

Covid-19 e performance economico-finanziarie delle imprese turistiche - un anno dopo

Federico Fontana*

Sommario: 1. L'aggiornamento dell'analisi - 2. L'evoluzione della letteratura - 3. La metodologia di analisi - 4. L'impatto del Covid-19 sulle performance gestionali di imprese turistiche - 4.1 La dinamica delle principali performance economiche - 4.2 La dinamica delle principali performance patrimoniali e finanziarie - 4.3 Le determinanti della dinamica delle performance gestionali - 5. Conclusioni - Bibliografia.

Abstract

The socio-economic impact of Covid-19 is extremely shocking, due to the introduction from March 2020 and the subsequent protraction of 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, last year the Author carried out an assessment of the impact of the first phase of the pandemic on the financial performance of businesses engaged in various tourism activities, through an analysis of 2020 interim reports of a sample of listed companies. Starting from that analysis, this paper intends to update such assessment taking into account the interim reports of 2021. Although limited to large companies, this study seems significant to assess the severity of the crisis, to understand its determinants, and to identify useful solutions for the recovery of tourism activity.

Key words: performance economico-finanziarie, imprese turistiche, Covid-19

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

1. L'aggiornamento dell'analisi

Sul n. 2-2021 di *Impresa Progetto* è stato pubblicato il contributo "Covid-19 e performance economico-finanziarie delle imprese turistiche" (Fontana, 2021), finalizzato ad una preliminare verifica dell'impatto dell'emergenza sanitaria da SARS-Cov-2 sulle performance gestionali di operatori impegnati nelle principali attività turistiche.

Specificamente, attraverso l'analisi delle relazioni periodiche disponibili al 31/01/2021 di una pluralità di società quotate selezionate a livello internazionale, il paper cercava di rispondere a tre 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?*

Tali aspetti parevano interessanti e rilevanti, oltre che estremamente attuali, in considerazione dell'importanza e complessità del settore, anche ai fini dell'individuazione di soluzioni utili per la prospettica ripresa dell'attività turistica (per approfondimenti, si rinvia al precedente contributo).

Il turismo, infatti, se per un verso concorre in misura significativa alla produzione di ricchezza a livello globale (UNWTO, 2020a e 2021; WTTC, 2022), per altro verso è sicuramente uno dei settori più colpiti dalle misure di contenimento dei contagi da Covid-19 introdotte dalle autorità competenti, inclusi, in specie, i vincoli imposti alla mobilità delle persone, nonché dalle modifiche intervenute nei bisogni e comportamenti d'acquisto di consumatori, utenti e ospiti, ivi compresa la paura di (tornare a) viaggiare (UNWTO, 2020e).

Ad un anno di distanza, mentre si assiste ad una graduale ripresa dei flussi turistici, soprattutto domestici (UNWTO, 2022), sostenuta dal generale allentamento delle restrizioni precedentemente applicate, nonostante la fase acuta della pandemia non sia ancora terminata (WHO, 2022), è possibile aggiornare l'analisi, facendo riferimento, a questo punto, non solo ai dati del 2020, ma anche a quelli relativi al 2021.

Su questa base, infatti, ferme restando le suddette domande di ricerca, è possibile verificare se le conclusioni di prima approssimazione cui si era giunti lo scorso anno trovino conferma, vengano smentite o vadano, opportunamente, modificate o integrate.

Specificamente, in relazione alla prima fase della pandemia, dall'analisi svolta era emerso un generale peggioramento delle performance economiche delle imprese turistiche considerate, ma andamenti alterni sotto il profilo patrimoniale e finanziario, con risultanze, in taluni casi, persino migliorate (esito, quest'ultimo, affatto prevedibile).

Inoltre, si era riscontrata un'intensità del deterioramento economico oltremodo differenziata, non solo tra le imprese appartenenti a diversi settori di attività (con sensibili divari nel passaggio dagli ambiti più colpiti, rappresentati dal trasporto aereo e dall'attività crocieristica, a quelli meno penalizzati, rappresentati dal trasporto ferroviario e dalla ristorazione), ma anche al loro interno (con significative

asimmetrie interaziendali). Ancora più variegata erano risultate le implicazioni finanziarie e patrimoniali, spaziando tra strutture gravemente indebolite e situazioni rimaste equilibrate o persino rafforzate.

Infine, per quanto attiene alle determinanti dell'impatto del Covid-19 e della sua intensità sulle performance gestionali delle imprese considerate, erano emersi molteplici aspetti, rappresentati sia da fattori di ordine generale e settoriale sia da caratteri specifici delle singole imprese, potenzialmente rilevanti sul piano tanto strategico quanto operativo.

Come si dirà meglio presentando e commentando i risultati dell'aggiornamento dell'analisi, buona parte delle conclusioni precedenti trova sostanziale conferma, ma non mancano significative evoluzioni intervenute nel frattempo, che accentuano la differenziazione tra gli andamenti gestionali registrati dalle imprese analizzate, enfatizzando l'importanza delle loro determinanti, prime tra tutte quelle ascrivibili a peculiari specificità aziendali.

2. L'evoluzione della letteratura

La pandemia da Covid-19 ha progressivamente indotto la produzione di un'ampia 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 1.819, pubblicati a tutto il 31/03/2022 e quasi quadruplicati rispetto al 31/03/2021, quando erano 495.

