprese turistiche

Federico Fontana\*

Sommario: 1. I termini della questione - 2. Una rassegna della letteratura - 3. La metodologia di analisi - 4. L'impatto del Covid-19 sulle performance gestionali delle imprese turistiche - 4.1 Gli operatori turistici - 4.2 Le imprese alberghiere - 4.3 Le imprese di ristorazione - 4.4 Le aziende di trasporto ferroviario - 4.5 Le compagnie aeree - 4.6 Le imprese crocieristiche - 4.7 Gli operatori dell'intrattenimento - 4.8 Le agenzie di viaggi online e gli altri operatori digitali - 4.9 I profili di sintesi - 5. Conclusioni - Bibliografia.

## Abstract

The socio-economic impact of Covid-19 is extremely shocking, due to the suspensions, limitations, and contractions of many economic activities. Tourism is certainly one of the most affected sectors, heavily penalized by the constraints imposed on the mobility of people. Considering the importance and complexity of the sector, this paper intends to verify the pandemic impact on the financial performance of businesses engaged in various tourism activities, through an analysis of 2020 interim reports of a sample of listed companies. Although limited to the first phase of the pandemic and to large companies, this analysis seems significant to assess the severity of the crisis and to identify useful solutions for the prospective recovery of tourism activity.

**Key words:** performance economico-finanziarie; imprese turistiche; Covid-19

## 1. I termini della questione

L'Organizzazione Mondiale della Sanità, il 30/01/2020, ha dichiarato lo stato di emergenza internazionale di salute pubblica a causa dell'epidemia di coronavirus SARS-CoV-2, propagatasi nella città cinese di Wuhan, elevato poi, l'11/03/2020, a stato di pandemia globale.

---

\* **Federico Fontana**, Professore associato di Economia Aziendale, Dipartimento di Economia, Università degli Studi di Genova, e-mail: fontana@economia.unige.it

Questa emergenza sanitaria è ovviamente grave, in primo luogo, per la rilevante perdita di vite umane che sta provocando (2.894.569 vittime, a livello mondiale, alla data del 31/03/2021). Tuttavia, l'impatto del Covid-19 è particolarmente serio anche sotto il profilo socio-economico, in quanto le restrizioni imposte dalle Autorità competenti, finalizzate a contenere i contagi, unitamente alle modifiche intervenute nei bisogni e comportamenti d'acquisto di consumatori e utenti, stanno determinando limitazioni e sospensioni di molte attività produttive.

Tra gli ambiti maggiormente colpiti rientra sicuramente il turismo, fortemente penalizzato dai vincoli imposti alla mobilità delle persone nonché dalla paura di (tornare a) viaggiare (UNWTO, 2020d).

In particolare, l'Organizzazione Mondiale del Turismo (UNWTO) segnala, nel periodo gennaio-ottobre 2020, rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente, una contrazione del 72% degli arrivi internazionali, distribuita in modo omogeneo a livello geografico, cui corrisponde, globalmente, una riduzione di spesa stimata in oltre \$ 1.000 mld e una perdita superiore ai \$ 2.000 mld in termini di PIL (UNWTO, 2020e). Peraltro, l'impatto complessivo del Covid-19 sul settore è sensibilmente più ampio, ove si consideri anche il turismo domestico, che la stessa UNWTO stima generi flussi turistici sei volte più numerosi e volumi di spesa comunque superiori rispetto a quelli del turismo internazionale (UNWTO, 2020c).

Si tratta di dati particolarmente severi, anche in considerazione della rilevante e crescente incidenza assunta dal turismo nell'economia mondiale, nel periodo pre-Covid-19. In proposito, l'UNWTO celebrava il 2019 come decimo anno consecutivo di crescita del turismo internazionale, registrando 1.460 mln di arrivi di turisti stranieri (+40% rispetto al 2009), all'origine di \$ 1.481 mld di spesa (+42% rispetto al 2009) e del 10% dell'intera ricchezza a livello mondiale (UNWTO, 2020a).

La crescita e rilevanza pre-Covid-19 del settore è ascrivibile, dal lato della domanda, alla proliferazione di numerose forme di turismo, indotte da variegati condizioni, esigenze, motivazioni e preferenze dei viaggiatori (Borghesi, 1994; Brunetti, 1999; Pencarelli, 2001; Franch, 2005; Kotler *et al.*, 2007; Dall'Ara, 2009; Middleton *et al.*, 2009). Ne consegue una tipologia estremamente differenziata di segmenti di mercato, che non rilevano soltanto per la loro numerosità e varietà, ma anche per le molteplici combinazioni attivabili tra loro, consentendo ad aziende e destinazioni di progettare e costruire esperienze, itinerari e pacchetti, attraverso cui attrarre e rispondere in modo mirato a bisogni e gusti di turisti sempre più informati ed esigenti (Tamma, 2000; Rispoli, 2001; Franch, 2002; De Carlo, 2004; Della Corte, 2009). Sotto quest'ultimo profilo, un contributo determinante all'evoluzione dei modelli decisionali e dei processi di scelta, prenotazione e acquisto dei viaggiatori proviene dall'innovazione tecnologica digitale, con le sue potenzialità relazionali e interattive (Buhalis, 2003; Garibaldi e Peretta, 2011). La combinazione tra motori di ricerca, siti di recensioni e comparazioni, agenzie di viaggi online e social media non solo modifica le soluzioni di intermediazione del prodotto turistico, ma ne ridefinisce confini, contenuti e categorie.

A loro volta molteplici sono le attività economiche impegnate nel turismo (ISTAT, 2020). Tra le attività specificamente turistiche, rilevano, in primo luogo, quelle realizzate da agenzie di viaggi e tour operator. Seguono i servizi di trasporto nelle

diverse modalità, su ferro e su gomma, aereo e marittimo, inclusa l'attività crocieristica. Centrale è poi il ruolo dei servizi ricettivi e di ristorazione, entrambi variamente articolati al proprio interno. Completano il quadro le attività di intrattenimento, che a loro volta spaziano tra differenziati contenuti ricreativi, sportivi, culturali e artistici. Nondimeno, alle indicate attività se ne affiancano altre, di per sé non strettamente turistiche, ma significativamente influenzate dai flussi di viaggiatori, primo fra tutte il commercio al dettaglio.

In sostanza, il turismo configura un'attività economica trasversale, che si risolve nella produzione e nel consumo di prodotti di molte industrie eterogenee, coinvolgendo un elevato numero di attori, variegato dal lato sia della domanda che dell'offerta.

All'interno di questo quadro di riferimento, pare interessante procedere ad una precoce, per quanto preliminare, verifica dell'impatto dell'emergenza sanitaria sulle performance gestionali degli operatori impegnati nelle principali attività turistiche. Infatti, la drastica riduzione dei flussi turistici si traduce inevitabilmente, per le imprese del settore, in contrazioni di ricavi, che, se non neutralizzate da riduzioni di costi e contributi compensativi, determinano effetti negativi sul piano economico. Correlatamente, le stesse imprese possono subire erosioni patrimoniali e tensioni finanziarie, potenzialmente lesive della continuità aziendale.

Specificamente, attraverso l'analisi delle relazioni periodiche di una pluralità di società quotate, impegnate nelle principali attività turistiche e selezionate a livello internazionale, il presente contributo prova a rispondere alle seguenti domande di ricerca: (1) *Qual è l'impatto del Covid-19 sulle performance economico-finanziarie delle imprese turistiche?* (2) *Se e in che misura l'impatto del Covid-19 si differenzia tra le diverse imprese e attività turistiche?* (3) *Quali sono le determinanti dell'impatto del Covid-19 e della sua intensità sulle performance gestionali delle imprese considerate?* Questi aspetti, sinora non approfonditi dalla pur ampia letteratura in materia, paiono particolarmente interessanti e rilevanti, oltre che estremamente attuali, in considerazione dell'importanza e complessità del settore, anche ai fini della individuazione di soluzioni utili per la prospettiva ripresa dell'attività turistica.

## 2. Una rassegna della letteratura

Sebbene la pandemia da Covid-19 sia oltremodo recente, la sua rilevanza ha già favorito la produzione di una vasta letteratura riguardante il suo impatto sul settore turistico.

Una ricerca dei termini "Covid-19" e "tourism" nell'argomento (comprendente titolo, abstract e parole chiave) degli articoli scientifici recensiti dalla banca dati *Web of Science* ne rileva 495, pubblicati o già disponibili online, nel periodo compreso tra il 01/01/2020 e il 31/03/2021.

Essendo il tema analizzabile sotto diverse angolazioni, suscita l'interesse di studiosi di diverse discipline, che spaziano dall'area medica a quella dei servizi sociali, dalla chimica alla biologia, dal settore energetico a quello ambientale, dalla statistica

all'informatica, dall'ambito giuridico alla scienza dell'amministrazione, dall'economia al management.

Gli studi di area economica e aziendale (rientranti, talora in modo combinato o multidisciplinare, nelle categorie "business", "economics", "finance" e "management") assumono un peso rilevante, totalizzando 234 contributi, pari al 47% del totale.

Avendo riguardo all'oggetto di analisi, questi paper si compongono come segue, in ordine di frequenza decrescente.

Un primo gruppo, composto da 90 paper (38% in seno all'area economica e aziendale), considera gli effetti del Covid-19 sulla dinamica, dal lato della domanda e dell'offerta, del settore turistico, mediante analisi sia quantitative che qualitative, in alcuni casi a livello globale, in altri per definite aree geografiche o per specifiche destinazioni, considerando talora il settore nel suo complesso e talaltra le attività maggiormente condizionate dai limiti imposti o indotti alla mobilità delle persone, quali l'industria alberghiera, il trasporto aereo e il comparto crocieristico. In quest'ambito, Zenker e Kock (2020), effettuando un'analisi critica della letteratura in materia, suggeriscono che le ricerche sull'argomento considerino la complessità dell'impatto del Covid-19 sul settore turistico, frutto della combinazione di aspetti naturali, socio-politici, economici e settoriali, valutino i cambiamenti indotti dal fenomeno sull'immagine delle destinazioni, sui comportamenti dei turisti e dei residenti nonché sulle strategie delle imprese turistiche e tengano conto non solo degli effetti immediati, ma anche e soprattutto di quelli di lungo termine e indiretti, ad esempio sul piano della sostenibilità del settore.

Segue, in ordine di importanza numerica, una serie di contributi (62, 26%) che analizza le preferenze e i comportamenti dei turisti, ma altresì dei residenti nelle località turistiche, in termini di valutazione del rischio di contagio da Covid-19, di disponibilità a viaggiare ovvero ad accogliere, di scelta del mezzo o servizio di trasporto, di destinazioni privilegiate, di condizioni e servizi richiesti. Anche in quest'ambito, le analisi sono talora generali e talaltra particolari, focalizzandosi, a seconda dei casi, su determinate aree geografiche o destinazioni oppure su specifiche motivazioni a viaggiare, come la partecipazione ad eventi sportivi o culturali, o, ancora, su singole attività turistiche, quali, nuovamente, i servizi alberghieri e il trasporto aereo. In ogni caso, questi contributi evidenziano che la relazione tra percezione del rischio sanitario e volontà di viaggiare è influenzata da una pluralità di fattori, sia di contesto che individuali (una sinossi è offerta da Godovykh *et al.*, 2021). Una parte di questi contributi considera anche le prospettive di ripresa dei viaggi post-Covid-19, segnalando una preferenza per soluzioni di trasporto, destinazioni ed esperienze meno affollate, più conosciute e di maggiore prossimità, all'aria aperta e più sostenibili (per una rassegna, Li *et al.*, 2020).

Di poco distanziato dal precedente, si colloca un terzo gruppo di 46 contributi (20%) che studia con varie metodologie, prevalentemente di tipo qualitativo, le strategie di gestione del rischio e di recupero post-Covid-19 da parte di imprese e destinazioni turistiche. In quest'ambito, le analisi sono prevalentemente focalizzate su specifiche località o su determinate classi aziendali, quali tour operator, alberghi e ristoranti, ma non mancano contributi di più ampio respiro, riferiti al settore nel suo complesso. Al di là delle indispensabili soluzioni per garantire la sicurezza degli ospiti

e del personale, da questi studi emergono le opportunità offerte dall'innovazione tecnologica, dalla diversificazione e differenziazione geografica e produttiva e dallo sviluppo di collaborazioni aziendali e di partnership pubblico-privato, ma, altresì, le prospettive verso un turismo più responsabile e sostenibile. Sintetizzando le indicazioni provenienti da buona parte di questi contributi (attraverso la revisione di 37 paper), Sharma *et al.* (2021) sottolineano come la resilienza lungo l'intera catena del valore turistica può trasformare il settore, rendendolo più sostenibile, meno impattante sull'ambiente e sul clima, maggiormente coinvolgente le comunità locali e concorrente al benessere sociale.

Un quarto gruppo di contributi (16, 7%) focalizza l'attenzione sul supporto offerto dall'innovazione tecnologica per affrontare e superare l'impatto negativo del Covid-19. In particolare, questi studi mettono in luce come la tecnologia consenta di connettere le persone e di erogare servizi turistici garantendo il distanziamento sociale ed evitando i contatti fisici. Le soluzioni spaziano dall'utilizzo dei social media allo sviluppo dell'e-tourism, da metodologie di previsione basate su big data ad applicazioni mobili con svariate funzionalità (tra cui tracciamento dei contatti, prenotazione e acquisto, check-in/out), dai tour virtuali (prodotti anche con l'utilizzo di droni) ad esperienze basate sulla realtà aumentata, dalla tecnologia blockchain (per il tracciamento della filiera alimentare, oltre che per il pagamento con criptovalute) ai robot di servizio dotati di intelligenza artificiale. In particolare, Lee *et al.* (2021) offrono una visione d'insieme del contributo di queste tecnologie all'innovazione del prodotto turistico ed al miglioramento del servizio al cliente.

Alcuni contributi (9, 4%) si concentrano sull'intervento pubblico finalizzato a contrastare gli effetti del Covid-19, con particolare riguardo al settore turistico. In quest'ambito, rientrano sia le misure introdotte per limitare la diffusione dei contagi (ivi compresi lockdown, coprifuoco, vincoli alla mobilità delle persone e campagne vaccinali), sia le soluzioni accolte per contenere gli effetti economici della pandemia (ivi compresi ammortizzatori sociali, moratorie bancarie e fiscali, garanzie finanziarie e varie forme di ristoro). In questo caso, le analisi si focalizzano per lo più su specifici contesti nazionali o su determinate attività turistiche, in particolare alberghi, ristoranti e operatori dell'intrattenimento, ma non mancano contributi di più ampio respiro, riferiti al settore nel suo complesso. Particolare attenzione è dedicata ai sostegni rivolti alle piccole e medie imprese, in considerazione della loro rilevanza in seno al settore, ma altresì della loro maggiore fragilità (Haqbin *et al.*, 2021). In materia sono anche stati proposti specifici indicatori di stimolo economico, attraverso cui misurare e confrontare nello spazio e nel tempo l'efficacia dell'intervento pubblico considerato (Elgin *et al.*, 2020; Siddik, 2020).

Con numerosità analoga al precedente, un gruppo di contributi (9, 4%) analizza l'impatto del Covid-19 sugli andamenti delle quotazioni dei titoli azionari di aziende turistiche, segnalando la loro maggiore volatilità rispetto ad altri settori industriali. Alcuni studi si concentrano su specifici mercati finanziari, quali quelli di Cina, Taiwan, India, Stati Uniti, Regno Unito e Paesi scandinavi, mentre altri effettuano analisi e confronti su base internazionale. Nell'ambito di questi ultimi, Seven e Yilmaz (2021) evidenziano come all'iniziale deprezzamento azionario conseguente al manifestarsi della pandemia sono generalmente seguiti parziali recuperi, correlati direttamente

all'entità dei ristori offerti dai governi nazionali, ma inversamente all'andamento del tasso di mortalità da Covid-19.

Un ultimo gruppo conta 2 contributi (1%) che analizzano le performance economico-finanziarie di imprese turistiche ed, in particolare, la loro probabilità di fallimento, a causa del Covid-19. In considerazione della loro affinità agli obiettivi del presente lavoro, questi contributi meritano di essere distintamente commentati.

Wieprow e Gawlik (2021) stimano il rischio di fallimento delle imprese turistiche quotate alla *Borsa di Varsavia*, sulla base di un'analisi discriminante multivariata dei dati desumibili dalle relazioni semestrali 2019 e 2020. Il calcolo degli Z-score di Altman (1968) e di due loro varianti evidenzia che già nel 2019 la maggior parte delle società considerate era a rischio di fallimento o registrava, comunque, criticità finanziarie: solo 1 o 2 società su 9 (a seconda del modello utilizzato) risultava finanziariamente sana. Nel 2020 la situazione è peggiorata, con un ulteriore ampliamento dell'area di rischio e, comunque, un generale peggioramento degli Z-score. Analogo andamento negativo tra il primo semestre 2019 e il primo semestre 2020 emerge dalla considerazione di alcuni parametri e indici economico-finanziari: in 6 società su 9 il reddito operativo è divenuto negativo, mentre 7 società hanno visto ridursi la liquidità e per altrettante il grado d'indebitamento è cresciuto e il tasso di sostenibilità degli oneri finanziari è diminuito. In considerazione del deterioramento gestionale delle imprese considerate, gli autori ritengono opportuno uno specifico intervento pubblico a sostegno del settore turistico.

Agrawal (2020) studia la vulnerabilità finanziaria delle compagnie aeree indiane rispetto al Covid-19. L'analisi è svolta attraverso il calcolo degli Z-score di Altman e di alcuni indicatori economico-finanziari sulla base dei bilanci aziendali (da 4 a 10, a seconda della disponibilità) del quinquennio 2015 - 2019. L'impatto della prima fase del Covid-19, a partire da una situazione già precaria (2 società delle 4 ancora attive nel 2019 erano a rischio fallimento), è previsto oltremodo severo, a causa dell'elevata incidenza dei costi fissi, delle carenze di liquidità e del conseguente deterioramento della solvibilità. Quali sfide post-lockdown vengono individuate l'incertezza della ripresa del traffico passeggeri e la rilevanza dei costi connessi al distanziamento sociale. Tra le opportunità future vengono suggerite iniziative di riduzione dei costi, alleanze per la condivisione di risorse e un maggiore impulso al traffico merci, meno influenzato dalla pandemia.

In sintesi, l'impatto del Covid-19 sul settore del turismo ha già formato oggetto, nel periodo 01/01/2020 - 31/03/2021, di particolare attenzione da parte degli studi economici e aziendali. In quest'ambito, gli effetti generali sul settore e sulle sue articolazioni geografiche o industriali sono ampiamente analizzati, così come piuttosto numerosi risultano i contributi dedicati alle preferenze e ai comportamenti dei turisti nonché alle strategie di gestione del rischio e di recupero post-Covid-19 da parte delle imprese e destinazioni turistiche. Non mancano, poi, analisi relative al supporto offerto sia dall'innovazione tecnologica che dall'intervento pubblico ed, altresì, riferite all'andamento dei titoli o indici azionari del settore. Tuttavia, il numero dei contributi dedicati all'impatto del Covid-19 sulle performance economico-finanziarie delle imprese turistiche è oltremodo contenuto, anche per la difficoltà di disporre con tempestività dei dati necessari.

Questi ultimi studi, per quanto interessanti, presentano alcuni limiti: entrambi considerano solo determinati tipi di imprese operanti in specifici contesti nazionali e, focalizzandosi sulla probabilità di fallimento, circoscrivono l'analisi a parametri e indici per lo più finanziari (oltretutto, in un caso, sulla base di dati pre-Covid-19), trascurando una più completa misurazione, analisi e valutazione degli effetti della pandemia sulle performance gestionali delle aziende considerate.

### 3. La metodologia di analisi

L'obiettivo del presente lavoro consiste in un'analisi dell'effetto del Covid-19 sulle complessive performance economico-finanziarie di una pluralità di imprese turistiche, per coglierne sia le determinanti, sia l'eventuale differenziazione tra le diverse imprese e attività turistiche.

La determinazione dell'effettivo impatto del Covid-19 sulle performance delle imprese turistiche sarà possibile solo al termine dell'emergenza sanitaria e dei suoi effetti sulla domanda di servizi turistici, che l'UNWTO prevede si protraggano sino ad almeno il 2023-2024 (UNWTO, 2020e). Nondimeno, per anticipare una valutazione, ancorché limitata all'impatto della prima fase pandemica su imprese di grande dimensione, è possibile procedere all'analisi delle relazioni periodiche di società quotate del settore, le uniche per le quali tali documenti siano accessibili.

Specificamente, la ricerca ha per oggetto le performance gestionali, per il periodo disponibile del 2020, di una pluralità di società quotate, impegnate nelle principali attività turistiche e selezionate a livello internazionale, cercando di sopperire ad alcuni limiti insiti nella sinora scarsa letteratura in materia.

Le classi aziendali considerate comprendono:

- 1) operatori turistici;
- 2) imprese alberghiere;
- 3) imprese di ristorazione;
- 4) aziende di trasporto ferroviario;
- 5) compagnie aeree;
- 6) imprese crocieristiche;
- 7) operatori dell'intrattenimento;
- 8) agenzie di viaggi online e altri operatori digitali.

Sebbene non esaustivo (ad esempio manca il comparto museale, nel quale non si riscontrano società quotate), pare un elenco sufficientemente completo delle principali attività turistiche, variamente influenzate dal Covid-19.

Accogliendo la metodologia basata sullo studio di molteplici casi, (che — secondo Yin, 2018 — permette, in particolare, di comprendere i fattori che determinano differenze nelle performance gestionali delle imprese analizzate), per ogni classe aziendale si sono individuate tre società quotate, selezionate a livello internazionale ed, in specie, in ambito europeo<sup>1</sup> e statunitense, sulla base della loro posizione all'interno del settore, per procedere ad un'analisi tempestiva, attraverso cui cogliere

---

<sup>1</sup> Ivi comprese le sole quattro società del settore quotate alla *Borsa di Milano*.

le specificità delle singole realtà aziendali e far emergere possibili analogie e differenze, sia operative che geografiche, infrasettoriali.

La documentazione analizzata comprende le più recenti relazioni periodiche pubblicate per il 2020 (alla data del 31/01/2021) e, qualora disponibili e necessarie per consentire il confronto con lo stesso periodo dell'anno precedente, quelle corrispondenti del 2019. Per le società che chiudono l'esercizio in data compresa tra il 30/09 e il 31/12, si sono considerati i bilanci 2020 già disponibili.

Il campione selezionato e i documenti aziendali di riferimento sono riepilogati nella Tabella n. 1.

Dai documenti acquisiti si sono rilevati i valori maggiormente significativi e calcolati ed analizzati i principali margini e indici riferiti a struttura, situazione e dinamica economica, finanziaria e patrimoniale (Fadda *et al.*, 2008)<sup>2</sup>, i quali sono riportati nei prospetti allegati<sup>3</sup>. Dai suddetti documenti si sono tratte, altresì, le valutazioni della situazione in atto da parte degli organi amministrativi aziendali nonché le loro previsioni in ordine ai futuri andamenti gestionali.

La metodologia accolta, attraverso il riferimento a molteplici casi di società quotate, le uniche per cui siano disponibili documenti contabili infrannuali, consente di disporre di dati tempestivi sulle complessive performance economico-finanziarie di imprese turistiche. Questa tempestività, nonostante implichi la rinuncia ad un campione più rappresentativo, ha il pregio di favorire l'esplorazione precoce di un fenomeno oltremodo attuale e rilevante a livello globale, quale l'impatto della pandemia sulle performance gestionali di imprese impegnate nelle varie attività turistiche, per coglierne le omogeneità o disomogeneità infrasettoriali ed interaziendali e le relative determinanti.

---

<sup>2</sup> Valori, margini e indici considerati e loro abbreviazioni: VP = valore della produzione; VA = valore aggiunto; EBITDA = margine operativo lordo; RO = reddito operativo; RGL = reddito globale lordo; RN = reddito netto; C = capitale circolante lordo; F = capitale fisso; K = capitale investito; N = capitale proprio; n = capitale sociale; p = passività correnti;  $\pi$  = passività non correnti; CCN = capitale circolante netto; MT = margine di tesoreria; CF<sub>0</sub> = flusso di cassa dell'attività operativa; CF<sub>I</sub> = flusso di cassa dell'attività di investimento; CF<sub>F</sub> = flusso di cassa dell'attività di finanziamento; CF<sub>T</sub> = flusso di cassa totale; C/K = grado di elasticità degli impieghi di capitale; p/K = grado di elasticità delle fonti di capitale; C/p = grado di solvibilità; l/p = grado di liquidità; N/F = grado di autocopertura del capitale fisso; (N+ $\pi$ )/F = grado di copertura del capitale fisso; N/n = grado di consolidamento patrimoniale; K/N = grado d'indebitamento (leva finanziaria); V/K = velocità di circolazione del capitale investito; ROS = tasso di redditività delle vendite; ROI = tasso di redditività operativa; ROD = tasso di onerosità dell'indebitamento; ROE = tasso di redditività netta.

<sup>3</sup> In considerazione della finalità perseguita, l'analisi ed in specie la comparazione effettuata si ritiene significativa, nonostante i differenti principi contabili applicati dalle imprese selezionate, anche in virtù della progressiva convergenza tra IFRS e US GAAP per quanto attiene, in specie, alla rilevazione dei ricavi e delle principali voci di costi (PwC, 2020).

**Tabella n. 1 - Le società selezionate e i documenti analizzati**

<b>Classi aziendali</b>	<b>Società selezionate</b>	<b>Documenti analizzati</b>
Operatori turistici	<i>I Grandi Viaggi s.p.a.</i>	<i>Informazioni finanziarie periodiche 31/07/2019-2020</i>
	<i>Voyageurs du Monde SA</i>	<i>Rapport financier semestriel 30/06/2020</i>
	<i>TUI Group</i>	<i>Annual report 30/09/2020</i>
Imprese alberghiere	<i>Fabilia Group s.p.a.</i>	<i>Relazione finanziaria semestrale 30/06/2020</i> <i>Bilancio d'esercizio 31/12/2019</i>
	<i>Accor SA</i>	<i>Interim financial report 30/06/2019-2020</i>
	<i>Marriott International Inc.</i>	<i>Form 10-Q – Quarterly report 30/09/2019-2020</i>
Imprese di ristorazione	<i>Autogrill s.p.a.</i>	<i>Relazione finanziaria semestrale 30/06/2019-2020</i>
	<i>The Restaurant Group Plc</i>	<i>Interim results 28/06/2020</i>
	<i>McDonald's Corporation</i>	<i>Form 10-Q – Quarterly report 30/09/2019-2020</i>
Aziende di trasporto ferroviario	<i>FNM s.p.a.</i>	<i>Resoconto intermedio di gestione 30/09/2019-2020</i>
	<i>Deutsche Bahn AG</i>	<i>Integrated Interim Report 30/06/2020</i>
	<i>Union Pacific Corporation</i>	<i>Form 10-Q – Quarterly report 30/09/2019-2020</i>
Compagnie aeree	<i>Groupe Air France-KLM</i>	<i>Informations financières intermédiaires 30/09/2019-2020</i>
	<i>Ryanair Holdings Plc</i>	<i>Interim financial report 30/09/2019-2020</i>
	<i>American Airlines Group Inc.</i>	<i>Form 10-Q – Quarterly report 30/09/2019-2020</i>
Imprese crocieristiche	<i>Carnival Corporation &amp; Plc</i>	<i>Form 10-Q – Quarterly report 31/08/2019-2020</i>
	<i>Royal Caribbean Cruises Ltd.</i>	<i>Form 10-Q – Quarterly report 30/09/2019-2020</i>
	<i>Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.</i>	<i>Form 10-Q – Quarterly report 30/09/2019-2020</i>
Operatori intrattenimento	<i>The Walt Disney Company</i>	<i>Annual report 03/10/2020</i>
	<i>Live Nation Entertainment Inc.</i>	<i>Form 10-Q – Quarterly report 30/09/2019-2020</i>
	<i>Cedar Fair L.P.</i>	<i>Form 10-Q – Quarterly report 27/09/2019-2020</i>
Agenzie di viaggi online e altri operatori digitali	<i>Booking Holdings Inc.</i>	<i>Form 10-Q – Quarterly report 30/09/2019-2020</i>
	<i>Tripadvisor Inc.</i>	<i>Form 10-Q – Quarterly report 30/09/2019-2020</i>
	<i>Trivago N.V.</i>	<i>Operating and financial review 30/09/2019-2020</i>

Fonte: Elaborazione dell'autore.

Il riferimento a una serie di casi di società quotate circoscrive ovviamente l'analisi a realtà di grandi dimensioni, limitandone la portata, in quanto rimangono escluse le micro, piccole e medie imprese, che rappresentano l'80% degli operatori ed occupano il 75% dei lavoratori del turismo (OECD, 2020a; UNWTO, 2020b).

Gli elementi emersi dall'analisi sono riportati nel successivo paragrafo, distintamente per ciascuna classe aziendale considerata.

## 4. L'impatto del Covid-19 sulle performance gestionali di imprese turistiche

### 4.1. Gli operatori turistici

Nell'ambito delle società di tour operating quotate in borsa, sono stati selezionati tre primari operatori europei: *I Grandi Viaggi s.p.a.*, *Voyageurs du Monde SA* e *TUI Group* (Allegato n. 1).

*I Grandi Viaggi*, società fondata nel 1931, combina l'attività di tour operator con la gestione di villaggi turistici, di cui 11 di proprietà (7 in Italia e 4 all'estero); attualmente è l'unico operatore turistico italiano quotato (dal 1998).

Per effetto dell'emergenza epidemiologica, al 31/07/2020 la società registra un valore della produzione di poco superiore ai € 20 mln, del 47% inferiore a quello del corrispondente periodo 2019. Per effetto della rigidità della struttura economica, il valore aggiunto diminuisce dell'85%, mentre l'EBITDA e il reddito netto, già negativi, peggiorano, rispettivamente, del 65% e del 40%. Per effetto della perdita d'esercizio, di poco inferiore a € 8 mln, il patrimonio netto diminuisce del 5%, pur mantenendosi al di sopra dei € 64 mln. Nella stessa proporzione si riduce il consolidamento patrimoniale, a quota 1,5. Per il resto, la struttura finanziaria non cambia. Tuttavia, la composizione del cash flow evidenzia un sensibile rallentamento dell'attività d'investimento. In ogni caso, la situazione finanziaria peggiora, in specie sotto il profilo della solvibilità e della liquidità: il margine di tesoreria, da pressoché nullo, assume un valore negativo nell'ordine di € 3 mln. La velocità di circolazione del capitale scende a 0,19 (-44%) e, combinata al ROS negativo (-37%), determina un ulteriore peggioramento del ROI (-7%) e del ROE (-12%).

In sostanza, i primi 5 mesi della pandemia, determinando una drastica contrazione dei volumi di attività, hanno acuitizzato performance già fragili, soprattutto sotto il profilo economico, deteriorando anche la situazione finanziaria, in particolare sul piano della liquidità. Nel proprio commento alla situazione, l'organo amministrativo ne sottolinea la gravità e l'incertezza, segnalando le iniziative intraprese, in specie in termini di riduzione dei costi del personale.

*Voyageurs du Monde*, società fondata nel 1979 e quotata alla *Borsa di Parigi* dal 2006, è un primario tour operator francese, specializzato in viaggi di avventura e su misura, proprietario di 3 strutture alberghiere (in Marocco, Sudafrica e Brasile) e di 2 imbarcazioni da crociera impiegate sul Nilo.

La relazione semestrale al 30/06/2020 riporta un valore della produzione di € 75 mln e un valore aggiunto di € 13 mln, entrambi ridotti del 60% rispetto all'anno precedente. Più accentuato è il peggioramento dell'EBITDA, a -€ 9,9 mln. A sua volta, il reddito netto, già negativo, triplica, superando -€ 9 mln. Nondimeno, il patrimonio netto cresce del 15% eccedendo i € 100 mln, grazie alla contabilizzazione di riserve da consolidamento. Nell'ambito della struttura finanziaria, si registra una relativa diminuzione dell'elasticità delle fonti (da 0,76 a 0,59) e un sensibile incremento dell'indebitamento finanziario non corrente (+€ 30 mln). Di riflesso, la situazione finanziaria migliora sul piano della liquidità e della solvibilità, con il CCN cresciuto ad

oltre € 71 mln (+131%). La velocità di rotazione del capitale, dimezzata a quota 0,22, applicata al forte peggioramento del ROS (al -16%), determina un aggravamento del ROI (-3%) e del ROE (-9%).

Anche in questo caso, la pandemia ha causato una caduta verticale dei volumi di attività, accentuando la fragilità economica della gestione aziendale. Nondimeno, la situazione finanziaria ha retto, seppure con un aumento dell'indebitamento a medio-lungo termine. Nel proprio commento alla situazione, l'organo amministrativo ne sottolinea la gravità, richiama le iniziative intraprese, inclusa la riduzione dei costi del personale, e stima una contrazione del fatturato del 75% a tutto il 2020.

*TUI (Tourism Union International) Group* è il principale operatore turistico integrato a livello mondiale. Con un'esperienza ultrasettantennale, il gruppo detiene una ventina di tour operator, 1.600 agenzie di viaggi, la piattaforma digitale *TUI Musement*, oltre 400 hotel, 6 compagnie aeree, con 150 aeromobili, e 3 imprese crocieristiche, con 17 navi. Il gruppo è quotato alle *Borse di Francoforte e Londra*.

Il bilancio consolidato al 30/09/2020 evidenzia un valore della produzione di € 8,5 mld, diminuito del 55% rispetto all'esercizio precedente, e un valore aggiunto di € 850 mln, ridotto del 77%. L'EBITDA inverte il proprio segno, attestandosi a -€ 1,4 mld. In misura ancor più rilevante, il reddito netto scende da € 532 mln a -€ 3,1 mld, determinando una contrazione del patrimonio netto a € 258 mln. Ne consegue una sensibile erosione del capitale sociale ed, altresì, un'impennata del grado d'indebitamento, a quota 70,37. Ne deriva un aggravamento della situazione finanziaria, già piuttosto fragile, come evidenzia il CCN, negativo per -€ 3,6 mld. A fronte della velocità di rotazione del capitale, dimezzata a 0,56, il ROS passa da positivo (4%) a fortemente negativo (-34%), imprimendo un analogo andamento al ROI, sceso dal 5% a -19%, ed al ROE, piombato dal 13% al -1.440% e decisamente penalizzato dall'effetto leva finanziaria.

Come nei casi precedenti, il Covid-19 ha determinato una sensibile contrazione del volume d'affari, peggiorando nettamente la situazione economica aziendale ed acuendo i preesistenti elementi di debolezza finanziaria della gestione. Nondimeno, l'amministratore delegato si dichiara fiducioso nella transitorietà del fenomeno e nella capacità del gruppo di fare leva sui propri vantaggi competitivi, confermando l'impegno aziendale per uno sviluppo turistico sostenibile.

I tour operator analizzati sono accomunati, nella prima fase pandemica, da sensibili penalizzazioni nei volumi di attività, a prescindere dalla dimensione aziendale e dalla differenziazione produttiva. I diversi gradi di leva operativa (piuttosto ridotta per *Voyageurs du Monde*) e di leva finanziaria (oltremodo contenuta per *I Grandi Viaggi*) determinano, tuttavia, rilevanti differenze nel deterioramento dei livelli di redditività (estremamente pesante per *TUI Group*). Ancora più vari e di segno alterno risultano gli effetti sulla solvibilità e liquidità aziendali, i quali sono influenzati negativamente dalla preesistente debolezza finanziaria (in specie per *TUI Group*) e positivamente dalla facilità di accesso al mercato finanziario (in specie per *Voyageurs du Monde*).