Come già osservato lo scorso anno commentando questi ultimi, il tema è analizzabile sotto varie angolazioni, suscitando 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*") mantengono un peso rilevante, totalizzando 758 contributi, con un'incidenza del 40% sul totale (al 31/03/2021 erano 234, pari al 47% del totale).

Nell'ambito di questi studi vengono analizzati molteplici aspetti del fenomeno (con una distribuzione analoga a quella già segnalata in Fontana, 2021, cui si rinvia), quali, principalmente, la dinamica della domanda e dell'offerta di servizi turistici, le modifiche nelle preferenze e nei comportamenti dei turisti, ma altresì dei residenti nelle località turistiche, nonché le strategie di gestione del rischio e di recupero post-Covid-19 da parte di imprese e destinazioni turistiche, ivi comprese le opportunità di transizione verso soluzioni di turismo sostenibile.

I contributi considerati fanno frequente ed ampio riferimento ai dati e rapporti prodotti dalle organizzazioni internazionali impegnate nel settore, che offrono interessanti spunti di riflessione sull'impatto del Covid-19 sull'attività turistica (Gosling *et al.*, 2021).

In particolare, l'*United Nations World Tourism Organization*, dopo avere celebrato 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 \$ 1.700 mld di spesa e di \$ 3.500 mld di valore direttamente prodotto (escluso l'indotto), pari al 4% dell'intera ricchezza a livello mondiale (UNWTO, 2020a), sottolinea l'estrema gravità degli effetti della pandemia. Infatti, rispetto al 2019, nel 2020 e nel 2021 si registrano contrazioni rispettivamente del 73% e del 71% degli arrivi internazionali, con una distribuzione relativamente omogenea a livello geografico, fatto salvo il picco dell'84%-94% nell'Estremo Oriente (UNWTO, 2022). Ne conseguono, globalmente, un calo della spesa turistica nell'ordine di \$ 1 miliardo sia nel 2020 che nel 2021 nonché una perdita di PIL di \$ 2.000 mld nel 2020, lievemente ridotta a \$ 1.600 mld nel 2021 (UNWTO, 2021). Peraltro, l'impatto complessivo del Covid-19 sul settore è sensibilmente più ampio, considerando anche il turismo domestico, caratterizzato da flussi turistici sei volte più numerosi e volumi di spesa comunque superiori rispetto a quelli del turismo internazionale (UNWTO, 2020d).

L'indicata dinamica è confermata dal *World Travel & Tourism Council*, che segnala, a sua volta, un crollo del valore complessivamente prodotto (diretto, indiretto e indotto) dalle attività turistiche nel passaggio dal 2019, quando era pari a \$ 9,6 mld, rappresentando il 10,3% del PIL mondiale, al 2020, quando ha toccato un minimo di \$ 4,8 mld (-53% rispetto all'anno precedente, con un'incidenza scesa al 5,3%), al 2021, quando è lievemente risalito a \$ 5,8 mld (-44% rispetto al 2019 e con un peso del 6,1%). Inoltre, nel passaggio dal 2019 al 2021, viene registrato un incremento dell'incidenza della spesa turistica domestica sul totale (dal 72% all'85%), con corrispondente riduzione di quella internazionale (WTTC, 2022).

Conformemente a quanto precede, con specifico riferimento al traffico aereo, l'*International Civil Aviation Organization* nel 2020 e 2021 rileva, a livello mondiale, rispetto al 2019, contrazioni rispettivamente del 60% e 49% dei passeggeri trasportati e del 50% e 40% dei posti offerti dalle linee aeree, con conseguente perdita di ricavi operativi nell'ordine di \$ 372 mld e \$ 324 mld (ICAO, 2022). Anche in questo caso, la dinamica registrata è relativamente omogenea a livello globale, fatto salvo il flesso più accentuato nell'area estremo-orientale, caratterizzata da limitazioni più stringenti e prolungate alla mobilità delle persone.

Dati analoghi sono rappresentati dall'*International Air Transport Association*, in termini di passeggeri trasportati per chilometro (RPK - *revenue passenger kilometers*), i quali, a livello mondiale, in rapporto al 2019, nel 2020 e 2021 sono complessivamente diminuiti, rispettivamente, del 70% e 58% (IATA, 2021 e 2022). Emergono, tuttavia, sensibili differenze tra voli internazionali (-85% nel 2020 e -76% nel 2021) e voli domestici (-43% nel 2020 e -28% nel 2021). Di qualche rilievo per gli operatori del settore è l'andamento, sensibilmente diverso, del trasporto merci, che, sempre rispetto al 2019, mentre nel 2020 ha registrato una contrazione del 9% del volume di attività (in termini di CTK - *cargo tonne kilometers*), nel 2021 ha integralmente recuperato e persino sovraperformato del 7%.

Ancora più rilevante, a causa della prolungata sospensione operativa, è l'impatto della pandemia sul settore crocieristico, rispetto al quale la *Cruise Line International*

Association riporta, rispetto al 2019, una diminuzione del livello di attività di oltre l'80% sia nel 2020 che nel 2021, con conseguenti contrazioni di oltre il 50% dei livelli occupazionali e di circa il 60% del contributo economico complessivamente offerto dal settore, cui concorre anche la spesa media giornaliera di \$ 100 per passeggero nelle città portuali toccate dalle crociere (CLIA, 2020 e 2022).