#### 4.2. Le imprese alberghiere

Tra le società quotate di gestione alberghiera, rientrano nella presente analisi un operatore domestico, *Fabilia Group s.p.a.*, e due global player: *Accor SA* e *Marriott International Inc.* (Allegato n. 2).

*Fabilia* è l'unica impresa alberghiera quotata alla *Borsa di Milano* (nell'indice *FTSE AIM Italia*), dov'è oltretutto approdata nel corso del 2020. La società, fondata nel 2013, detiene 10 strutture, tra hotel e resort, specializzate su un format all inclusive rivolto esclusivamente a famiglie con bambini.

La semestrale al 30/06/2020 riporta un valore della produzione di € 2,2 mln, ridotto del 28% rispetto al primo semestre 2019. La rigida struttura economica determina, tuttavia, un'erosione dell'85% del valore aggiunto, sceso a € 186.000, l'inversione del segno dell'EBITDA, a -€ 568.000, e un ampliamento del 63% della perdita intermedia, sino a -€ 2,3 mln. Per l'effetto, il patrimonio netto diviene negativo, attestandosi a -€ 1,3 mln. La struttura finanziaria risulta appesantita anche dall'incremento dei debiti di finanziamento. Correlatamente, la situazione finanziaria, già fragile, si indebolisce ulteriormente, con un CCN pari a -€ 6,8 mln. Gli indici di redditività, tutti negativi, completano il grave stato di salute aziendale.

In sintesi, la prima fase emergenziale ha determinato una relativa contrazione dei volumi di attività, che, amplificata dall'effetto leva operativa, ha determinato un grave deterioramento delle performance gestionali. A commento della situazione, tuttavia, l'organo amministrativo si dichiara fiducioso di potere contenere gli effetti della pandemia, grazie a una clientela familiare fidelizzata, prevalentemente italiana, nonché alle misure adottate per garantire agli ospiti soggiorni in totale sicurezza.

*Accor SA* è il principale gruppo francese dell'hotellerie, primo a livello europeo, con oltre 5.100 strutture gestite nel mondo, a partire dal primo *Novotel*, aperto nel 1967, ed appartenenti a 39 marchi, che spaziano in tutti i segmenti di mercato, dall'economy al luxury. Il gruppo è quotato alla *Borsa di Parigi* dal 1983.

La relazione al 30/06/2020 riporta un valore della produzione di € 917 mln, in calo del 52% rispetto al 2019. Sebbene il valore aggiunto rimanga positivo, tutti gli altri risultati economici invertono il proprio segno e il semestre chiude con una perdita di -€ 1,5 mld. Ne consegue una contrazione del capitale proprio del 23%, a € 5,1 mld, che segnala, comunque, un consolidamento patrimoniale di 2,87. La struttura finanziaria registra una lieve riduzione della rigidità sia degli impieghi che delle fonti, mentre il grado d'indebitamento rimane a quota 2,11. La situazione finanziaria rimane equilibrata, in termini di grado di solvibilità (1,44) e di liquidità (0,96), grazie ad alcune operazioni di disinvestimento. La velocità di rotazione del capitale, quasi dimezzata a quota 0,08, applicata al ROS divenuto negativo (-40%), determina un peggioramento del ROI, dal 2% al -3%, e del ROE, dal 2% al -30%.

In questo caso, nella prima fase pandemica il volume di attività si è più che dimezzato, penalizzando fortemente le risultanze economiche della gestione. La solidità del gruppo è tuttavia riuscita ad assorbire l'impatto patrimoniale e finanziario. Nel commentare questi risultati, l'organo amministrativo riconosce la gravità della situazione, illustra le iniziative intraprese (ivi compresa una riorganizzazione, con revisione dei costi operativi e di struttura) e confida sulla

differenziazione, sia geografica che per segmenti di mercato, dell'attività aziendale, per una migliore ripresa post-Covid-19. Il gruppo conferma, in ogni caso, il proprio impegno sui valori della responsabilità sociale e sostenibilità ambientale.

*Marriott International Inc.*, fondato nel 1927, è il primo gruppo alberghiero statunitense, con oltre 7.000 strutture gestite, direttamente o in franchising, in 131 paesi ed appartenenti a 30 brand, che spaziano in tutti i segmenti di mercato. La società è quotata al *NASDAQ* dal 1998.

Nei primi 9 mesi del 2020, il gruppo registra un valore della produzione di \$ 8,4 mld, in flessione del 46%. Nonostante la caduta verticale, EBITDA e reddito operativo rimangono positivi. Il reddito netto, per contro, inverte il proprio segno, attestandosi a -\$ 103 mln. Ne consegue una forte contrazione (-72%) del patrimonio netto, segnaletico, comunque, di un notevole consolidamento patrimoniale (45,80), nonostante la rilevante crescita del grado d'indebitamento (109,82). Anche grazie ad operazioni di disinvestimento e di finanziamento, la situazione finanziaria rimane fragile, ma migliora, in termini di solvibilità (0,59, +17%) e liquidità (0,26, +446%). La velocità di rotazione del capitale, quasi dimezzata a quota 0,33, applicata al ROS sensibilmente ridotto, dal 10% al 3%, determina un netto peggioramento del ROI, dal 6% all'1%, e l'inversione del segno del ROE, dal 119% al -45%, gravato dall'effetto leva finanziaria.

Anche in questo caso, l'impatto del Covid-19 è stato rilevante, in termini di calo del volume d'affari, con conseguente penalizzazione delle performance economiche. La struttura finanziaria ne è risultata appesantita, ma le condizioni di solvibilità e liquidità sono migliorate, pur rimanendo piuttosto fragili. L'organo amministrativo sottolinea la severità già dimostrata e l'incertezza prospettica degli effetti della pandemia, stimando un ritorno ai livelli di attività pre-Covid-19 non prima del 2022 e segnalando un approccio dinamico nell'individuare le iniziative di contrasto, sul piano tanto della riduzione dei costi quanto del recupero dei ricavi.

Le imprese alberghiere considerate hanno registrato, nei primi mesi del 2020, differenziate contrazioni dei livelli di attività, più limitata laddove la domanda proviene prevalentemente dal turismo domestico (per *Fabilia*) e più accentuata nei casi in cui assumono rilievo i flussi turistici internazionali (per *Accor* e *Marriott*). Nondimeno, l'impatto sulla redditività della gestione dipende fondamentalmente dal grado di leva operativa (particolarmente penalizzante per *Fabilia*) ed, in modo complementare, dal grado di leva finanziaria (oltremodo pesante per *Marriott*). Gli effetti, sensibilmente differenziati, sulla situazione finanziaria, in specie in termini di solvibilità e liquidità, dipendono, a loro volta, dalla preesistente struttura patrimoniale (piuttosto robusta per *Accor* e precaria per *Fabilia*).

### **4.3. Le imprese di ristorazione**

Nell'ambito delle società di ristorazione quotate, per dare conto della varietà del settore, sono state selezionate tre realtà aziendali sensibilmente diverse tra loro: *Autogrill s.p.a.*, *The Restaurant Group Plc* e *McDonald's Corporation* (Allegato n. 3).

*Autogrill*, fondata nel 1947 e unica società del settore quotata, dal 1997, alla *Borsa di Milano*, è leader mondiale nei servizi di ristorazione per chi viaggia, presente in 30 paesi con circa 4.000 unità operative.

La relazione al 30/06/2020 evidenzia un valore della produzione di poco inferiore a € 1,3 mld, diminuito del 51%. Per effetto della rigidità della struttura economica, l'EBITDA diminuisce dell'89%, mentre il reddito operativo e il reddito netto assumono segno negativo, nell'ordine di -€ 300 mln. Di conseguenza, il patrimonio netto scende del 21%, a € 647 mln, mantenendo, comunque, un cospicuo consolidamento (9,4), e un relativo grado d'indebitamento (8,3). Grazie all'attività di finanziamento non corrente, la fragile situazione finanziaria migliora lievemente: il CCN, pur sempre negativo, si attesta a -€ 445 mln (-14%). La dimezzata velocità di circolazione del capitale, scesa a 0,23, combinata al ROS divenuto negativo (-23%), determina un ROI del -6% ed un ROE del -44%.

In sostanza, nella prima fase della pandemia il volume di attività si è dimezzato, penalizzando fortemente le risultanze economiche della gestione. La struttura e la situazione patrimoniale e finanziaria, per contro, sono rimaste relativamente invariate. L'organo amministrativo riconosce la gravità della situazione e l'incertezza delle prospettive, illustrando le iniziative intraprese, ivi comprese azioni di riduzione dei costi di personale e di revisione dei contratti di leasing, e confidando sulla solidità del gruppo a garanzia della continuità aziendale.

*The Restaurant Group*, costituita nel 1987, è una società inglese, quotata alla *Borsa di Londra* dal 1999, che gestisce oltre 350 tra ristoranti e pub, appartenenti a 9 diverse catene.

La semestrale 2020 rivela un calo del 56% del valore della produzione (a £ 227 mln), cui consegue l'inversione del segno dell'EBITDA (-£ 15 mln), mentre il reddito operativo e il reddito netto, già negativi, peggiorano sensibilmente (di oltre il 60%). Per effetto della perdita di -£ 207 mln, il patrimonio netto si riduce del 40%, attestandosi a £ 225 mln, dimezzando il proprio consolidamento a 1,4 ed elevando il grado d'indebitamento a 7,4. La struttura finanziaria rimane prevalentemente rigida, anche grazie ad un sensibile incremento dell'indebitamento non corrente. Di riflesso, la solvibilità e la liquidità aziendali, comunque fragili, migliorano lievemente, con un CCN, pur sempre negativo, ridotto a -£ 80 mln (-22%). La caduta verticale della velocità di rotazione del capitale (-73%) e il peggioramento del ROS (al -94%), determinano un aggravamento del ROI (al -13%) e, soprattutto, del ROE (al -92%), penalizzato dall'effetto leva finanziaria.

Anche in questo caso, la prima fase pandemica ha determinato una riduzione del volume di attività, che, anche per effetto della leva operativa, ha penalizzato fortemente le risultanze economiche. Nel contempo, le performance patrimoniale e finanziaria sono rimaste relativamente invariate. Nel proprio commento, l'organo amministrativo evidenzia la gravità della situazione, illustra le iniziative intraprese a tutela della salute e sicurezza di clienti e personale, dà atto dell'incertezza di breve periodo e segnala l'avvio di una riorganizzazione, finalizzata a differenziare ed elevare la qualità delle strutture gestite.

*McDonald's*, fondata nel 1955 e quotata alla *Borsa di New York* dal 1965, è una primaria società statunitense di fast food, presente in 119 paesi con quasi 40.000 punti vendita, prevalentemente gestiti in franchising.

Nei primi 9 mesi del 2020, la società registra una riduzione del 13% del valore della produzione, a poco meno di \$ 14 mld. Ne consegue un peggioramento dell'EBITDA e degli altri risultati economici, di poco meno del 25%, con un reddito netto pari a \$ 3,3 mld. Per l'effetto, il patrimonio netto, negativo a causa delle azioni proprie in portafoglio, migliora. La struttura finanziaria non subisce variazioni significative. Tuttavia, la situazione finanziaria si rafforza, con il CCN che inverte il proprio segno, divenendo positivo, a quota \$ 456 mln. La velocità di rotazione del capitale, moderatamente rallentata (a 0,27, -21%), applicata ad un ROS lievemente ridotto (al 37%, -12%), peggiora relativamente il ROI (dal 15% al 10%).

In sintesi, il modello di business accolto da *McDonald's* ha limitato l'impatto, peraltro solo economico, dei primi mesi del Covid-19. L'organo amministrativo dà atto della contrazione subita nel volume d'affari, segnala le iniziative intraprese sul piano della salute e sicurezza e illustra le linee strategiche perseguite, puntando, in particolare, su "3D: Digital, Delivery and Drive Thru", ossia sulla piattaforma digitale di gestione degli ordini e sui servizi di consegna a domicilio e di asporto. A salvaguardia dell'immagine aziendale e della fiducia dei clienti, viene anche sottolineato il perseguimento di obiettivi di sostenibilità socio-ambientale.

Questi casi evidenziano come la dimensione aziendale, la differenziazione geografica e, soprattutto, il modello di business giochino un ruolo decisivo nel determinare gli effetti della pandemia sulle performance delle imprese di ristorazione. L'innovazione tecnologica e la differenziazione del servizio, unitamente alla presenza a livello globale ed alla gestione prevalentemente in franchising, hanno limitato l'impatto negativo del Covid-19 su *McDonald's*. Minori margini di intervento e la concentrazione geografica in un unico contesto nazionale, caratterizzato da un severo lockdown, hanno penalizzato, per contro, *The Restaurant Group*, gravato anche da una preesistente debolezza patrimoniale e finanziaria. Ancora diverso il caso *Autogrill*, la cui presenza internazionale, con unità operative in stazioni di servizio autostradali, stazioni ferroviarie ed aeroporti, ha fatto registrare un sensibile deterioramento della redditività della gestione, dovuto al generalizzato calo della domanda, oltre che a temporanee chiusure dell'attività, differenziate a livello geografico.

#### **4.4. Le aziende di trasporto ferroviario**

Tra le aziende di trasporto ferroviario quotate in borsa, sono stati selezionati: *FNM s.p.a.*, *Deutsche Bahn AG* e *Union Pacific Corporation* (Allegato n. 4).

*FNM (Ferrovie Nord Milano)*, fondata nel 1877, è l'unica società italiana quotata (dal 1926) del settore, seconda per dimensione, a livello nazionale, dopo il *Gruppo Ferrovie dello Stato*.

La relazione al 30/09/2020 evidenzia una contrazione del 4% del valore della produzione, attestato a circa € 232 mln. Nondimeno, l'EBITDA migliora del 6% (a €

82 mln), ma, a causa della negativa performance finanziaria, il reddito netto si riduce sensibilmente (-71%), a € 7 mln. Il patrimonio netto si attesta a € 460 mln, segnalando un consolidamento pari a 2 e un grado d'indebitamento di 2,4. La struttura e la situazione finanziaria rimangono sostanzialmente invariate. La riduzione della velocità di rotazione del capitale (a 0,21, -16%), a parità di ROS (12%), penalizza lievemente il ROI (3%), mentre il ROE scende dal 6% al 2%.

In sintesi, la gestione di *FNM* è stata solo marginalmente influenzata dai primi mesi della pandemia, anche grazie alle misure di sostegno al trasporto pubblico locale adottate dal Governo ed al ricorso agli ammortizzatori sociali, come evidenzia nel proprio commento l'organo amministrativo. Quest'ultimo segnala anche le iniziative aziendali nel campo della mobilità sostenibile.

*Deutsche Bahn*, nata nel 1994 dalla fusione tra *Deutsche Bundesbahn* e *Deutsche Reichsbahn*, è il principale operatore ferroviario tedesco, emittente titoli obbligazionari quotati su molteplici mercati internazionali.

Dalla semestrale 2020 emerge una riduzione del 9% del valore della produzione, attestatosi a € 22 mld. Per effetto della rigidità della struttura economica, l'EBITDA diminuisce del 96%, a € 92 mln, e il reddito netto passa da € 205 mln a -€ 3,7 mld. Di conseguenza, il patrimonio netto scende a € 9,9 mld (-23%), evidenziando un consolidamento di 4,6 e un grado d'indebitamento di 6,6, influenzato anche dall'aumento dei debiti finanziari. Per il resto, la struttura e la situazione finanziaria rimangono invariate. La diminuita velocità di rotazione del capitale (a 0,35, -10%), ma, soprattutto, l'inversione del segno del ROS (da 3% a -15%), penalizzano il ROI (da 1% a -5%) e, soprattutto, il ROE (da 2% a -38%), gravato dalla leva finanziaria.

In questo caso, l'impatto del Covid-19 è stato più significativo, soprattutto sul piano economico. Nel commentare la situazione, l'organo amministrativo ne riconosce la gravità, prevedendo un ritorno ai livelli pre-Covid-19 non prima del 2022. Nel contempo, viene confermato l'impegno aziendale verso la protezione climatica e la sostenibilità ambientale.

*Union Pacific*, fondata nel 1862, è una primaria compagnia ferroviaria statunitense, quotata alla *Borsa di New York* dal 1870.

La relazione al 30/09/2020 registra una diminuzione del valore della produzione del 13%, a \$ 14,4 mld. Nondimeno, l'elasticità della struttura economica mantiene positivi tutti i risultati economici intermedi. Il reddito netto, di poco inferiore a \$ 4 mld (-12%), garantisce l'integrità del patrimonio netto, che segnala un consolidamento di 6,2 e un grado d'indebitamento di 3,7. La struttura finanziaria rimane sostanzialmente invariata, mentre la situazione finanziaria addirittura migliora, con il CCN che diviene positivo per \$ 289 mln. La riduzione della velocità di rotazione del capitale (0,23, -15%), applicata al ROS lievemente migliorato (40%, +4%), concorre a determinare un ROI del 9% (-12%) ed un ROE del 23% (-8%).

In sintesi, i primi mesi della pandemia hanno determinato un lieve effetto negativo sui risultati, soprattutto economici, della società. Come chiarito dall'organo amministrativo, l'impatto del Covid-19 è stato attenuato attraverso azioni di sistematico adattamento ed interventi di riduzione dei costi, in specie di personale.

Questi casi, seppure diversi per dimensioni aziendali e collocazione geografica, evidenziano la peculiarità, di fronte alla pandemia, del settore ferroviario, il quale,

rivolgendosi ad un mercato più ampio rispetto a quello strettamente turistico e rispondendo, in particolare, ai bisogni di mobilità di studenti e lavoratori pendolari, ha subito una minore contrazione dei volumi di attività. Nondimeno, gli effetti sulla redditività aziendale sono stati variamente influenzati dalle misure di sostegno offerte dalle autorità governative (particolarmente significative per *FNM*) e dai diversi gradi di leva operativa delle società analizzate (particolarmente penalizzante per *Deutsche Bahn* e premiante per *Union Pacific*, anche in virtù della maggiore flessibilità del mercato del lavoro statunitense).

#### **4.5. Le compagnie aeree**

Tra le compagnie aeree quotate sono state selezionate: *Groupe Air France-KLM*, *Ryanair Holdings Plc* e *American Airlines Group Inc.* (Allegato n. 5).

*Air France-KLM*, frutto della fusione, nel 2004, delle compagnie di bandiera francese e olandese, rientra tra i principali operatori mondiali. La società è congiuntamente quotata alle *Borse di Parigi e Amsterdam*.

La relazione al 30/09/2020 segnala un calo del 57% del valore della produzione, a € 8,8 mld, con inversione del segno di tutti i risultati economici intermedi. La perdita, di -€ 6,1 mld, erode il patrimonio netto, sceso a -€ 4,7 mld. La struttura finanziaria risulta altresì appesantita da un significativo indebitamento finanziario, per effetto del quale la situazione di solvibilità e di liquidità peggiora moderatamente, come evidenzia il CCN negativo per -€ 5,4 mld (+30%). La più che dimezzata velocità di rotazione del capitale (a 0,3), applicata al crollo del ROS (dal 5% al -55%), determina una sensibile penalizzazione del ROI (dal 3% al -16%).

In sintesi, i primi mesi della pandemia hanno fortemente colpito la società, soprattutto sul piano economico, ma con effetti non lievi anche sotto il profilo patrimoniale e finanziario. A commento della situazione, l'organo amministrativo ne evidenzia la gravità e l'incertezza, illustrando le iniziative intraprese, comprendenti riduzione di capacità produttiva, disinvestimenti sulla flotta e revisione dei costi, in specie di personale, anche grazie al sostegno dei Governi francese e olandese, ivi compresi finanziamenti specificamente dedicati allo sviluppo sostenibile.

*Ryanair*, fondata nel 1984 a Dublino, è attualmente la principale compagnia aerea europea specializzata nei voli low cost. La società è congiuntamente quotata alle *Borse di Dublino, Londra e New York*.

Il semestre aprile-settembre 2020 fa registrare un crollo del 78% del valore della produzione, a € 1,2 mld, con conseguente caduta dell'EBITDA da € 1,7 mld a € 120 mln. Il reddito netto, negativo per -€ 410 mln, incide sul capitale proprio, sceso a € 5 mld (-22%), pur mantenendo un cospicuo consolidamento patrimoniale, a quota 711,1, e un limitato grado d'indebitamento, a 2,9. La struttura finanziaria rimane prevalentemente rigida, nonostante il consistente ricorso all'indebitamento finanziario corrente, che penalizza la situazione di solvibilità e di liquidità, come segnalato dal CCN, divenuto negativo per -€ 764 mln. La caduta della velocità di rotazione del capitale (a 0,08, -78%), unitamente al crollo del ROS (dal 24% al -15%), penalizza il ROI (da 9% a -1%) e il ROE (da 18% a -8%).

In sostanza, l'impatto del Covid-19 è stato rilevante, innanzitutto sul piano economico, sebbene attutito dall'elasticità della struttura aziendale. Nel commentare la situazione, l'organo amministrativo ne sottolinea la gravità e l'incertezza, confidando tuttavia sulla solidità aziendale per farvi fronte.

*American Airlines*, operativa dal 1926 e quotata dal 1939 alla *Borsa di New York*, rientra tra le primarie compagnie aeree statunitensi.

La relazione al 30/09/2020 riporta un calo del 61% del valore della produzione, a \$ 13,3 mld, con conseguente inversione del segno di tutti i risultati economici, a partire dall'EBITDA. La perdita, di -\$ 6,7 mld, erode il patrimonio netto, sceso a -\$ 5,5 mld. La struttura finanziaria risulta ulteriormente irrigidita dall'aumento dei debiti finanziari non correnti, per effetto dei quali, tuttavia, la situazione di solvibilità migliora relativamente, come evidenzia il CCN, pur sempre negativo, ma diminuito a -€ 4,2 mld (-58%). La più che dimezzata velocità di rotazione del capitale (0,2, -62%), applicata al crollo del ROS (dal 7% al -59%), penalizza sensibilmente il ROI (dal 4% al -13%).

Pure in questo caso, i primi mesi della pandemia hanno fortemente penalizzato la società, soprattutto sul piano economico, anche a causa degli elevati livelli di leva operativa e finanziaria. L'organo amministrativo segnala la gravità e l'incertezza della situazione, illustrando le iniziative intraprese, comprendenti riduzione di capacità produttiva, disinvestimenti sulla flotta e revisione dei costi operativi e finanziari, beneficiando, contestualmente, del supporto offerto dal Governo federale. A tutela dell'immagine aziendale, viene sottolineato l'impegno aziendale sul piano della sostenibilità etica, sociale ed ambientale.

A differenza di quello ferroviario, il trasporto aereo è stato pesantemente colpito dalla pandemia e, in particolare, dalla temporanea sospensione dei voli decretata dai vari governi nazionali. Tutti i tre casi analizzati sono pertanto accomunati da sensibili contrazioni dei volumi di attività e da conseguenti effetti negativi sulla redditività, peraltro differenziati a seconda dei gradi di leva operativa (favorevole per la sola *Ryanair*) e di leva finanziaria (particolarmente pesante per *American Airlines*). Le differenze nella preesistente struttura patrimoniale e finanziaria e nelle soluzioni di finanziamento accolte hanno determinato, poi, impatti di diverso segno sulla solvibilità e liquidità aziendali (oltremodo critici per *Air France-KLM*).

#### **4.6. Le imprese crocieristiche**

Nel settore crocieristico, sono stati selezionati i tre principali operatori mondiali: *Carnival Corporation & Plc*, *Royal Caribbean Cruises Ltd.* e *Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.* (Allegato n. 6).

*Carnival*, attivo dal 1972, è il gruppo crocieristico di maggiore dimensione a livello mondiale, detentore di 9 marchi e 87 navi. *Carnival Corporation* è quotata alla *Borsa di New York*, mentre *Carnival Plc* è quotata alle *Borse di Londra e New York*.

La trimestrale al 31/08/2020 evidenzia un valore della produzione di \$ 5,6 mld, ridotto del 65% rispetto al 2019. Anche a causa della rigidità della struttura economica, tutti i risultati intermedi invertono il proprio segno e il periodo chiude

con una perdita di -\$ 8 mld. Ne consegue una contrazione del patrimonio netto del 23%, a \$ 19,5 mld, cui corrisponde, comunque, un contenuto grado d'indebitamento, pari a 2,6, nonostante l'incremento dei debiti finanziari non correnti. Grazie a questi, la situazione finanziaria migliora in termini sia di solvibilità (da 0,3 a 0,9) che di liquidità (da 0,1 a 0,8). La velocità di rotazione del capitale, ridotta a quota 0,11 (-70%), applicata al ROS divenuto negativo (-130%), determina un peggioramento del ROI, dal 6% al -14%, e del ROE, dal 10% al -41%.

In sintesi, i primi mesi della pandemia hanno fortemente penalizzato l'andamento economico del gruppo. A commento della situazione, l'organo amministrativo ne conferma la gravità, illustra le iniziative intraprese, comprendenti sia protocolli di sicurezza che interventi di ottimizzazione della flotta, e sottolinea i rischi legali, relativi alle azioni collettive e individuali promosse da ospiti insoddisfatti, nonché l'incertezza della ripresa della domanda, rispetto non solo alla durata delle misure di contenimento del contagio, ma anche alle possibili modifiche nella capacità di spesa e volontà di viaggiare dei potenziali clienti.

*Royal Caribbean Cruises*, fondata nel 1968 e quotata alla *Borsa di New York*, è una compagnia norvegese-statunitense, seconda per dimensione a livello mondiale, operativa con 4 marchi e 61 navi.

La relazione al 30/09/2020 riporta un valore della produzione di \$ 2,2 mld, ridotto del 74% rispetto al 2019. A causa dell'elevato grado di leva operativa, tutti i risultati economici, a partire dal valore aggiunto, divengono negativi e si registra una perdita di -\$ 4,4 mld. Ne consegue una contrazione del patrimonio netto del 34%, a \$ 4,4 mld, cui corrisponde, comunque, un grado d'indebitamento limitato a 3,8, nonostante l'incremento dei debiti finanziari non correnti. Ne discende un miglioramento della situazione finanziaria, sul piano sia della solvibilità (da 0,2 a 0,8) che della liquidità (da 0,0 a 0,7). La velocità di rotazione del capitale, ridotta a quota 0,07 (-76%), applicata al ROS divenuto negativo (-165%), determina un peggioramento del ROI, dal 6% al -11%, e del ROE, dal 13% al -53%.

Anche in questo caso, la pandemia ha fortemente penalizzato l'andamento economico aziendale. L'organo amministrativo sottolinea la gravità della situazione, illustra le iniziative intraprese, ivi comprese misure di sicurezza, disinvestimenti sulla flotta e riduzioni dei costi, e segnala l'incertezza della ripresa della domanda.

*Norwegian Cruise Line*, costituita nel 1966 e quotata alla *Borsa di New York*, è terza per dimensione a livello mondiale, detenendo 3 marchi e 28 navi.

I primi 9 mesi del 2020 evidenziano un valore della produzione di \$ 1,3 mld, ridotto del 75% rispetto al 2019. A causa della rigidità strutturale, ne consegue la negatività di tutti i risultati economici, a partire dal valore aggiunto. La perdita di -\$ 3,3 mld deprime il patrimonio netto a \$ 4,1 mld, cui corrisponde, comunque, un grado d'indebitamento entro quota 4,3, nonostante l'aumento dei debiti non correnti. Ne deriva un miglioramento della situazione finanziaria, con il CCN divenuto positivo (da -\$ 2,6 mld a \$ 318 mln). La velocità di rotazione del capitale, ridotta a quota 0,07 (-77%), applicata al ROS divenuto negativo (-231%), determina un peggioramento del ROI, dal 6% al -17%, e del ROE, dal 13% al -80%.

Come nei casi precedenti, il Covid-19 ha fortemente penalizzato l'andamento economico aziendale. Nel proprio commento, l'organo amministrativo ne rimarca la

gravità, illustra le iniziative intraprese, ivi comprese misure di sicurezza, facilitazioni nelle prenotazioni nonché riduzioni dei costi, e sottolinea l'incertezza della ripresa.

Le imprese crocieristiche analizzate sono accomunate da una drastica riduzione dei volumi di attività, conseguente alla sospensione operativa indotta dalla pandemia, e da un corrispondente impatto negativo sui livelli di redditività, a causa dell'elevata rigidità della struttura economica. Ciò nondimeno, le stesse imprese, in virtù della preesistente solidità patrimoniale e finanziaria e della facilità di accesso al mercato finanziario, sono altresì accomunate da apprezzabili performance in termini di solvibilità e liquidità.

#### **4.7. Gli operatori dell'intrattenimento**

Nell'estrema varietà del settore dell'intrattenimento, sono stati selezionati: *The Walt Disney Company*, *Live Nation Entertainment Inc.* e *Cedar Fair L.P.* (Allegato n. 7).

*Disney*, fondata nel 1923, è leader mondiale dell'entertainment, con un'attività estremamente diversificata, che spazia dalle produzioni cinematografiche ai canali multimediali, dai parchi di divertimento ed hotel ad essi annessi (in Florida, California e Hawaii nonché a Parigi, Tokyo, Hong Kong e Shanghai) alla distribuzione di prodotti e gadget legati al marchio. La società è quotata alla *Borsa di New York*.

Il bilancio al 03/10/2020 evidenzia una contrazione del 6% del valore della produzione, a \$ 65,4 mld. In modo più incisivo, l'EBITDA e il reddito operativo, pur rimanendo positivi, diminuiscono sensibilmente (del 43% e del 68%). Inoltre, a causa della negativa performance finanziaria, il reddito netto inverte il proprio segno (da \$ 11,1 mld a -\$ 2,9 mld). Per l'effetto, il patrimonio netto si attesta a \$ 88,3 mld (-6%), segnalando un grado d'indebitamento di 2,3, nonostante l'incremento dei debiti finanziari non correnti. La situazione finanziaria, in termini di solvibilità e liquidità, migliora, con il CCN divenuto positivo (da -\$ 3,2 mld a \$ 8,6 mld). La flessione della velocità di rotazione del capitale (a 0,32, -10%), unitamente alla contrazione del ROS (dal 17% al 6%), penalizza il ROI (dal 6% al 2%) e, soprattutto, il ROE (dal 12% al -3%).

In sintesi, nei primi mesi della pandemia, le performance economiche sono sensibilmente peggiorate, soprattutto nel business dei parchi di divertimento (che, per effetto di una contrazione del 37% del volume di attività, riduce la propria incidenza sul totale dal 37% al 25% e chiude il 2020 con una perdita operativa di \$ 81 mln, contro l'utile operativo di \$ 6,8 mld del 2019). L'organo amministrativo segnala il rilevante impatto del Covid-19 e sottolinea l'incertezza della ripresa della domanda, rispetto alla durata delle misure di contenimento del contagio, ma anche alle possibili modifiche nei comportamenti d'acquisto dei consumatori.

*Live Nation Entertainment*, nata nel 2010 a seguito della fusione tra *Live Nation* e *Ticketmaster*, è leader mondiale nell'organizzare, sponsorizzare e commercializzare spettacoli dal vivo. La società è quotata alla *Borsa di New York*.

La relazione al 30/09/2020 riporta un crollo del valore della produzione a \$ 1,6 mld (-81%), cui corrisponde un'inversione del segno di tutti i risultati economici intermedi. La perdita di -\$ 1,4 mld erode fortemente il patrimonio netto (-84%),

elevando il grado d'indebitamento a quota 44,1, anche per effetto dell'incremento dei debiti non correnti. La situazione finanziaria, in termini di solvibilità e liquidità, migliora, con il CCN divenuto positivo (da -\$ 110 mln a \$ 277 mln). La caduta della velocità di rotazione del capitale (a 0,15, -83%), unitamente al ROS divenuto negativo (-78%), penalizza il ROI (dal 4% al -12%) e, soprattutto, il ROE (dal 11% al -552%), fortemente influenzato dall'effetto leva finanziaria.

In questo caso, l'impatto del Covid-19 è stato dirompente, soprattutto sotto il profilo economico. Nel commentare la situazione, l'organo amministrativo ne conferma la gravità e l'incertezza, segnala le misure adottate, in specie in termini di riduzione dei costi del personale, e confida sul proprio posizionamento competitivo per una rapida ripresa post-pandemia.

*Cedar Fair*, erede della gestione di una piccola spiaggia attrezzata avviata nel 1870, gestisce attualmente 11 tra i più grandi parchi di divertimento nordamericani, 4 parchi acquatici e 2 centri sportivi, oltre ad hotel e resort ad essi collegati. La società è quotata alla *Borsa di New York*.

La trimestrale al 27/09/2020 registra una caduta del valore della produzione a \$ 148 mln (-88%), con inversione del segno di tutti i risultati economici, a partire dall'EBITDA. La perdita intermedia, pari a -\$ 480 mln, concorre a un deficit patrimoniale di \$ 551 mln. Nondimeno, la situazione finanziaria, in particolare in termini di grado di solvibilità (1,15) e liquidità (0,76), rimane sostanzialmente equilibrata. Il crollo della velocità di rotazione del capitale (a 0,06, -87%), unitamente al ROS divenuto negativo (-341%), penalizza il ROI (dall'11% al -19%).

Anche per *Cedar Fair*, l'impatto del Covid-19 è stato dirompente, soprattutto sotto il profilo economico. L'organo amministrativo evidenzia la gravità della situazione, illustra le misure adottate, in specie in termini di riduzione dei costi di personale e di marketing, sottolinea l'incertezza della ripresa della domanda, anche rispetto alle possibili modifiche nei comportamenti d'acquisto dei consumatori, e segnala il rischio di non riuscire a fare fronte agli impegni finanziari assunti, nel caso del protrarsi dello stallo operativo.

Gli operatori dell'intrattenimento analizzati, per effetto del lockdown subito, condividono sensibili contrazioni dei volumi di attività e, di conseguenza, dei livelli di redditività, riuscendo, tuttavia, a rimanere in equilibrio sul piano finanziario. L'intensità dell'impatto economico negativo è tuttavia diversa ed, in specie, più lieve per *Disney*, grazie, per un verso, alla collocazione geografica della specifica area di business (con il principale parco di divertimenti in Florida, dove le restrizioni governative sono risultate meno stringenti e protratte che altrove) e, per altro verso, alla diversificazione produttiva, cui concorrono anche attività favorite, anziché penalizzate, dalla pandemia, come i canali televisivi.

#### **4.8. Le agenzie di viaggi online e gli altri operatori digitali**

Nell'ambito delle agenzie di viaggi online e degli altri operatori digitali, sono stati selezionati tre primari operatori mondiali: *Booking Holdings Inc.*, *Tripadvisor Inc.* e *Trivago N.V.* (Allegato n. 8).

*Booking*, nata ad Amsterdam come piccola start up nel 1996, è attualmente una delle principali agenzie di viaggi online a livello mondiale, disponibile in 43 lingue e quotata al *NASDAQ*.