Nelle proprie valutazioni, tutte le organizzazioni internazionali menzionate prevedono una ripresa graduale dell'attività turistica e un ritorno ai livelli di produzione pre-Covid-19 non prima del 2023-2024. Le stesse organizzazioni suggeriscono priorità, strategie e soluzioni per superare la crisi pandemica.

In particolare, nella prima fase della pandemia, l'UNWTO (2020c) ha indicato le seguenti priorità: fornire liquidità alle aziende e proteggere i posti di lavoro; armonizzare e coordinare protocolli e procedure di sicurezza; recuperare la fiducia dei turisti attraverso la sicurezza sanitaria; riaprire le frontiere con responsabilità; sviluppare collaborazioni pubblico-privato per un'efficiente ripartenza; creare posti di lavoro a valore aggiunto attraverso le nuove tecnologie; intendere l'innovazione e la sostenibilità come nuova normalità.

A sua volta, il WTTC (2021) ha individuato una serie di lezioni apprese dalla pandemia, ivi comprese, in particolare, le seguenti: il turismo ha un impatto ampio e profondo sull'intero sistema socio-economico; la collaborazione e il coordinamento, a tutti i livelli istituzionali, sono essenziali; il supporto pubblico è fondamentale nella gestione della crisi; le relazioni di partnership rappresentano un fattore-chiave di successo; è fondamentale stabilire rapporti di fiducia con tutti i portatori di interessi; è importante focalizzare l'attenzione sulle risorse umane; i modelli di business flessibili tendono ad essere più resilienti; la salute e l'igiene sono la nuova normalità; l'adozione su larga scala di soluzioni digitali è possibile; la sostenibilità è una responsabilità collettiva.

I suggerimenti provenienti dalle organizzazioni internazionali di settore vengono ripresi e approfonditi dalla letteratura scientifica in materia, che, in ogni caso, evidenzia la complessità del fenomeno (*cf.*, in particolare, Zenker & Kock, 2020).

Sicuramente importante è il ruolo riconosciuto all'intervento pubblico finalizzato a contrastare gli effetti del Covid-19 sul settore turistico (Bashir *et al.*, 2020; Sanabria-Diaz *et al.*, 2021; Yeh, 2021). Vi 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 (tra cui ammortizzatori sociali, moratorie bancarie e fiscali, garanzie finanziarie e varie forme di ristoro). 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).

Altresì fondamentali sono le strategie di gestione del rischio e di recupero post-Covid-19 da parte di imprese e destinazioni turistiche (Donthu & Gustafsson, 2020; Lai & Wong, 2020). Oltre alle indispensabili soluzioni per garantire la sicurezza e (ri)acquisire la fiducia degli ospiti (Kock *et al.*, 2020; Foroudi *et al.*, 2021; Wen *et al.*, 2021) e del personale (Filimonau *et al.*, 2020; Kaushal & Srivastava, 2021; Vo-Thanh *et al.*, 2021), da questi studi emergono le opportunità offerte dalla diversificazione e

differenziazione geografica e produttiva (Mtapuri *et al.*, 2021; Hemmington & Neill, 2022; Hidalgo *et al.*, 2022), dall'innovazione e flessibilità del modello di business (Hao *et al.*, 2020; Ayham *et al.*, 2021; Breier *et al.*, 2021) e dallo sviluppo di collaborazioni aziendali e di partnership pubblico-privato (Vargas, 2020; Gonzalez-Torres *et al.*, 2021; Mekawy, 2022).

Particolarmente rilevante è il ruolo dell'innovazione tecnologica, che consente di erogare servizi turistici garantendo il distanziamento sociale ed evitando i contatti fisici, ma anche di sviluppare nuovi prodotti (Agostino *et al.*, 2020; Gretzel *et al.*, 2020; Zeng *et al.*, 2020; Lee *et al.*, 2021). 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 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.

Il tema del turismo sostenibile, diffusamente evocato dalle organizzazioni internazionali del settore (UNWTO, 2020b; OECD, 2021; WTTC, 2021), ricorre anche nei contributi scientifici in materia, che sottolineano come la resilienza lungo l'intera catena del valore turistica può trasformare il settore, rendendolo più sostenibile e responsabile, meno impattante sull'ambiente e sul clima, maggiormente coinvolgente le comunità locali e concorrente al benessere sociale (Brouder, 2020; Hall *et al.*, 2020; Higgins-Desbiolles, 2020; Ioannides & Gyimothy, 2020; Sharma *et al.*, 2021).