La relazione al 30/09/2020 evidenzia una contrazione del 53% del valore della produzione, a \$ 5,6 mld. Nonostante l'elasticità della struttura economica, tutti i risultati intermedi peggiorano, il reddito operativo diviene negativo per -\$ 478 mln e il reddito netto scende a \$ 224 mln (-94%), rimanendo positivo grazie al risultato della gestione finanziaria. Il patrimonio netto si attesta a \$ 4,9 mld, registrando un grado d'indebitamento di 4,5, anche per effetto dell'incremento dei debiti non correnti. Peraltro, la situazione finanziaria, in termini di solvibilità e liquidità, migliora sensibilmente, con un CCN cresciuto a \$ 8,6 mld (+90%). La riduzione della velocità di rotazione del capitale (a 0,25, -54%), unitamente all'inversione del segno del ROS (-9%), penalizza sia il ROI (dal 19% al -2%) che il ROE (dal 62% al 5%).

In sostanza, il Covid-19 ha sensibilmente deteriorato la performance economica aziendale, mentre la situazione finanziaria è persino migliorata. L'organo amministrativo conferma la gravità della situazione, illustra le misure adottate, inclusa la riduzione dei costi di personale e di marketing, sottolinea l'incertezza della ripresa della domanda, stimata, comunque, in tempi non brevi, e segnala i rischi di un'intensificazione del confronto competitivo.

*Tripadvisor*, azienda statunitense fondata nel 2000 come sito di recensioni turistiche, ha successivamente ampliato la propria attività, estendendola alle prenotazioni online; è disponibile in 28 lingue ed anch'essa è quotata al *NASDAQ*.

I primi 9 mesi del 2020 registrano una contrazione del valore della produzione a \$ 488 mln (-60%), determinando l'inversione del segno di tutti i risultati economici, a partire dall'EBITDA. La perdita di -\$ 217 mln concorre a ridurre il patrimonio netto a \$ 908 mln (-45%). Quest'ultimo, unitamente all'incremento dei debiti non correnti, mantiene comunque il grado d'indebitamento entro quota 2,2. Nondimeno, la situazione finanziaria, in termini di grado di solvibilità (2,7) e liquidità (1,9), rimane pienamente equilibrata. Il crollo della velocità di rotazione del capitale (a 0,24, -51%), unitamente al ROS divenuto negativo (-49%), penalizza fortemente sia il ROI (dal 7% al -12%) che il ROE (dal 7% al -24%).

Anche in questo caso, la pandemia ha compromesso la performance economica aziendale, mentre la situazione finanziaria è persino migliorata. Commentando la situazione, l'organo amministrativo ne conferma la gravità, illustra le misure adottate, incluse la riorganizzazione dell'attività e la riduzione dei costi di personale, sottolinea l'incertezza e i tempi verosimilmente lunghi di ripresa della domanda.

*Trivago*, nata a Dusseldorf nel 2005 come motore di ricerca di hotel, si è imposta nell'attività di comparazione dei prezzi e nell'offerta di visibilità alle strutture ricettive; è presente in 190 paesi e, come le precedenti, quotata al *NASDAQ*.

La relazione al 30/09/2020 rileva una contrazione del valore della produzione a \$ 217 mln (-68%), cui corrisponde un'inversione del segno di tutti i risultati economici, a partire dall'EBITDA. La perdita di -\$ 237 mln fa diminuire il patrimonio netto a \$ 669 mln (-25%), che, anche grazie alla riduzione dei debiti finanziari, mantiene il grado d'indebitamento entro quota 1,3. Nel contempo, la situazione finanziaria, in termini di grado di solvibilità (7,4) e liquidità (5,7), addirittura migliora. La riduzione

della velocità di rotazione del capitale (a 0,26, -58%), unitamente al ROS divenuto negativo (-112%), penalizza sensibilmente sia il ROI (dal 2% al -29%) che il ROE (dal 2% al -35%).

Come nei casi precedenti, il Covid-19 ha alterato la performance economica, mentre la situazione finanziaria è persino migliorata. Commentando la situazione, l'organo amministrativo ne conferma la gravità, illustra le misure adottate, inclusa la riduzione dei costi di personale e di marketing, e sottolinea l'incertezza della ripresa della domanda, attesa non prima della seconda metà del 2021.

I tre operatori online analizzati condividono una sensibile contrazione dei volumi di attività, che, nonostante l'elasticità delle rispettive strutture economiche, incide negativamente sui livelli di redditività. Solo *Booking* rimane in un'area di utile, grazie al risultato della gestione finanziaria. La preesistente solidità e la connessa facilità di accesso al mercato finanziario consentono loro, comunque, di superare la prima fase pandemica migliorando persino i propri livelli di solvibilità e liquidità.

#### **4.9. I profili di sintesi**

Tentando una sintesi, è possibile osservare, innanzitutto, che i primi mesi della pandemia hanno interessato, come prevedibile, tutte le attività turistiche, causando, nella generalità dei casi analizzati, un deterioramento delle performance economiche aziendali.

In particolare, tutte le società considerate hanno registrato una contrazione del volume di attività e, quindi, del valore della produzione, con conseguente generale peggioramento di tutti i risultati economici intermedi oltretutto del reddito netto e, quindi, degli indici di redditività (l'unica eccezione è rappresentata da *FNM*, il cui EBITDA al 30/09/2020 è migliorato del 6% rispetto al corrispondente dato 2019, grazie alle misure governative di sostegno rivolte al trasporto pubblico locale).

Nondimeno, le suddette variazioni dei parametri economici risultano alquanto differenziate tra le diverse attività turistiche e, talora, anche tra le realtà impegnate nello stesso ambito operativo.

Specificamente, facendo riferimento agli andamenti peggiori registrati nelle varie classi aziendali, la riduzione del valore della produzione, per effetto del calo della domanda e, talora, della sospensione dell'attività, conseguenti alle misure di contenimento dei contagi, spazia da un minimo del 13% nel trasporto ferroviario (per *Union Pacific*), rivolto ad un mercato più ampio rispetto a quello strettamente turistico, ad un massimo dell'88% nell'industria dell'intrattenimento (per *Cedar Fair*), fortemente colpita dal lockdown. In posizione intermedia si riscontrano le riduzioni del 52% nell'attività alberghiera (per *Accor*), del 56% nella ristorazione (per *The Restaurant Group*), del 59% nel tour operating (per *Voyageurs du Monde*), del 68% nei servizi online (per *Trivago*), del 74% nell'attività crocieristica (per *Royal Caribbean Cruises*) e del 78% nel trasporto aereo (per *Ryanair*). Nondimeno, le differenze all'interno dello stesso ambito operativo non mancano; ad esempio, il calo del valore della produzione è solo del 4% per *FNM* nel trasporto ferroviario (grazie alle misure di sostegno governativo), del 6% per *Disney* nell'entertainment (per effetto di

diversificazione operativa e differenziazione geografica dell'attività) e del 13% per *McDonald's* nella ristorazione (in relazione alla prevalente gestione in franchising, unitamente all'innovazione tecnologica ed alla differenziazione dei servizi offerti).

Analoghi riscontri sono possibili per gli altri parametri economici, la cui differenziazione dipende, principalmente, dai diversi gradi di leva operativa e di leva finanziaria che caratterizzano le attività ed imprese turistiche considerate.

A titolo esemplificativo, sempre facendo riferimento agli andamenti peggiori registrati nelle varie attività turistiche, l'impatto negativo sul reddito netto spazia da un minimo del 333% nella ristorazione (per *Autogrill*) ad un massimo del 4.539% nel trasporto aereo (per *Air France-KLM*), passando per il 505% nell'attività crocieristica (per *Norwegian Cruise Line*), il 635% nell'industria dell'intrattenimento (per *Live Nation Entertainment*), il 690% nel tour operating (per *TUI Group*), il 1.096% nell'attività alberghiera (per *Accor*), il 1.787% nei servizi online (per *Trivago*) e il 1.929% nel trasporto ferroviario (per *Deutsche Bahn*). Anche qui, le differenze infrasettoriali sono significative; ad esempio, la riduzione del reddito netto è solo del 12% per *Union Pacific* (favorita, oltre che dal ridotto calo del valore della produzione, dall'elevata elasticità della struttura economica), del 25% per *McDonald's* e del 72% per *FNM* (per le ragioni di cui sopra) nonché del 94% per *Booking* (grazie al contributo della gestione finanziaria), mantenendo la gestione, in tutti i quattro casi, in un'area di utile.

Passando alle performance patrimoniali e finanziarie, le differenze entro e tra le classi aziendali considerate risultano ancor più marcate.

In particolare, risentendo degli effetti sul patrimonio netto della dinamica economica, ma, altresì, della variazione dei debiti, in specie finanziari, i peggiori andamenti del grado d'indebitamento vanno da un minimo del 31% nel trasporto ferroviario (per *Deutsche Bahn*) ad un massimo del 1.707% nel tour operating (per *TUI Group*), passando per il 47% nei servizi online (per *Tripadvisor*), il 68% nell'attività crocieristica (per *Norwegian Cruise Line*), il 137% nel trasporto aereo (per *Air France-KLM*), il 167% nella ristorazione (per *The Restaurant Group*), il 185% nell'attività alberghiera (per *Fabilia*) e il 573% nell'industria dell'intrattenimento (per *Live Nation Entertainment*). Nondimeno, le differenze all'interno delle varie classi aziendali sono rilevanti; ad esempio, nel tour operating, attività in cui si verifica il peggioramento più accentuato, sia *Voyageurs du Monde* che *I Grandi Viaggi* vedono diminuire, anziché aumentare, il proprio grado d'indebitamento, rispettivamente del 27% (grazie agli effetti contabili di operazioni di finanza straordinaria) e del 2% (per effetto di una contrazione dei debiti più che proporzionale rispetto alla riduzione del patrimonio netto).

Altresì, influenzato dall'andamento della gestione economica, ma anche dalla dinamica dell'indebitamento finanziario non corrente, il grado di solvibilità, essenziale per la continuità aziendale, peggiora per 9 delle società analizzate, ma — dato, questo, affatto scontato — migliora per le altre 15, soprattutto grazie alla loro capacità di accesso al mercato finanziario. Specificamente, peggiora in due casi su tre nel tour operating, nell'attività alberghiera e nel trasporto sia ferroviario che aereo e in un caso su tre nell'industria dell'intrattenimento. Per contro, migliora per tutte le aziende del campione impegnate nella ristorazione, nell'attività crocieristica e nei

servizi online. Anche i tassi di variazione sono oltremodo differenziati: il peggioramento più lieve è inferiore al 2% (per *Deutsche Bahn*, la cui situazione finanziaria è rimasta sostanzialmente invariata), quello più grave è del 32% (per *Ryanair*, che ha preferito mantenere elastica la propria struttura finanziaria); per contro, il miglioramento più modesto è del 5% (per *Tripadvisor*, già in precedenza ampiamente in equilibrio finanziario), quello più accentuato del 358% (per *Norwegian Cruise Line*, che ha sensibilmente migliorato il proprio livello di solvibilità).

Riscontri simili caratterizzano anche gli altri indici e margini finanziari e patrimoniali.

Pertanto, la dinamica gestionale delle imprese turistiche osservate, per effetto del Covid-19, per quanto accomunata da una contrazione dei volumi di attività, risulta piuttosto differenziata, in termini sia di intensità del deterioramento economico subito, sia di varietà delle conseguenze finanziarie e patrimoniali.

Per una visione d'insieme degli indicati elementi di differenziazione, si veda il Grafico n. 1, contenente un diagramma di Kiviat in cui sono riportati, su una scala normalizzata, i peggiori andamenti, per ogni classe aziendale, dei principali parametri economici, finanziari e patrimoniali.

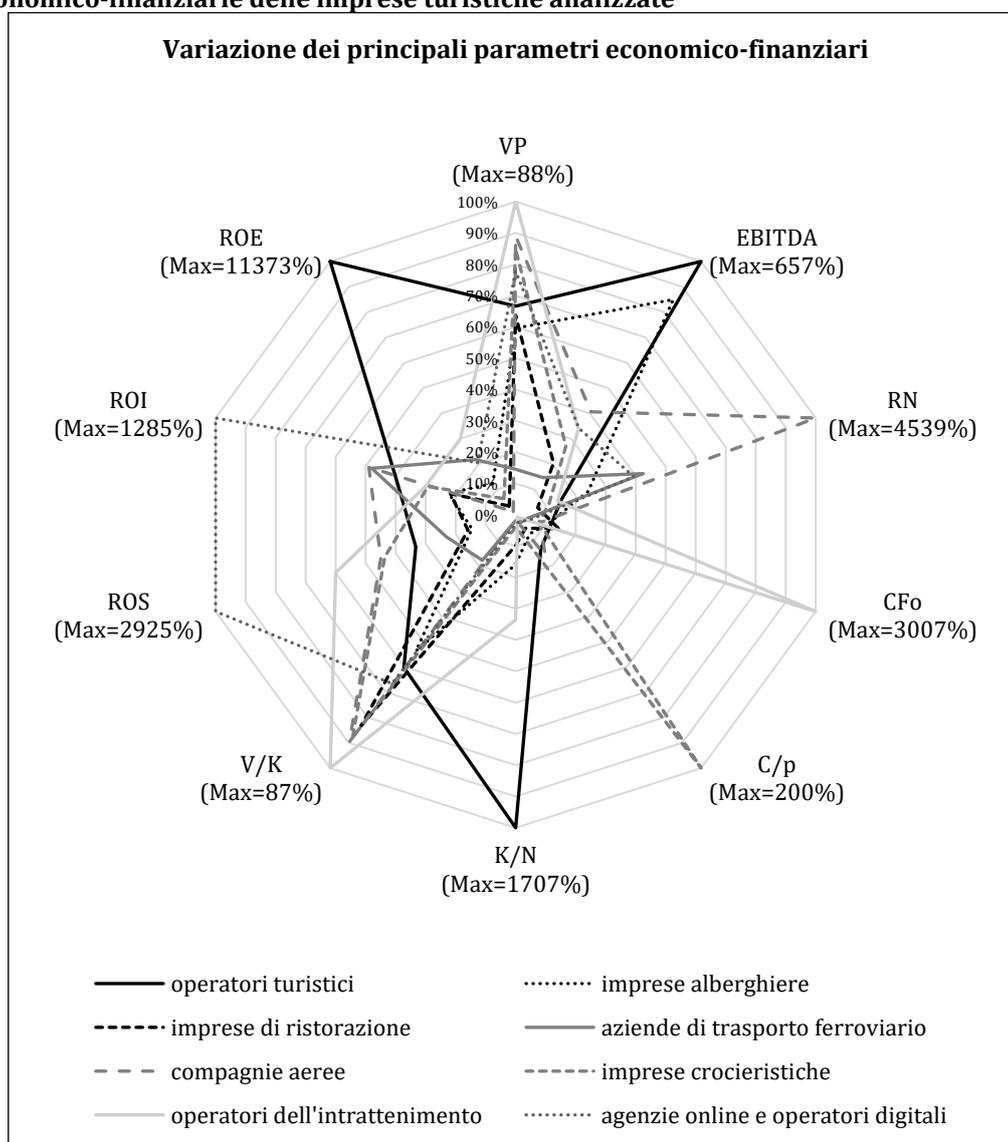
Le determinanti dell'impatto del Covid-19 e della sua intensità sulle performance gestionali delle imprese turistiche analizzate sono del resto molteplici.

Innanzitutto, alcune delle attività considerate non soddisfano soltanto i bisogni di turisti, rivolgendosi ad un mercato più ampio. Come dimostrano i casi analizzati, questo avviene, innanzitutto, nel trasporto ferroviario, che risponde alle esigenze di mobilità di un'ampia gamma di utenti, ivi compresi studenti e lavoratori pendolari, sicuramente ridimensionate per effetto del Covid-19 (per via della didattica a distanza e dello smart working), ma, comunque, in misura inferiore rispetto a quelle turistiche. Analoga considerazione vale per le imprese di ristorazione, le quali, a loro volta, anche nelle località turistiche, si rivolgono sia ai visitatori, sia ai residenti. Per loro, tuttavia, oltre ai vincoli imposti alla mobilità delle persone, pesano, almeno in alcuni paesi, le misure restrittive riguardanti la totale chiusura o l'apertura solo in determinati giorni ed orari dei pubblici esercizi, al fine di evitare assembramenti e contenere i contagi.

In ogni caso, le misure anti-Covid-19 colpiscono in maniera diversa le varie attività turistiche, alcune delle quali sono state temporaneamente sospese (è il caso dell'attività di intrattenimento dal vivo e dell'attività crocieristica), altre sono state limitate nella loro operatività (come la ristorazione nonché il trasporto aereo e ferroviario), altre ancora, quand'anche non destinatarie di vincoli formali, hanno subito un'inevitabile contrazione della domanda (tra queste il tour operating, l'attività alberghiera e i servizi online). Tutte, comunque, per potere operare, nei modi e tempi consentiti, hanno dovuto effettuare investimenti e sostenere costi indotti dai protocolli di sicurezza finalizzati al contenimento dei contagi. Di qualche rilievo è, altresì, la differenziazione spazio-temporale dei vincoli imposti alla mobilità delle persone e delle altre restrizioni adottate dalle autorità competenti (OECD, 2020b; UNWTO, 2020d). È evidente, infatti, che più estese e protratte sono tali limitazioni, più rilevanti sono gli effetti per le imprese interessate. Rispetto al campione analizzato, gli operatori del trasporto ferroviario sono quelli meno penalizzati,

mentre le compagnie aeree, le imprese crocieristiche e le aziende dell'intrattenimento sono quelle più colpite. In posizione intermedia si collocano le società impegnate nelle altre attività turistiche (ristorazione, hotellerie, tour operating e servizi online). All'interno dei vari ambiti operativi, la collocazione geografica fa, tuttavia, la differenza, come segnalano, in particolare, i casi *Disney*, in positivo, e *The Restaurant Group*, in negativo.

**Grafico n. 1 - Il peggior andamento, per effetto del Covid-19, delle performance economico-finanziarie delle imprese turistiche analizzate**



Fonte: Elaborazione dell'autore.

In modo simmetrico e parzialmente compensativo, agisce la differenziazione quali-quantitativa delle agevolazioni (inclusi gli ammortizzatori sociali e le moratorie e garanzie finanziarie) e dei ristori concessi dai vari governi nazionali agli operatori economici colpiti dalla pandemia (Chen *et al.*, 2020; OECD, 2020a e 2020b). Sulla base delle relazioni periodiche analizzate, i sostegni più significativi riguardano le compagnie aeree (in specie *Air France-Klm* ed *American Airlines*) e le aziende di trasporto ferroviario (in particolare *FNM*).

Ne conseguono impatti almeno parzialmente differenziati a seconda delle aree geografiche e degli ambiti di attività delle imprese considerate.

Oltre alle suddette ragioni di carattere generale e settoriale, rilevano molteplici specificità aziendali, ivi comprese, per quanto emerso dall'analisi, le seguenti.

Sicuramente significativa è la diversificazione produttiva, nella misura in cui combini aree di business variamente influenzate dalla pandemia e, soprattutto, attività turistiche e non. Nell'ambito del campione analizzato, è emblematico il caso *Disney*, penalizzato nella gestione dei parchi di divertimento (il cui reddito operativo è peggiorato, tra il 2019 e il 2020, del 101%), limitato nelle produzioni cinematografiche (con un reddito operativo ridotto del 7%), ma favorito nell'offerta di canali televisivi (con un reddito operativo cresciuto del 21%). Al contrario, *TUI Group*, gestendo molteplici attività prettamente turistiche, quali tour operator, agenzie di viaggi, hotel, compagnie aeree ed imprese crocieristiche, subisce penalizzazioni in tutti gli ambiti di operatività (con una riduzione del reddito operativo che va da un minimo del 188% nell'attività alberghiera ad un massimo del 1.645% nel trasporto aereo).

Altresì importante è la flessibilità del modello di business, nella misura in cui, anche grazie al supporto offerto dalle tecnologie digitali, consenta un più agevole adattamento alle misure anti-contagio ed alle modifiche nei comportamenti d'acquisto o una maggiore elasticità della struttura economica. Tra i casi esaminati, è meritevole di nota *McDonald's*, ad un tempo sul piano operativo, attraverso lo sviluppo dei servizi di asporto e di consegna a domicilio, ad integrazione della ristorazione tradizionale, sul piano geografico, con una presenza a livello globale, che consente di bilanciare gli effetti delle misure di contenimento definite dalle varie autorità nazionali, e sul piano contrattuale, privilegiando la gestione in franchising dei punti vendita, trasferendo, così, i maggiori oneri del rischio ai propri franchisee. In termini di elasticità della struttura economica, peraltro talora favorita dalle agevolazioni governative ovvero dalla flessibilità del mercato del lavoro di riferimento, meritano altresì menzione *FNM* e *Union Pacific*, nel trasporto ferroviario, *Ryanair*, nel trasporto aereo, e *Booking*, nei servizi digitali.

Rilevante, in ogni caso, risulta lo stato di salute aziendale pre-Covid-19, tanto più se già precario. Sotto questo profilo, *I Grandi Viaggi*, *Voyageurs du Monde*, *Fabilia* e *The Restaurant Group*, operando in perdita da prima della pandemia, ne subiscono più di altre imprese l'impatto economico.

Da ultimo, ma non per importanza, sono significativi il livello di capitalizzazione, il grado di solidità patrimoniale e la facilità di accesso al mercato finanziario, che possono favorire l'assorbimento degli effetti finanziari (anche) di questa crisi e sostenere la continuità aziendale. Nell'ambito dei casi analizzati, si distinguono

positivamente tutti gli operatori digitali e le imprese crocieristiche nonché *Voyageurs du Monde* e *Disney*, che, nel corso del 2020, hanno migliorato il proprio grado di solvibilità, accendendo debiti finanziari non correnti. All'estremo opposto si trovano, invece, *Fabilia*, *Air France-KLM*, *American Airlines* e *Cedar Fair*, per le quali sono sufficienti i primi mesi della pandemia per subire un deficit patrimoniale.

## 5. Conclusioni

L'impatto del Covid-19 desumibile dai dati statistici relativi al movimento turistico e dalla letteratura in materia è confermato, sotto il profilo economico, dall'analisi delle relazioni periodiche del campione selezionato di società quotate impegnate nelle diverse attività turistiche. Le misure di contenimento dei contagi ed, in particolare, i vincoli posti alla mobilità delle persone, unitamente alle modifiche nei comportamenti d'acquisto dei turisti, inducono significative contrazioni nei volumi di attività delle imprese considerate.

Conseguentemente, tutte le imprese del campione registrano, nel 2020, una diminuzione del valore della produzione, che, solo parzialmente compensata sia da una corrispondente riduzione di costi, alcuni dei quali aumentano per l'adozione dei necessari protocolli di sicurezza, sia dalle misure di sostegno offerte dai vari governi nazionali, determina un inevitabile peggioramento delle performance economiche. Ciononostante, solo 4 società su 24 rimangono in un'area di utile (*FNM* e *Union Pacific* nel trasporto ferroviario, *McDonald's* nella ristorazione e *Booking* nei servizi online).

Per contro, le performance patrimoniali e finanziarie, sebbene influenzate negativamente da quelle economiche, non sempre peggiorano. In particolare, 2 società su 24 riducono il proprio grado d'indebitamento (*I Grandi Viaggi* e *Voyageurs du Monde*) e 15 società su 24 migliorano il proprio grado di solvibilità (ivi comprese tutte le aziende del campione impegnate nella ristorazione, nell'attività crocieristica e nei servizi online, *Live Nation Entertainment* e *Disney* nell'industria dell'intrattenimento, *American Airlines* nel trasporto aereo, *Union Pacific* nel trasporto ferroviario, *Marriott* nel settore alberghiero e *Voyageurs du Monde* nel tour operating). Soprattutto quest'ultima condizione non era affatto scontata ed è particolarmente rilevante, in quanto da essa dipende la sopravvivenza dell'impresa alla crisi pandemica e la possibilità di dare continuità all'attività aziendale.

Pertanto, in risposta alla prima domanda di ricerca — (1) *Qual è l'impatto del Covid-19 sulle performance economico-finanziarie delle imprese turistiche?* — gli esiti dell'analisi svolta evidenziano come le società quotate considerate registrino, nella prima fase pandemica, un generale peggioramento delle performance economiche, ma andamenti alterni sotto il profilo patrimoniale e finanziario.

Correlatamente, in relazione alla seconda domanda di ricerca — (2) *Se e in che misura l'impatto del Covid-19 si differenzia tra le diverse imprese e attività turistiche?* — è possibile osservare, innanzitutto, che l'intensità del deterioramento economico risulta oltremodo differenziata, sia tra che entro le varie classi di aziende turistiche. A titolo esemplificativo, nel campione osservato le maggiori penalizzazioni subite sul reddito netto riguardano, in ordine decrescente, società operanti nei settori del

trasporto aereo (*Air France-KLM*, -4.539%), del trasporto ferroviario (*Deutsche Bahn*, -1.929%), dei servizi online (*Trivago*, -1.787%), dell'hotellerie (*Accor*, -1.096%), del tour operating (*TUI Group*, -690%), dell'intrattenimento (*Live Nation Entertainment*, -635%), dell'attività crocieristica (*Norwegian Cruise Line*, -505%) e della ristorazione (*Autogrill*, -303%). Nondimeno, anche in settori in cui operano le società che hanno registrato i peggiori inasprimenti economici, altre imprese hanno risentito molto meno degli effetti della pandemia: è il caso, ad esempio, di *Union Pacific* (-12% di reddito netto, favorita dall'elasticità della struttura economica) e *FNM* (-72%, sostenuta dai sussidi governativi) nel trasporto ferroviario e di *Booking* (-94%, grazie al risultato della gestione finanziaria) nei servizi online.

Come anticipato, ancora più varie e di segno alterno sono le conseguenze finanziarie e patrimoniali, spaziando tra strutture gravemente indebolite (come nei casi di *Fabilia*, *Air France-KLM*, *American Airlines* e *Cedar Fair*, che, per effetto della pandemia, subiscono un deficit patrimoniale) e situazioni rimaste equilibrate o persino migliorate (ivi comprese, in particolare, quelle delle 15 società che hanno rafforzato la propria solvibilità).

In risposta alla terza domanda di ricerca — (3) *Quali sono le determinanti dell'impatto del Covid-19 e della sua intensità sulle performance gestionali delle imprese considerate?* — entrano in gioco molteplici aspetti, che spaziano da fattori di ordine generale e settoriale a caratteri specifici delle singole imprese e forniscono spunti di riflessione potenzialmente utili, sul piano tanto strategico quanto operativo, per decisori sia politici che aziendali.

Una prima distinzione rilevante riguarda le attività esclusivamente turistiche (come il tour operating e l'attività crocieristica), colpite in modo pieno e diretto dai limiti alla mobilità delle persone indotti dalla pandemia, rispetto alle attività rivolte a mercati più ampi, rispondenti a bisogni turistici e non (come il trasporto ferroviario e la ristorazione), solo parzialmente influenzate da tali vincoli.

Peraltro, le varie attività turistiche registrano diversi gradi di condizionamento: dalla temporanea sospensione (come l'intrattenimento dal vivo e l'attività crocieristica), alla limitazione operativa (come il trasporto aereo e ferroviario e la ristorazione), alla contrazione della domanda, pur in assenza di impedimenti formali (come l'attività alberghiera, il tour operating e i servizi online).

Comunque significativa è la differenziazione spazio-temporale delle misure, sia restrittive che di sostegno, adottate dai vari governi nazionali. Quanto più estese e protratte sono le limitazioni imposte, tanto maggiore è la riduzione dei volumi di attività e dei valori della produzione delle imprese interessate (come evidenzia il caso di *The Restaurant Group*). Specularmente, quanto più accessibili e consistenti sono le agevolazioni e i ristori concessi, tanto minore è la gravità dell'impatto economico-finanziario per le imprese beneficiarie (significativo il caso di *FNM* nel trasporto ferroviario).

Passando alle specificità aziendali, sicuramente rilevanti sono alcuni caratteri dei modelli di business accolti dalle imprese analizzate, che risultano potenzialmente funzionali alla capacità di adattamento ed allo sviluppo di nuovi prodotti e mercati. In quest'ambito rientrano, in particolare, la diversificazione produttiva, se vi concorrono attività variamente influenzate dalla pandemia (emblematico il caso *Disney*),

l'innovatività, la flessibilità operativa e contrattuale e la differenziazione geografica della gestione (particolarmente spiccate in *McDonald's*), ma, altresì, l'elasticità della struttura aziendale (come, ad esempio, nei casi *Union Pacific*, *Ryanair* e *Booking*).

Infine, contano lo stato di salute aziendale pre-Covid-19 nonché il livello di capitalizzazione, il grado di solidità patrimoniale e la facilità di accesso al mercato finanziario, che possono consentire un assorbimento meno traumatico dell'impatto economico, patrimoniale e finanziario della pandemia (come emerso, tra gli altri, per tutti gli operatori analizzati dei settori crocieristico e dei servizi digitali).

Sebbene limitata alla prima fase dell'emergenza sanitaria e riferita ad un circoscritto numero di società quotate e, pertanto, provvisoria e parziale, questa analisi pare indicativa dell'impatto del Covid-19 sulle performance economico-finanziarie delle imprese turistiche, offrendo spunti interessanti ed utili per successivi approfondimenti.

Si tratta di un impatto già rilevante e diffuso, sebbene manifestatosi con intensità differente tra le diverse attività e imprese turistiche, per effetto di molteplici determinanti, di carattere sia generale e settoriale che aziendale.

Si tratta, verosimilmente, di un impatto la cui portata finale sarà oltremodo peggiore, sia per i previsti tempi non brevi della ripresa (UNWTO, 2020e), sia per le conseguenze gravanti sulle micro, piccole e medie imprese, potenzialmente ancor più traumatiche, in considerazione della loro minore solidità patrimoniale e finanziaria (Carletti *et al.*, 2020; Dimson *et al.*, 2020; Dua *et al.*, 2020; Haqbin *et al.*, 2021), ma altresì del loro peso prevalente in seno all'offerta turistica (OECD, 2020a).

La ripetizione, anche reiterata nel tempo, dell'analisi e la sua estensione a campioni più rappresentativi, ivi comprese realtà aziendali di minore dimensione (allorché i relativi dati saranno disponibili), rappresentano opportunità di successivo sviluppo della ricerca, attraverso cui procedere a valutazioni più robuste, definitive e complete dell'impatto del Covid-19 sulle performance gestionali delle imprese e attività turistiche.

Nel frattempo, come suggerito dalla dottrina in materia (tra gli altri: Li *et al.*, 2020; Seraphin, H. e Gowreesunkar, 2021; Sharma *et al.*, 2021; Traskevich e Fontanari, 2021) e dalle organizzazioni internazionali impegnate nel settore (OECD, 2020b; UNWTO, 2020b), la profonda crisi determinata dalla pandemia potrebbe anche favorire la transizione verso un turismo più responsabile e sostenibile, decongestionando mete tradizionalmente sovraffollate e promuovendo nuove destinazioni, di maggiore prossimità, e forme di turismo, soprattutto di evasione, sinora sconosciute o trascurate. Gli impegni espressi in tale direzione, nelle relazioni periodiche analizzate, dagli organi amministrativi di *TUI Group*, *Accor*, *McDonald's*, *FNM*, *Deutsche Bahn*, *Air France-Klm* ed *American Airlines* lasciano ben sperare.

Una finalizzazione selettiva e mirata dell'intervento pubblico potrebbe orientare e supportare tale transizione, non limitando così i propri effetti alla fase acuta dell'emergenza sanitaria, bensì sostenendo una più rapida, diffusa, sostenibile e solida ripresa (OECD, 2020b; UNWTO 2020c).

In ogni caso, la capacità di cogliere queste opportunità, facendo leva sulla creatività, sull'innovazione tecnologica digitale e sullo sviluppo di partnership lungo, ma anche oltre l'intera catena del valore turistica potrà fare la differenza, tra le

imprese, proattive e resilienti, che usciranno, sicuramente provate ma fortificate, dalla pandemia e quelle, inerti e fragili, che soccomberanno ad essa.

## Bibliografia

- Agrawal, A. (2020). Sustainability of airlines in India with Covid-19: Challenges ahead and possible way-outs. *Journal of Revenue and Pricing Management*, 1-16.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23(4), 589-609.
- Borghesi, A. (1994). *Il marketing delle località turistiche*. Torino, Italia: Giappichelli Editore.
- Brunetti, F. (1999). *Il turismo sulla via della qualità*. Padova, Italia: Cedam.
- Buhalis, D. (2003). *E-Tourism: Information Technology for Strategic Tourism Management*. London, UK: Pearson.
- Carletti, E., Oliviero, T., Pagano, M., Pelizzon, L., & Subrahmanyam, M. G. (2020). The COVID-19 shock and equity shortfall: Firm-level evidence from Italy. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 534-568.
- Chen, S., Igan, D. O., Pierri, N., Presbitero, A. F., Soledad, M., & Peria, M. (2020). Tracking the economic impact of COVID-19 and mitigation policies in Europe and the United States. *IMF Working Papers*, 2020 (125).
- Dall'Ara, G. (a cura di) (2009). *Le nuove frontiere del marketing nel turismo*. Milano, Italia: Franco Angeli.
- De Carlo, M. (2004). *Management delle aziende del turismo*. Milano, Italia: Egea Tools.
- Della Corte, V. (2009). *Imprese e sistemi turistici. Il management*. Milano, Italia: Egea Tools.
- Dimson, J., Mladenov, Z., Sharma, R., & Tadjeddine, K. (2020). COVID-19 and European small and medium-size enterprises: How they are weathering the storm. *McKinsey & Company*.
- Dua, A., Ellingrud, K., Mahajan, D., & Silberg, J. (2020). Which small businesses are most vulnerable to COVID-19—and when. New York, NY: *McKinsey & Company*.
- Elgin, C., Basbug, G., & Yalaman, A. (2020). Economic policy responses to a pandemic: Developing the COVID-19 economic stimulus index. *Covid Economics*, 1(3), 40-53.
- Franch, M. (2005). *Il viaggio: riflessioni sulle scelte e i comportamenti del turista*, *Sinergie*, 66.
- Franch, M. (2002). *Destination management. Governare il turismo tra locale e globale*. Torino, Italia: Giappichelli Editore.
- Garibaldi, R. e Peretta, R. (2011). *Facebook in Tourism. Destinazioni Turistiche e Social Network*. Milano, Italia: Franco Angeli.
- Godovykh, M., Pizam, A., & Bahja, F. (2021). Antecedents and outcomes of health risk perceptions in tourism, following the COVID-19 pandemic. *Tourism Review*.
- Haqbin, A., Shojaei, P., & Radmanesh, S. (2021). Prioritising COVID-19 Recovery Solutions for Tourism Small and Medium-sized Enterprises: A Rough Best-Worst method Approach. *Journal of Decision Systems*, 1-14.