Nondimeno, un aspetto scarsamente trattato, anche per la difficoltà di disporre tempestivamente dei dati necessari, riguarda l'analisi dell'impatto del Covid-19 sulle performance gestionali di imprese impegnate in attività turistiche (Agrawal, 2021 e Wieprow & Gawlik, 2021, già considerati lo scorso anno, cui si sono aggiunti Bajic *et al.*, 2021, Ramachandran *et al.*, 2021, Alsamhi *et al.*, 2022, Chang & Wu, 2022 e Zheng *et al.*, 2022). Questi contributi, oltre ad essere numericamente pochi, sebbene interessanti, presentano alcuni limiti: prevalentemente considerano solo determinate classi di aziende (3 si focalizzano sulle compagnie aeree e 2 sulle imprese alberghiere) operanti in specifici contesti nazionali (India, Taiwan, Croazia, Polonia e USA) e, per lo più, circoscrivono l'analisi a specifici aspetti gestionali, quali la vulnerabilità e il rischio di fallimento (oltretutto, in 2 casi, sulla base di dati pre-Covid-19), trascurando una più completa misurazione, analisi e valutazione degli effetti della pandemia sugli equilibri economico-finanziari delle aziende considerate.

3. La metodologia di analisi

A partire dagli esiti relativi alla prima fase pandemica riportati nel paper pubblicato lo scorso anno, cui si rinvia per maggiori approfondimenti, l'obiettivo del presente lavoro consiste nell'aggiornamento dell'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.

Specificamente, la ricerca ha per oggetto le performance gestionali, per il periodo disponibile del biennio 2020-2021, di 24 società quotate, impegnate nelle principali attività turistiche e selezionate a livello internazionale (in specie, in ambito europeo² e statunitense), sulla base della loro posizione all'interno del settore, al fine di cogliere le specificità delle singole realtà aziendali e far emergere possibili analogie e differenze, sia operative che geografiche, infrasettoriali.

Sul piano della distribuzione settoriale, sono considerate tre società impegnate in ciascuna delle seguenti attività: tour operating; attività alberghiera; ristorazione; trasporto ferroviario; trasporto aereo; attività crocieristica; intrattenimento; servizi digitali e agenzie di viaggi online.

La documentazione analizzata considera le relazioni periodiche e, se disponibili, i bilanci degli esercizi 2020 e 2021, pubblicati entro il 31/03/2022.

Le società individuate e i documenti aziendali di riferimento sono riepilogati nella Tabella n. 1.

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

Settori di attività	Società selezionate	Documenti analizzati
Tour operating (All. 1)	<i>I Grandi Viaggi s.p.a.</i>	<i>Informazioni finanziarie periodiche 31/07/2019-20-21</i>
	<i>Voyageurs du Monde SA</i>	<i>Rapport financier semestriel 30/06/2020-21</i>
	<i>TUI Group</i>	<i>Annual report 30/09/2020-21</i>
Alberghiero (All. 2)	<i>Fabilia Group s.p.a.</i>	<i>Relazione finanziaria semestrale 30/06/2020-21</i> <i>Bilancio d'esercizio 31/12/2019</i>
	<i>Accor SA</i>	<i>Interim financial report 30/06/2019-20-21</i>
	<i>Marriott International Inc.</i>	<i>Form 10-Q - Quarterly report 30/09/2019-20-21</i>
Ristorazione (All. 3)	<i>Autogrill s.p.a.</i>	<i>Relazione finanziaria semestrale 30/06/2019-20-21</i>
	<i>The Restaurant Group Plc</i>	<i>Interim results 28/06/2020-04/07/2021</i>
	<i>McDonald's Corporation</i>	<i>Form 10-Q - Quarterly report 30/09/2019-20-21</i>
Trasporto ferroviario (All. 4)	<i>FNM s.p.a.</i>	<i>Resoconto intermedio di gestione 30/09/2019-20-21</i>
	<i>Deutsche Bahn AG</i>	<i>Integrated Interim Report 30/06/2020-21</i>
	<i>Union Pacific Corporation</i>	<i>Form 10-Q - Quarterly report 30/09/2019-20-21</i>
Trasporto aereo (All. 5)	<i>Groupe Air France-KLM</i>	<i>Informations financières intermédiaires 30/09/2019-20-21</i>
	<i>Ryanair Holdings Plc</i>	<i>Interim financial report 30/09/2019-20-21</i>
	<i>American Airlines Group Inc.</i>	<i>Form 10-Q - Quarterly report 30/09/2019-20-21</i>
Crocieristico (All. 6)	<i>Carnival Corporation & Plc</i>	<i>Form 10-Q - Quarterly report 31/08/2019-20-21</i>
	<i>Royal Caribbean Cruises Ltd.</i>	<i>Form 10-Q - Quarterly report 30/09/2019-20-21</i>
	<i>Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.</i>	<i>Form 10-Q - Quarterly report 30/09/2019-20-21</i>
Intrattenimento (All. 7)	<i>The Walt Disney Company</i>	<i>Annual report 03/10/2020-02/10/2021</i>
	<i>Live Nation Entertainment Inc.</i>	<i>Form 10-Q - Quarterly report 30/09/2019-20-21</i>
	<i>Cedar Fair L.P.</i>	<i>Form 10-Q - Quarterly report 29/09/2019-27/09/2020-26/09/2021</i>
Servizi digitali	<i>Booking Holdings Inc.</i>	<i>Form 10-Q - Quarterly report 30/09/2019-20-21</i>

² Ivi comprese le sole quattro società del settore quotate alla Borsa di Milano.

Settori di attività	Società selezionate	Documenti analizzati
(All. 8)	<i>Tripadvisor Inc.</i>	<i>Form 10-Q - Quarterly report 30/09/2019-20-21</i>
	<i>Trivago N.V.</i>	<i>Operating and financial review 30/09/2019-20-21</i>

Fonte: Elaborazione dell'autore.

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)³, i quali sono riportati nei prospetti allegati⁴. 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 ad una selezione di società quotate, le uniche per cui siano disponibili documenti contabili infrannuali, consente di disporre di dati tempestivi sulle complessive performance gestionali di imprese turistiche e sull'impatto, su di esse, del Covid-19, favorendo così un'analisi precoce del fenomeno.

La suddetta selezione, non costituendo un campione rappresentativo, non consente ovviamente di generalizzare gli esiti dell'analisi, offrendo, tuttavia, utili spunti per indagare la molteplicità delle determinanti generali, settoriali ed aziendali che possono spiegare gli andamenti gestionali delle imprese considerate.

In ogni caso, il riferimento a realtà di grandi dimensioni limita la portata dell'analisi, 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).

I principali elementi emersi dall'analisi sono riportati e commentati nel successivo paragrafo (i dati completi sono contenuti nei prospetti allegati; per maggiori indicazioni relative alle singole aziende analizzate ed alle performance gestionali della prima fase pandemica si rinvia a Fontana, 2021).

³ 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; \overline{p} = passività non correnti; CCN = capitale circolante netto; MT = margine di tesoreria; CF₀ = flusso di cassa dell'attività operativa; CF_I = flusso di cassa dell'attività di investimento; CF_F = flusso di cassa dell'attività di finanziamento; CF_T = 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+ \overline{p})/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.

⁴ 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).

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

4.1 La dinamica delle principali performance economiche

L'emergenza epidemiologica da Covid-19 ha indotto un generale deterioramento delle performance economiche delle imprese analizzate, sebbene non manchino significative differenze ed alcune eccezioni.

Innanzitutto, il valore della produzione, le cui consistenza e dinamica dipendono dai volumi di attività, nella prima fase pandemica è diminuito per tutte le società considerate (si veda la Tabella n. 2).

Tabella n. 2 - La dinamica del valore della produzione

Società	Settori di attività	u.m.	VP 2019	$\Delta\%$ 2020 v/2019	$\Delta\%$ 2021 v/2019
<i>Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.</i>	Crocieristico	k\$	4.981.758	-74,50%	-96,78%
<i>Carnival Corporation & Plc</i>	Crocieristico	g\$	16.043	-65,34%	-96,13%
<i>Royal Caribbean Cruises Ltd.</i>	Crocieristico	k\$	8.433.248	-74,21%	-93,48%
<i>Voyageurs du Monde SA</i>	Tour operating	k€	182.314	-58,54%	-84,52%
<i>TUI Group</i>	Tour operating	g\$	18.949	-55,05%	-73,70%
<i>I Grandi Viaggi s.p.a.</i>	Tour operating	k€	38.078	-47,29%	-63,64%
<i>Trivago N.V.</i>	Servizi digitali	k\$	683.150	-68,30%	-60,13%
<i>Ryanair Holdings Plc</i>	Trasporto aereo	g€	5.390	-78,18%	-60,02%
<i>Live Nation Entertainment Inc.</i>	Intrattenimento	k\$	8.658.521	-81,25%	-58,82%
<i>The Restaurant Group Plc</i>	Ristorazione	k£	515.893	-55,96%	-57,97%
<i>Accor SA</i>	Alberghiero	g€	1.926	-52,39%	-57,22%
<i>Autogrill s.p.a.</i>	Ristorazione	k€	2.545.790	-50,74%	-56,29%
<i>Groupe Air France-KLM</i>	Trasporto aereo	g€	20.596	-57,49%	-53,99%
<i>Tripadvisor Inc.</i>	Servizi digitali	g\$	1.225	-60,16%	-46,04%
<i>American Airlines Group Inc.</i>	Trasporto aereo	g\$	34.455	-61,37%	-40,63%
<i>Marriott International Inc.</i>	Alberghiero	g\$	15.601	-46,16%	-39,68%
<i>Fabilia Group s.p.a.</i>	Alberghiero	k€	3.104	-27,71%	-38,05%
<i>Booking Holdings Inc.</i>	Servizi digitali	g\$	11.727	-52,61%	-31,98%
<i>Cedar Fair L.P.</i>	Intrattenimento	k\$	1.217.679	-87,87%	-18,92%
<i>The Walt Disney Company</i>	Intrattenimento	g\$	69.607	-6,06%	-3,14%
<i>Union Pacific Corporation</i>	Trasporto ferroviario	g\$	16.496	-12,75%	-2,58%
<i>Deutsche Bahn AG</i>	Trasporto ferroviario	g€	24.622	-9,05%	1,57%
<i>McDonald's Corporation</i>	Ristorazione	g\$	15.936	-12,81%	8,02%
<i>FNM s.p.a.</i>	Trasporto ferroviario	k€	240.952	-3,86%	85,79%

Nota: Dati 2021 ordinati per variazione percentuale crescente.

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.

Nella maggior parte dei casi, correlatamente all'andamento dei flussi turistici, tale diminuzione è risultata piuttosto rilevante, con punte eccedenti l'80% (in specie nel settore dell'intrattenimento, seguito dall'attività crocieristica, dal trasporto aereo, dai servizi digitali, dal tour operating, dalla ristorazione e dall'attività alberghiera).