- ISTAT – Istituto Nazionale di Statistica (2020), Conto satellite del turismo per l'Italia – Anno 2017, online: <https://www.istat.it/>.
- Kotler, P., Bowen, J.T. e Makens, J.C. (2007). *Marketing del turismo*. Milano, Italia: Pearson.
- Lee, M., Ahn, J., Shin, M., Kwon, W., & Back, K. J. (2019). Integrating technology to service innovation: Key issues and future research directions in hospitality and tourism. *Journal of Hospitality and Tourism Technology*.
- Li, Z., Zhang, S., Liu, X., Kozak, M., & Wen, J. (2020). Seeing the invisible hand: Underlying effects of COVID-19 on tourists' behavioral patterns. *Journal of Destination Marketing & Management*, 18, 100502.
- Middleton, V.T.C., Fyall, A. e Morgan, M. (2009). *Marketing in Travel and Tourism*. London, UK: Routledge.
- OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development (2020a). *Coronavirus (Covid-19): SME Policy Responses*, online: <http://www.oecd.org/>.
- OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development (2020b). *Tourism Policy Responses to the coronavirus (Covid-19)*, online: <http://www.oecd.org/>.
- Pencarelli, T. (2001). *Marketing e performance nell'industria turistica*. Urbino, Italia: Quattroventi.
- PwC – PricewaterhouseCoopers (2020). *IFRS and US GAAP: similarities and differences*, online: <https://www.pwc.com/>.
- Rispoli, M. (a cura di) (2001). *Prodotti turistici evoluti. Casi ed esperienze in Italia*. Torino, Italia: Giappichelli Editore.
- Seraphin, H., & Gowreesunkar, V. (2021). Tourism: how to achieve the sustainable development goals?. *Worldwide Hospitality and Tourism Themes*.
- Seven, Ü., & Yilmaz, F. (2021). World equity markets and COVID-19: Immediate response and recovery prospects. *Research in International Business and Finance*, 56, 101349.
- Seven, U. e Yilmaz, F. (2021), "World equity markets and COVID-19: Immediate response and recovery prospects", *Research in International Business and Finance*, 56.
- Sharma, G. D., Thomas, A., & Paul, J. (2021). Reviving tourism industry post-COVID-19: A resilience-based framework. *Tourism management perspectives*, 37, 100786.
- Siddik, M. N. A. (2020). Economic stimulus for COVID-19 pandemic and its determinants: evidence from cross-country analysis. *Heliyon*, 6(12), e05634.
- Tamma, M. (2000). Aspetti strategici del destination management. *Pechlaner H., Weiermair K., Destination Management*. Milano, Italia: Touring Editore.
- Traskevich, A., & Fontanari, M. (2021). Tourism potentials in post-COVID19: The concept of destination resilience for advanced sustainable management in tourism. *Tourism Planning & Development*, 1-25.
- UNWTO – United Nations World Travel Organization (2020a). *International Tourism Highlights. 2020 Edition*, online: <https://www.unwto.org/>.
- UNWTO – United Nations World Travel Organization (2020b), *One Planet Vision for a Responsible Recovery of the Tourism Sector*, online: <https://www.unwto.org/>.
- Wieprow, J., & Gawlik, A. (2021). The Use of

- Discriminant Analysis to Assess the Risk of Bankruptcy of Enterprises in Crisis Conditions Using the Example of the Tourism Sector in Poland. *Risks*, 9(4), 78.
- UNWTO – United Nations World Travel Organization (2020c) *Understanding Domestic Tourism and Seizing its Opportunities, September 2020*, online: <https://www.unwto.org/>.
- UNWTO – United Nations World Travel Organization (2020d). *Covid-19 Related Travel Restrictions – A Global Review for Tourism. Eighth Report as of 2 December 2020*, online: <https://www.unwto.org/>.
- UNWTO – United Nations World Travel Organization (2020e) *World Tourism Barometer*, 18, 7, December, online: <https://www.unwto.org/>.
- Yin, R.K. (2018). *Case Study Research: Design and Methods*, 6th edition, Sage Publications Ltd., New York.
- Zenker, S., & Kock, F. (2020). The coronavirus pandemic–A critical discussion of a tourism research agenda. *Tourism management*, 81, 104164.

**Allegato n. 1 – Valori, margini e indici di operatori turistici**

Aziende Dati al Parametri	I Grandi Viaggi s.p.a.			Voyageurs du Monde SA			TUI Group		
	31/07/2020 € Mgl	31/07/2019 € Mgl	Variazione %	30/06/2020 € Mgl	30/06/2019 € Mgl	Variazione %	30/09/2020 € Mln	30/09/2019 € Mln	Variazione %
VP	20.072	38.078	-47,29%	75.587	182.314	-58,54%	8.518	18.949	-55,05%
VA	727	4.854	-85,02%	13.386	35.383	-62,17%	850	3.702	-77,04%
EBITDA	-4.208	-2.543	65,47%	-9.939	-1.313	656,97%	-1.411	1.252	-212,70%
RO	-7.479	-5.385	38,89%	-12.279	-3.396	261,57%	-2.916	743	-492,46%
RN	-7.585	-5.423	39,87%	-9.175	-2.928	213,35%	-3.139	532	-690,04%
C	33.220	39.436	-15,76%	273.223	343.087	-20,36%	2.693	4.270	-36,93%
F	72.266	73.403	-1,55%	69.400	67.019	3,55%	12.648	11.948	5,86%
K	105.486	112.839	-6,52%	342.623	410.106	-16,46%	15.341	16.218	-5,41%
p	27.408	30.497	-10,13%	202.163	312.336	-35,27%	6.319	7.312	-13,58%
☐	13.645	14.874	-8,26%	39.772	10.026	296,69%	8.804	4.741	85,70%
N	64.433	67.468	-4,50%	100.688	87.744	14,75%	218	4.165	-94,77%
n	42.969	42.969	0,00%	3.692	3.692	0,00%	1.509	1.506	0,20%
CCN	5.812	8.939	-34,98%	71.060	30.751	131,08%	-3.626	-3.042	19,20%
MT	-2.933	-37	7827,03%	-47.560	-159.978	-70,27%	-5.086	-5.570	-8,69%
CF <sub>0</sub>	-2.868	2.626	-209,22%	-1.207	49.359	-102,45%	-2.772	1.115	-348,61%
CF <sub>i</sub>	-656	-1.985	-66,95%	-4.650	-2.577	80,44%	162	-1.141	-114,20%
CF <sub>F</sub>	-1.091	-3.972	-72,53%	30.068	-10.692	-381,22%	2.113	-764	-376,57%
CF <sub>T</sub>	-4.615	-3.331	38,55%	23.196	36.049	-35,65%	-497	-790	-37,09%
C/K	0,31	0,35	-9,89%	0,80	0,84	-4,68%	0,18	0,26	-33,33%
p/K	0,26	0,27	-3,86%	0,59	0,76	-22,53%	0,41	0,45	-8,64%
l/p	0,89	1,00	-10,59%	0,76	0,49	56,77%	0,20	0,24	-18,10%
C/p	1,21	1,29	-6,27%	1,35	1,10	23,04%	0,43	0,58	-27,02%
N/F	0,89	0,92	-3,00%	1,45	1,31	10,82%	0,02	0,35	-95,06%
(N+☐)/F	1,46	1,54	-5,05%	4,94	6,12	-19,32%	1,21	1,36	-10,64%
N/n	1,50	1,57	-4,50%	27,27	23,77	14,75%	0,14	2,77	-94,78%
K/N	1,64	1,67	-2,11%	3,40	4,67	-27,20%	70,37	3,89	1707,24%
V/K	0,19	0,34	-43,61%	0,22	0,44	-50,37%	0,56	1,17	-52,48%
ROS	-37,26%	-14,14%	163,48%	-16,24%	-1,86%	772,10%	-34,23%	3,92%	-973,07%

ROI	-7,09%	-4,77%	48,57%	-3,58%	-0,83%	332,79%	-19,01%	4,58%	-514,90%
ROD	5,35%	2,60%	105,72%	0,17%	0,44%	-62,44%	3,83%	5,69%	-32,77%
ROE	-11,77%	-8,04%	46,46%	-9,11%	-3,34%	173,07%	-1439,91%	12,77%	-11372,97%

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.

## Allegato n. 2 - Valori, margini e indici di imprese alberghiere

Aziende Dati al Parametri	Fablia Group s.p.a.			Accor SA			Marriott International Inc.		
	30/06/2020 € Mgl	30/06-31/12 2019 € Mgl	Variazione %	30/06/2020 € Mln	30/06/2019 € Mln	Variazione %	30/09/2020 \$ Mln	30/09/2019 \$ Mln	Variazione %
VP	2.244	3.104	-27,71%	917	1.926	-52,39%	8.399	15.601	-46,16%
VA	186	1.255	-85,18%	437	1.314	-66,74%	n.d.	n.d.	-
EBITDA	-568	124	-558,06%	-226	375	-160,27%	487	1.688	-71,15%
RO	-2.335	-1.354	72,45%	-363	234	-255,13%	212	1.526	-86,11%
RN	-2.284	-1.402	62,91%	-1.514	152	-1096,05%	-103	994	-110,36%
C	4.716	3.494	34,97%	3.707	3.611	2,66%	3.540	2.900	22,07%
F	7.968	7.292	9,27%	7.117	9.447	-24,66%	21.608	21.912	-1,39%
K	12.684	10.786	17,60%	10.824	13.058	-17,11%	25.148	24.812	1,35%
p	11.499	7.713	49,09%	2.568	2.125	20,85%	6.006	5.738	4,67%
□	2.561	2.074	23,48%	3.137	4.263	-26,41%	18.913	18.236	3,71%
N	-1.376	999	-237,74%	5.119	6.670	-23,25%	229	838	-72,67%
n	50	50	0,00%	1.783	1.805	-1,22%	5	5	0,00%
CCN	-6.783	-4.219	60,77%	1.139	1.486	-23,35%	-2.466	-2.838	-13,11%
MT	-10.735	-7.339	46,27%	-103	-391	-73,66%	-4.429	-5.462	-18,91%
CF <sub>0</sub>	1.302	3.765	-65,42%	-469	220	-313,18%	1.623	1.190	36,39%
CF <sub>i</sub>	-2443	-2384	2,47%	990	-102	-1070,59%	111	-243	-145,68%
CF <sub>F</sub>	1531	-1323	-215,72%	-374	-1.109	-66,28%	-397	-1.007	-60,58%
CF <sub>T</sub>	390	58	572,41%	130	-979	-113,28%	1.337	-60	-2328,33%
C/K	0,37	0,32	14,78%	0,34	0,28	23,85%	0,14	0,12	20,44%
p/K	0,91	0,72	26,78%	0,24	0,16	45,79%	0,24	0,23	3,27%
l/p	0,07	0,05	37,02%	0,96	0,82	17,63%	0,26	0,05	445,88%
C/p	0,41	0,45	-9,47%	1,44	1,70	-15,05%	0,59	0,51	16,62%

N/F	-0,17	0,14	-226,05%	0,72	0,71	1,87%	0,01	0,04	-72,29%
(N+ $\square$ )/F	1,59	1,48	7,62%	1,52	1,38	10,03%	1,16	1,13	2,78%
N/n	-27,52	19,98	-237,74%	2,87	3,70	-22,31%	45,80	167,60	-72,67%
K/N	-9,22	10,80	-185,38%	2,11	1,96	8,01%	109,82	29,61	270,89%
V/K	0,18	0,29	-38,52%	0,08	0,15	-42,56%	0,33	0,63	-46,88%
ROS	-104,06%	-0,00%	138,54%	-39,59%	12,15%	-425,82%	2,52%	9,78%	-74,19%
ROI	-18,41%	-0,04%	46,65%	-3,35%	1,79%	-287,15%	0,84%	6,15%	-86,29%
ROD	1,75%	6,80%	-27,05%	2,38%	0,95%	151,72%	2,82%	2,57%	9,82%
ROE	165,99%	51,20%	-218,28%	-29,58%	2,28%	-1397,85%	-44,98%	118,62%	-137,92%

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.

### Allegato n. 3 - Valori, margini e indici di imprese di ristorazione

Aziende	Autogrill s.p.a.			The Restaurant Group Plc			McDonald's Corporation			
	Dati al Parametri	30/06/2020 € Mgl	30/06/2019 € Mgl	Variazioni	28/06/2020 £ Mgl	30/06/2019 £ Mgl	Variazione	30/09/2020 \$ Mln	30/09/2019 \$ Mln	Variazioni
			%				%			%
VP	1.254.153	2.545.790	-50,74%	227.194	515.893	-55,96%		13.894	15.936	-12,81%
VA	501.604	1.237.758	-59,47%	n.d.	n.d.	-		n.d.	n.d.	-
EBITDA	51.984	454.268	-88,56%	-15.330	45.019	-134,05%		5.401	6.971	-22,52%
RO	-300.500	167.165	-279,76%	-213.427	-80.123	166,37%		5.181	6.777	-23,55%
RN	-285.729	122.800	-332,68%	-207.495	-79.634	160,56%		3.354	4.453	-24,68%
C	859.691	759.206	13,24%	176.875	85.850	106,03%		6.736	3.605	86,85%
F	4.510.554	4.600.460	-1,95%	1.494.677	952.896	56,86%		43.963	42.200	4,18%
K	5.370.245	5.359.666	0,20%	1.671.552	1.038.746	60,92%		50.699	45.805	10,68%
p	1.304.663	1.274.440	2,37%	257.335	189.003	36,15%		6.280	4.276	46,87%
$\square$	3.418.511	3.269.105	4,57%	1.189.621	477.281	149,25%		52.891	50.128	5,51%
N	647.071	816.121	-20,71%	224.596	372.462	-39,70%		-8.472	-8.599	-1,48%
n	68.688	68.688	0,00%	165.880	138.234	20,00%		17	17	0,00%

CCN	-444.972	-515.234	-13,64%	-80.460	-103.153	-22,00%	456	-671	-167,96%
MT	-836.304	-947.179	-11,71%	-124.482	-157.093	-20,76%	-2.596	-3.099	-16,23%
CF <sub>O</sub>	-180.935	205.273	-188,14%	-44.431	13.419	-431,11%	4.272	6.232	-31,45%
CF <sub>I</sub>	-95.041	-32.808	189,69%	-22.515	-38.332	-41,26%	-1.183	-2.264	-47,75%
CF <sub>F</sub>	479.098	-62.591	-865,44%	150.029	-9.082	-	-313	-3.553	-91,19%
CF <sub>T</sub>	203.122	109.874	84,87%	83.083	-33.995	-344,40%	2.785	311	795,50%
C/K	0,16	0,14	13,01%	0,11	0,08	28,03%	0,13	0,08	68,81%
p/K	0,24	0,24	2,17%	0,15	0,18	-15,39%	0,12	0,09	32,69%
l/p	0,36	0,26	39,80%	0,52	0,17	205,78%	0,59	0,28	113,12%
C/p	0,66	0,60	10,61%	0,69	0,45	51,32%	1,07	0,84	27,23%
N/F	0,14	0,18	-19,13%	0,15	0,39	-61,56%	-0,19	-0,20	-5,43%
(N+ $\square$ )/F	1,19	1,17	2,19%	1,12	1,09	2,59%	1,15	1,09	6,25%
N/n	9,42	11,88	-20,71%	1,35	2,69	-49,75%	-498,35	-505,82	-1,48%
K/N	8,30	6,57	26,37%	7,44	2,79	166,86%	-5,98	-5,33	12,34%
V/K	0,23	0,47	-50,83%	0,14	0,50	-72,63%	0,27	0,35	-21,23%
ROS	-23,96%	6,57%	-464,90%	-93,94%	-15,53%	504,86%	37,29%	42,53%	-12,31%
ROI	-5,60%	3,12%	-279,41%	-12,77%	-7,71%	65,53%	10,22%	14,80%	-30,93%
ROD	1,65%	1,36%	21,00%	1,69%	2,38%	-28,82%	1,77%	1,85%	-4,02%
ROE	-44,16%	15,05%	-393,47%	-92,39%	-21,38%	332,10%	-39,59%	-51,79%	-23,55%

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.

#### Allegato n. 4 - Valori, margini e indici di aziende di trasporto ferroviario

Aziende Dati al Parametri	FNM (Ferrovie Nord Milano) s.p.a.			Deutsche Bahn AG			Union Pacific Corporation		
	30/09/2020 € Mgl	30/09/2019 € Mgl	Variazione %	30/06/2020 € Mln	30/06/2019 € Mln	Variazione %	30/09/2020 \$ Mln	30/09/2019 \$ Mln	Variazione %
VP	231.644	240.952	-3,86%	22.394	24.622	-9,05%	14.392	16.496	-12,75%
VA	165.118	167.940	-1,68%	9.247	11.436	-19,14%	10.453	11.595	-9,85%
EBITDA	82.450	77.427	6,49%	92	2.438	-96,23%	7.481	8.111	-7,77%

RO	28.242	29.419	-4,00%	-3.283	629	-621,94%	5.828	6.454	-9,70%
RN	7.075	24.529	-71,16%	-3.749	205	-1928,78%	3.969	4.516	-12,11%
C	519.384	446.860	16,23%	12.696	12.423	2,20%	5.130	4.073	25,95%
F	589.318	525.865	12,07%	51.797	51.367	0,84%	58.584	57.905	1,17%
K	1.108.702	972.725	13,98%	64.493	63.790	1,10%	63.714	61.978	2,80%
p	479.215	387.753	23,59%	18.472	17.769	3,96%	4.841	4.587	5,54%
☐	169.567	161.226	5,17%	36.170	33.217	8,99%	41.674	39.375	5,84%
N	459.920	423.746	8,54%	9.851	12.804	-23,06%	17.199	18.016	-4,53%
n	230.000	230.000	0,00%	2.150	2.150	0,00%	2.779	2.779	0,00%
CCN	40.169	59.107	-32,04%	-5.776	-5.346	8,04%	289	-514	-156,23%
MT	-238.372	-189.127	26,04%	-14.776	-14.106	4,75%	-2.240	-3.337	-32,87%
CF <sub>o</sub>	-1.656	61.295	-102,70%	-235	1.386	-116,96%	5.993	6.264	-4,33%
CF <sub>i</sub>	65.199	-47.772	-236,48%	-2.414	-1.857	29,99%	-2.081	-2.507	-16,99%
CF <sub>F</sub>	-51.423	49.123	-204,68%	2.397	584	310,45%	-2.150	-3.782	-43,15%
CF <sub>T</sub>	12.120	62.646	-80,65%	-252	113	-323,01%	1.762	-25	-7148,00%
C/K	0,47	0,46	1,97%	0,20	0,19	1,08%	0,08	0,07	22,52%
p/K	0,43	0,40	8,43%	0,29	0,28	2,82%	0,08	0,07	2,66%
l/p	0,50	0,51	-1,89%	0,20	0,21	-2,94%	0,54	0,27	97,16%
C/p	1,08	1,15	-5,95%	0,69	0,70	-1,69%	1,06	0,89	19,34%
N/F	0,78	0,81	-3,15%	0,19	0,25	-23,70%	0,29	0,31	-5,64%
(N+☐)/F	1,88	1,85	1,71%	1,25	1,24	0,26%	1,09	1,07	1,61%
N/n	2,00	1,84	8,54%	4,58	5,96	-23,06%	6,19	6,48	-4,53%
K/N	2,41	2,30	5,01%	6,55	4,98	31,41%	3,70	3,44	7,68%
V/K	0,21	0,25	-15,65%	0,35	0,39	-10,04%	0,23	0,27	-15,13%
ROS	12,19%	12,21%	-0,14%	-14,66%	2,55%	-673,87%	40,49%	39,12%	3,50%
ROI	2,55%	3,02%	-15,77%	-5,09%	0,99%	-616,25%	9,15%	10,41%	-12,16%
ROD	0,52%	0,97%	-46,51%	1,10%	1,18%	-6,12%	2,94%	2,83%	3,76%
ROE	1,54%	5,79%	-73,43%	-38,06%	1,60%	-2476,99%	23,08%	25,07%	-7,94%

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.