Tuttavia, la contrazione dei livelli di attività è risultata piuttosto contenuta per le aziende di trasporto ferroviario (dal -3,86% di *FNM* al -12,75% di *Union Pacific*, passando per il -9,05% di *Deutsche Bahn*) ed, altresì, per *Disney* nell'intrattenimento (-6,06%) e *McDonald's* nella ristorazione (-12,81%).

Nel corso del 2021, il quadro di riferimento si è ulteriormente differenziato, dando luogo a tre diverse situazioni:

- a) un primo gruppo di 10 imprese (con un'incidenza del 42% sul totale) ha registrato un ulteriore peggioramento del valore della produzione; si tratta di tutte le imprese crocieristiche (la cui attività si è quasi azzerata), tutti gli operatori turistici (dal -63,64% de *I Grandi Viaggi* al -84,52% di *Voyageurs du Monde*, passando per il -73,70% di *TUI Group*), *Fabilia* (-38,05%) e *Accor* (-57,22%) nel settore alberghiero nonché *Autogrill* (-56,29%) e *The Restaurant Group* (-57,97%) nella ristorazione;
- b) un secondo gruppo di 11 imprese (46% sul totale) ha invece parzialmente recuperato il calo produttivo dell'anno precedente; si tratta di tutte le compagnie aeree (dal -40,63% di *American Airlines*, al -60,02% di *Ryanair*, passando per il -53,99% di *Air France-KLM*), di tutti gli operatori digitali (dal -31,98% di *Booking* al -60,13% di *Trivago*, passando per il -46,04% di *Tripadvisor*), di tutte le imprese dell'intrattenimento (dal -3,14% di *Disney* al -58,82% di *Live Nation Entertainment*, passando per il -18,92% di *Cedar Fair*), di *Marriott* nel settore alberghiero (-39,68%) e di *Union Pacific* nel trasporto ferroviario (-2,58%);
- c) un terzo gruppo di 3 imprese (13% sul totale) non solo ha integralmente recuperato il calo produttivo precedente, ma ha persino sovraperformato rispetto al periodo pre-Covid-19; si tratta di *McDonald's* nella ristorazione (+8,02%) e di due aziende di trasporto ferroviario: *Deutsche Bahn* (+1,57%) e *FNM* (+85,79%).

Dall'andamento del valore della produzione, unitamente a quello dei costi di gestione (inclusi quelli relativi ai protocolli di sicurezza), dipende la dinamica dei risultati economici e dei livelli di redditività delle imprese considerate (si veda la Tabella n. 3).

Focalizzando l'attenzione sul reddito netto, la cui dinamica approssima gli andamenti degli indici di redditività, la prima fase della pandemia ha causato un peggioramento per tutte le società analizzate. La maggior parte di esse (16 su 24, ossia i due terzi) è passata da un'area di utile ad un'area di perdita, seppure con un'intensità estremamente variabile (dal differenziale minimo del -110,36% per *Marriott* a quello massimo del -4.539,42% per *Air France-KLM*). Le imprese che subivano risultati negativi già nel periodo pre-Covid-19 (*I Grandi Viaggi*, *Voyageurs du Monde*, *Fabilia* e *The Restaurant Group*) li hanno visti aumentare nel 2020. Per alcune realtà aziendali, l'impatto è risultato particolarmente grave, traducendosi in un deficit patrimoniale (*Fabilia*, *Air France-KLM*, *American Airlines* e *Cedar Fair*). Per contro, alcune società, seppure penalizzate dall'emergenza sanitaria, sono rimaste in utile (*McDonald's*, *FNM*, *Union Pacific* e *Booking*).

La situazione si è ulteriormente articolata nel corso del 2021:

- a) un primo gruppo comprende le 4 imprese (17% sul totale) che erano in perdita già prima del Covid-19 e vi sono rimaste, seppure riducendo l'intensità del risultato negativo rispetto al 2020; di qualche rilievo la dinamica economica di *The Restaurant Group*, la cui perdita 2021 è risultata inferiore anche a quella del 2019;
- b) un secondo gruppo di 13 imprese (con un'incidenza del 54% sul totale), dopo essere entrata in perdita nel 2020, vi è rimasta nel 2021, riducendone tuttavia l'entità; si tratta di tutte le compagnie aeree, tutte le imprese crocieristiche, *TUI Group* tra gli operatori turistici, *Autogrill* nella ristorazione, *Deutsche Bahn* tra le aziende di trasporto ferroviario, *Live Nation Entertainment* e *Cedar Fair* nell'intrattenimento nonché *Trivago* e *Tripadvisor* tra gli operatori digitali; nonostante il minore ammontare del risultato negativo 2021, il suo effetto cumulato con quello del 2020 risulta particolarmente grave per *TUI Group* e per *Live Nation Entertainment*, che vedono integralmente eroso il capitale proprio, registrando un deficit patrimoniale;
- c) un terzo gruppo di 3 imprese (13% sul totale), dopo il dato negativo del 2020, è tornato in un'area di utile; si tratta di *Accor* e *Marriott* nel settore alberghiero e di *Disney* nell'intrattenimento;
- d) un quarto gruppo comprende le 4 imprese (17% sul totale) che erano rimaste in utile nel 2020 ed hanno successivamente migliorato tale risultato positivo; meritevoli di nota *McDonald's* nella ristorazione nonché *FNM* e *Union Pacific* nel trasporto ferroviario, in quanto nel 2021 hanno persino sovraperformato rispetto al 2019.