#### Allegato n. 5 - Valori, margini e indici di compagnie aeree

Aziende Dati al Parametri	Groupe Air France-KLM			Ryanair Holdings Plc			American Airlines Group Inc.		
	30/09/2020 € Mln	30/09/2019 € Mln	Variazione %	30/09/2020 € Mln	30/09/2019 € Mln	Variazione %	30/09/2020 \$ Mln	30/09/2019 \$ Mln	Variazione %
VP	8.756	20.596	-57,49%	1.176	5.390	-78,18%	13.309	34.455	-61,37%
VA	1.521	9.185	-83,44%	355	2.252	-84,24%	2.035	13.314	-84,72%
EBITDA	-2.703	3.154	-185,70%	120	1.669	-92,81%	-6.349	3.805	-266,86%
RO	-4.835	937	-616,01%	-177	1.288	-113,74%	-7.906	2.336	-438,44%
RN	-6.082	137	-4539,42%	-410	1.152	-135,59%	-6.707	1.272	-627,28%
C	9.012	9.033	-0,23%	4.895	4.808	1,81%	12.340	9.572	28,92%
F	20.573	21.262	-3,24%	9.789	9.935	-1,47%	50.433	51.603	-2,27%
K	29.585	30.295	-2,34%	14.684	14.743	-0,40%	62.773	61.175	2,61%
p	14.438	13.192	9,45%	5.659	3.782	49,63%	16.584	19.560	-15,21%
⊖	19.820	15.330	29,29%	4.047	4.604	-12,10%	51.717	41.455	24,75%
N	-4.673	1.773	-363,56%	4.978	6.357	-21,69%	-5.528	160	-3555,00%
n	429	429	0,00%	7	7	0,00%	5	4	25,00%
CCN	-5.426	-4.159	30,46%	-764	1.026	-174,46%	-4.244	-9.988	-57,51%
MT	-8.521	-9.083	-6,19%	-2.707	-1.664	62,68%	-16.331	-19.248	-15,15%
CF <sub>0</sub>	-1.412	3.075	-145,92%	-1.158	803	-244,21%	-3.680	3.215	-214,46%
CF <sub>I</sub>	-1.126	-2.203	-48,89%	-166	-629	-73,61%	-6.038	-2.882	109,51%
CF <sub>F</sub>	4.782	-368	-1399,46%	1.773	269	559,11%	9.725	-296	-3385,47%
CF <sub>T</sub>	2.205	513	329,82%	386	443	-12,87%	7	37	-81,08%
C/K	0,30	0,30	2,16%	0,33	0,33	2,22%	0,20	0,16	25,64%
p/K	0,49	0,44	12,07%	0,39	0,26	50,23%	0,26	0,32	-17,37%
l/p	0,41	0,31	31,57%	0,52	0,56	-6,85%	0,02	0,02	-4,36%
C/p	0,62	0,68	-8,84%	0,86	1,27	-31,96%	0,74	0,49	52,05%
N/F	-0,23	0,08	-372,39%	0,51	0,64	-20,52%	-0,11	0,00	-3635,15%
(N+⊖)/F	1,44	1,42	0,93%	1,50	1,48	1,09%	1,24	1,19	4,99%
N/n	-10,89	4,13	-363,56%	711,14	908,14	-21,69%	-1105,60	40,00	-2864,00%
K/N	-6,33	17,09	-137,05%	2,95	2,32	27,19%	-11,36	382,34	-102,97%
V/K	0,30	0,68	-56,47%	0,08	0,37	-78,09%	0,21	0,56	-62,36%
ROS	-55,22%	4,55%	-1313,76%	-15,05%	23,90%	-162,99%	-59,40%	6,78%	-976,17%
ROI	-16,34%	3,09%	-628,39%	-1,21%	8,74%	-113,80%	-12,59%	3,82%	-429,83%
ROD	1,17%	2,90%	-59,82%	0,24%	0,59%	-59,26%	2,07%	2,41%	-14,30%

ROE	130,15%	7,73%	1584,38%	-8,24%	18,12%	-145,45%	121,33%	795,00%	-84,74%
-----	---------	-------	----------	--------	--------	----------	---------	---------	---------

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.

#### Allegato n. 6 – Valori, margini e indici di imprese crocieristiche

Aziende Dati al Parametri	Carnival Corporation & Plc			Royal Caribbean Cruises Ltd.			Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.		
	31/08/2020	31/08/2019	Variazione	30/09/2020	30/09/2019	Variazione	30/09/2020	30/09/2019	Variazione
	\$ Mln	\$ Mln	%	\$ Mgl	\$ Mgl	%	\$ Mgl	\$ Mgl	%
VP	5.561	16.043	-65,34%	2.174.667	8.433.248	-74,21%	1.270.329	4.981.758	-74,50%
VA	-1.866	6.069	-130,75%	-575.788	3.506.550	-116,42%	-333.059	2.149.253	-115,50%
EBITDA	-3.429	4.398	-177,97%	-1.269.268	2.707.456	-146,88%	-774.521	1.460.928	-153,02%
RO	-7.223	2.791	-358,80%	-3.585.008	1.783.276	-301,03%	-2.937.255	978.701	-400,12%
RN	-8.014	2.567	-412,19%	-4.408.195	1.627.126	-370,92%	-3.273.581	808.931	-504,68%
C	9.268	2.712	241,74%	3.531.795	1.203.957	193,35%	2.652.499	842.716	214,76%
F	41.550	41.289	0,63%	28.297.015	28.621.504	-1,13%	14.749.538	15.096.180	-2,30%
K	50.818	44.001	15,49%	31.828.810	29.825.461	6,72%	17.402.037	15.938.896	9,18%
p	10.184	8.931	14,03%	4.625.465	7.113.534	-34,98%	2.334.266	3.399.591	-31,34%
☒	21.131	9.775	116,17%	18.874.751	10.171.626	85,56%	10.980.005	6.265.881	75,23%
N	19.503	25.295	-22,90%	8.328.594	12.540.301	-33,59%	4.087.766	6.273.424	-34,84%
n	369	365	1,10%	2.425	2.365	2,54%	300	237	26,58%
CCN	-916	-6.219	-85,27%	-1.093.670	-5.909.577	-81,49%	318.233	-2.556.875	-112,45%
MT	-2.008	-7.778	-74,18%	-1.608.677	-6.836.804	-76,47%	21.945	-2.992.333	-100,73%
CF <sub>0</sub>	-4.649	4.414	-205,32%	-2.906.255	3.107.068	-193,54%	-1.918.626	1.447.042	-232,59%
CF <sub>I</sub>	-1.452	-3.317	-56,23%	-1.788.693	-2.402.344	-25,54%	-901.615	-611.213	47,51%
CF <sub>F</sub>	13.699	-912	1602,08%	7.469.762	-714.909	-1144,85%	4.926.843	-592.422	-931,64%
CF <sub>T</sub>	7.661	174	4302,87%	2.773.050	-11.122	-25033,02%	2.103.335	243.407	764,12%
C/K	0,18	0,06	195,90%	0,11	0,04	174,89%	0,15	0,05	188,29%
p/K	0,20	0,20	-1,27%	0,15	0,24	-39,07%	0,13	0,21	-37,11%
l/p	0,80	0,13	521,86%	0,65	0,04	1576,56%	1,01	0,12	742,60%

C/p	0,91	0,30	199,69%	0,76	0,17	351,14%	1,14	0,25	358,41%
N/F	0,47	0,61	-23,38%	0,29	0,44	-32,82%	0,28	0,42	-33,31%
(N+ $\square$ )/F	1,22	1,07	14,77%	1,12	1,04	7,94%	1,18	1,06	11,75%
N/n	52,85	69,30	-23,73%	3434,47	5302,45	-35,23%	13625,89	26470,14	-48,52%
K/N	2,61	1,74	49,79%	3,82	2,38	60,68%	4,26	2,54	67,56%
V/K	0,11	0,36	-69,99%	0,07	0,28	-75,84%	0,07	0,31	-76,64%
ROS	-129,89%	17,40%	-846,60%	-164,85%	21,15%	-879,60%	-231,22%	19,65%	-1276,95%
ROI	-14,21%	6,34%	-324,08%	-11,26%	5,98%	-288,38%	-16,88%	6,14%	-374,88%
ROD	2,08%	1,46%	42,02%	2,96%	2,97%	-0,06%	2,95%	3,18%	-7,12%
ROE	-41,09%	10,15%	-504,91%	-52,93%	12,98%	-507,92%	-80,08%	12,89%	-721,06%

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.

#### Allegato n. 7 – Valori, margini e indici di operatori dell'intrattenimento

Aziende Dati al Parametri	The Walt Disney Company			Live Nation Entertainment Inc.			Cedar Fair L.P.		
	03/10/2020 \$ Mln	28/09/2019 \$ Mln	Variazione %	30/09/2020 \$ Mgl	30/09/2019 \$ Mgl	Variazione %	27/09/2020 \$ Mgl	29/09/2019 \$ Mgl	Variazione %
VP	65.388	69.607	-6,06%	1.623.795	8.658.521	-81,25%	147.678	1.217.679	-87,87%
VA	n.d.	n.d.	-	n.d.	n.d.	-	n.d.	n.d.	-
EBITDA	9.139	15.997	-42,87%	-900.393	736.808	-222,20%	-335.718	430.455	-177,99%
RO	3.794	11.830	-67,93%	-1.265.178	407.764	-410,27%	-463.165	292.627	-258,28%
RN	-2.864	11.054	-125,91%	-1.363.964	254.851	-635,20%	-480.228	164.452	-392,02%
C	35.251	28.124	25,34%	3.859.857	3.849.723	0,26%	340.510	384.800	-11,51%
F	166.298	165.860	0,26%	7.025.574	6.117.410	14,85%	2.161.008	2.273.211	-4,94%
K	201.549	193.984	3,90%	10.885.431	9.967.133	9,21%	2.501.518	2.658.011	-5,89%
p	26.628	31.341	-15,04%	3.582.877	3.959.372	-9,51%	297.363	329.479	-9,75%
$\square$	86.658	68.754	26,04%	7.055.530	4.484.929	57,32%	2.755.485	2.285.813	20,55%
N	88.263	93.889	-5,99%	247.024	1.522.832	-83,78%	-551.330	42.719	-1390,60%
n	54.497	53.907	1,09%	2.138	2.111	1,28%	5.290	5.290	0,00%
CCN	8.623	-3.217	-368,04%	276.980	-109.649	-352,61%	43.147	55.321	-22,01%
MT	-8.714	-25.923	-66,39%	-957.795	-2.164.206	-55,74%	-71.893	-71.363	0,74%
CFo	7.618	6.606	15,32%	-956.903	32.922	-3006,58%	-275.452	389.139	-170,78%

CF <sub>I</sub>	-3.637	-4.118	-11,68%	-224.532	-403.357	-44,33%	-118.774	-566.170	-79,02%
CF <sub>F</sub>	8.480	-1.090	-877,98%	1.361.636	-139.610	-1075,31%	439.843	327.404	34,34%
CF <sub>T</sub>	12.499	1.300	861,46%	159.249	-569.409	-127,97%	43.218	152.767	-71,71%
C/K	0,17	0,14	20,64%	0,35	0,39	-8,19%	0,14	0,14	-5,97%
p/K	0,13	0,16	-18,23%	0,33	0,40	-17,14%	0,12	0,12	-4,10%
l/p	0,67	0,17	289,16%	0,73	0,45	61,60%	0,76	0,78	-3,21%
C/p	1,32	0,90	47,53%	1,08	0,97	10,80%	1,15	1,17	-1,95%
N/F	0,53	0,57	-6,24%	0,04	0,25	-85,88%	-0,26	0,02	-1457,61%
(N+ $\square$ )/F	1,21	1,17	3,63%	1,55	1,63	-4,90%	1,16	1,17	-1,00%
N/n	1,62	1,74	-7,01%	115,54	721,38	-83,98%	-104,22	8,08	-1390,60%
K/N	2,28	2,07	10,52%	44,07	6,55	573,27%	-4,54	62,22	-107,29%
V/K	0,32	0,36	-9,59%	0,15	0,87	-82,83%	0,06	0,46	-87,11%
ROS	5,80%	17,00%	-65,86%	-77,91%	4,71%	-1754,46%	-313,63%	24,03%	-1405,08%
ROI	1,88%	6,10%	-69,13%	-11,62%	4,09%	-384,10%	-18,52%	11,01%	-268,18%
ROD	2,54%	2,08%	22,18%	2,51%	2,77%	-9,20%	3,85%	3,28%	17,48%
ROE	-3,24%	11,77%	-127,56%	-552,16%	16,74%	-3399,36%	87,10%	384,96%	-77,37%

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.

#### Allegato n. 8 - Valori, margini e indici di agenzie di viaggi online e altri operatori digitali

Aziende Dati al Parametri	Booking Holdings Inc.			Tripadvisor Inc.			Trivago N.V.		
	30/09/2020 \$ Mln	30/09/2019 \$ Mln	Variazione %	30/09/2020 \$ Mln	30/09/2019 \$ Mln	Variazione %	30/09/2020 \$ Mln	30/09/2019 \$ Mln	Variazione %
VP	5.558	11.727	-52,61%	488	1.225	-60,16%	217	683	-68,30%
VA	2.381	6.211	-61,66%	n.d.	n.d.	-	n.d.	n.d.	-
EBITDA	928	4.525	-79,49%	-140	256	-154,69%	-35	28	-224,26%
RO	-478	4.173	-111,45%	-237	164	-244,51%	-243	27	-995,76%
RN	224	3.694	-93,94%	-217	110	-297,27%	-237	14	-1787,36%
C	12.583	10.056	25,13%	613	1.181	-48,09%	266	310	-14,09%
F	9.562	11.390	-16,05%	1.383	1.287	7,46%	573	800	-28,37%
K	22.145	21.446	3,26%	1.996	2.468	-19,12%	840	1.116	-24,38%
p	3.968	5.528	-28,22%	231	468	-50,64%	36	75	-51,73%

Σ	13.264	9.967	33,08%	857	352	143,47%	134	148	-9,55%
N	4.913	5.951	-17,44%	908	1.648	-44,90%	669	887	-24,56%
n	0	0	-	0	0	-	182	184	-0,98%
CCN	8.615	4.528	90,26%	382	713	-46,42%	230	235	-2,14%
MT	7.229	938	670,68%	215	370	-41,89%	169	121	39,72%
CF <sub>0</sub>	662	3.788	-82,52%	-180	364	-149,45%	0	50	-99,64%
CF <sub>I</sub>	2.703	6.954	-61,13%	-46	-140	-67,14%	-13	-16	-22,74%
CF <sub>F</sub>	1.532	-6.876	-122,28%	349	-30	-1263,33%	-0	-0	248,78%
CF <sub>T</sub>	4.885	3.840	27,21%	127	183	-30,60%	-13	34	-138,64%
C/K	0,57	0,47	21,18%	0,31	0,48	-35,82%	0,32	0,28	13,62%
p/K	0,18	0,26	-30,49%	0,12	0,19	-38,97%	0,04	0,07	-36,17%
l/p	2,82	1,17	141,25%	1,93	1,79	7,83%	5,69	2,62	117,13%
C/p	3,17	1,82	74,32%	2,65	2,52	5,16%	7,39	4,15	78,00%
N/F	0,51	0,52	-1,66%	0,66	1,28	-48,73%	1,17	1,11	5,33%
(N+Σ)/F	2,32	1,88	23,00%	1,44	1,92	-24,74%	1,46	1,39	5,57%
N/n	n.d.	n.d.	-	n.d.	n.d.	-	3,67	4,82	-23,81%
K/N	4,51	3,60	25,08%	2,20	1,50	46,79%	1,25	1,25	0,23%
V/K	0,25	0,55	-54,10%	0,24	0,50	-50,74%	0,26	0,62	-58,07%
ROS	-8,60%	35,58%	-124,17%	-48,57%	13,39%	-462,76%	-112,35%	3,98%	-2925,49%
ROI	-2,16%	19,46%	-111,09%	-11,87%	6,65%	-278,69%	-28,97%	2,45%	-1284,59%
ROD	2,11%	2,28%	-7,19%	4,49%	n.s.	-	0,16%	0,03%	527,93%
ROE	4,56%	62,07%	-92,65%	-23,90%	6,67%	-458,05%	-35,36%	1,58%	-2336,68%

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.