Tabella n. 3 - La dinamica del reddito netto

Società	Settori di attività	u.m.	RN 2019	Δ% 2020 v/2019	Δ% 2021 v/2019
<i>Voyageurs du Monde SA</i>	Tour operating	k€	-2.928	213,35%	87,43%
<i>I Grandi Viaggi s.p.a.</i>	Tour operating	k€	-5.423	39,87%	23,38%
<i>Fabilia Group s.p.a.</i>	Alberghiero	k€	-1.402	62,91%	17,76%
<i>The Restaurant Group Plc</i>	Ristorazione	k£	-79.634	160,56%	-29,67%
<i>Groupe Air France-KLM</i>	Trasporto aereo	g€	137	-4.539,42%	-2.409,49%
<i>Deutsche Bahn AG</i>	Trasporto ferroviario	g€	205	-1.928,78%	-796,59%
<i>TUI Group</i>	Tour operating	g\$	532	-690,04%	-566,35%
<i>Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.</i>	Crocieristico	k\$	808.931	-504,68%	-462,68%
<i>Carnival Corporation & Plc</i>	Crocieristico	g\$	2.567	-412,19%	-368,06%
<i>Royal Caribbean Cruises Ltd.</i>	Crocieristico	k\$	1.627.126	-370,92%	-339,90%
<i>Live Nation Entertainment Inc.</i>	Intrattenimento	k\$	254.851	-635,20%	-275,13%
<i>Autogrill s.p.a.</i>	Ristorazione	k€	122.800	-332,68%	-217,95%
<i>Tripadvisor Inc.</i>	Servizi digitali	g\$	110	-297,27%	-208,18%
<i>American Airlines Group Inc.</i>	Trasporto aereo	g\$	1.272	-627,28%	-183,41%
<i>Trivago N.V.</i>	Servizi digitali	k\$	14.030	-1.787,36%	-132,08%
<i>Cedar Fair L.P.</i>	Intrattenimento	k\$	164.452	-392,02%	-113,48%
<i>Ryanair Holdings Plc</i>	Trasporto aereo	g€	1.152	-135,59%	-104,17%
<i>Booking Holdings Inc.</i>	Servizi digitali	g\$	3.694	-93,94%	-85,19%

<i>The Walt Disney Company</i>	Intrattenimento	g\$	11.054	-125,91%	-81,95%
<i>Accor SA</i>	Alberghiero	g€	152	-1.096,05%	-54,61%
<i>Marriott International Inc.</i>	Alberghiero	g\$	994	-110,36%	-36,52%
<i>FNM s.p.a.</i>	Trasporto ferroviario	k€	24.529	-71,16%	3,33%
<i>Union Pacific Corporation</i>	Trasporto ferroviario	g\$	4.516	-12,11%	6,55%
<i>McDonald's Corporation</i>	Ristorazione	g\$	4.453	-24,68%	32,63%

Nota: Dati 2021 ordinati per peggioramento decrescente, con riferimento, dapprima, alle società in perdita nel 2019 e, quindi, alle altre.

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.

Sintetizzando quanto precede e rinviando agli allegati per dati maggiormente completi e dettagliati, è possibile osservare che la pandemia ha interessato tutte le attività turistiche, causando, nella generalità dei casi analizzati e soprattutto nella prima fase, un deterioramento più o meno marcato delle performance economiche.

Tuttavia, nel periodo successivo, sebbene la maggior parte delle società considerate abbia registrato il protrarsi di risultati negativi, alcune realtà aziendali hanno invertito tale tendenza, realizzando performance non solo positive, ma persino migliori rispetto a quelle del periodo pre-Covid-19.

Merita sottolineare che, nonostante gli andamenti alterni registrati in termini di valore della produzione, nel 2021 tutte le società analizzate hanno migliorato i propri risultati economici e livelli di redditività rispetto al 2020, comprese quelle che hanno subito ulteriori cali nei volumi di attività. Questa dinamica è determinata dalla riduzione più che proporzionale dei costi operativi, ivi compresi, in particolare, quelli di personale, per effetto della contrazione degli organici e del ricorso ad ammortizzatori sociali.

4.2 La dinamica delle principali performance patrimoniali e finanziarie

L'impatto del Covid-19 sulle performance patrimoniali e finanziarie delle imprese analizzate risulta, a sua volta, piuttosto variegato, con esiti di diverso segno e andamenti mutevoli.

Oltre ai riflessi patrimoniali e finanziari dei risultati economici conseguiti, entrano infatti in gioco operazioni di finanziamento con capitale proprio o di terzi (variamente effettuate da tutte le imprese considerate).

Un parametro sicuramente rilevante è rappresentato dal grado d'indebitamento che, nella prima fase della pandemia, è peggiorato per la pressoché totalità delle società considerate, con la sola eccezione de *I Grandi Viaggi e Voyageurs du Monde* (2 aziende su 24, con un'incidenza dell'8% sul totale).

Nel 2021, tuttavia, la situazione si presenta sensibilmente più differenziata, potendosi individuare (si veda la Tabella n. 4):

- a) un primo gruppo di 6 imprese (con un'incidenza del 25% sul totale) che, dopo il peggioramento registrato nel 2020, hanno ulteriormente aggravato la propria struttura finanziaria, rimanendo o entrando in deficit patrimoniale; si tratta di *TUI Group* tra i tour operator, *Fabilia* nel settore alberghiero, *Air*

France-KLM e *American Airlines* nel trasporto aereo, *Live Nation Entertainment* e *Cedar Fair* nell'intrattenimento;

- b) un secondo gruppo di 9 imprese (38% sul totale) che, dopo il peggioramento registrato nel 2020, hanno comunque accresciuto la propria dipendenza finanziaria; si tratta di tutte le aziende di trasporto ferroviario, tutte le imprese crocieristiche, *Accor* nel settore alberghiero, *McDonald's* nella ristorazione nonché *Tripadvisor* tra gli operatori digitali; peraltro, nonostante tale deterioramento, nel 2021 raggiungono gradi d'indebitamento meritevoli di attenzione, per la dipendenza e rischiosità finanziaria che esprimono, soltanto le aziende di trasporto ferroviario (4,48 per *Union Pacific*, 8,22 per *FNM* e 9,25 per *Deutsche Bahn*) e le imprese crocieristiche (3,60 per *Carnival*, 5,05 per *Royal Caribbean Cruises* e 6,50 per *Norwegian Cruise Line*);
- c) un terzo gruppo di 4 imprese (17% sul totale) che, dopo il peggioramento registrato nel 2020, hanno parzialmente ridotto la propria esposizione finanziaria; si tratta di *The Restaurant Group* nella ristorazione, *Ryanair* tra le compagnie aeree, *Disney* nell'intrattenimento e *Booking* tra gli operatori digitali; soltanto quest'ultima, tra le imprese qui considerate, presenta nel 2021 un grado d'indebitamento meritevole di attenzione (4,21);
- d) un quarto gruppo di 3 imprese (13% sul totale) che, passato il peggioramento del 2020, hanno migliorato il proprio grado d'indebitamento rispetto al periodo pre-Covid-19; si tratta di *Marriott* nel settore alberghiero, *Autogrill* nella ristorazione e *Trivago* tra gli operatori digitali; nonostante tale miglioramento, la struttura finanziaria 2021 di *Autogrill* (6,16) e, soprattutto, di *Marriott* (26,69) si presenta oltremodo pesante e meritevole di particolare attenzione;
- e) un quinto gruppo di due imprese (8% sul totale) che, sebbene abbia ridotto la propria dipendenza finanziaria nel 2020, l'ha successivamente aumentata; si tratta de *I Grandi Viaggi*, il cui grado d'indebitamento rimane, comunque, entro limiti ampiamente prudenziali (1,77) e di *Voyageurs du Monde*, che merita, invece, maggiore attenzione (4,17).

Tabella n. 4 - La dinamica del grado d'indebitamento

Società	Settori di attività	K/N 2019	Δ% 2020 v/2019	Δ% 2021 v/2019
<i>FNM s.p.a.</i>	Trasporto ferroviario	2,3	5,01%	257,94%
<i>Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.</i>	Crocieristico	2,54	67,56%	155,68%
<i>Royal Caribbean Cruises Ltd.</i>	Crocieristico	2,38	60,68%	112,36%
<i>Carnival Corporation & Plc</i>	Crocieristico	1,74	49,79%	106,98%
<i>Tripadvisor Inc.</i>	Servizi digitali	1,5	46,79%	94,44%
<i>Deutsche Bahn AG</i>	Trasporto ferroviario	4,98	31,41%	85,67%
<i>McDonald's Corporation</i>	Ristorazione	-5,33	12,34%	74,42%
<i>Union Pacific Corporation</i>	Trasporto ferroviario	3,44	7,68%	30,25%
<i>Accor SA</i>	Alberghiero	1,96	8,01%	23,55%
<i>Ryanair Holdings Plc</i>	Trasporto aereo	2,32	27,19%	22,98%
<i>Booking Holdings Inc.</i>	Servizi digitali	3,6	25,08%	16,81%
<i>The Restaurant Group Plc</i>	Ristorazione	2,79	166,86%	14,22%

<i>The Walt Disney Company</i>	Intrattenimento	2,07	10,52%	5,95%
<i>I Grandi Viaggi s.p.a.</i>	Tour operating	1,67	-2,11%	5,76%
<i>Trivago N.V.</i>	Servizi digitali	1,25	0,23%	-3,78%
<i>Autogrill s.p.a.</i>	Ristorazione	6,57	26,37%	-6,20%
<i>Marriott International Inc.</i>	Alberghiero	29,61	270,89%	-9,84%
<i>Voyageurs du Monde SA</i>	Tour operating	4,67	-27,20%	-10,89%
<i>American Airlines Group Inc.</i>	Trasporto aereo	382,34	-102,97%	-102,41%
<i>Cedar Fair L.P.</i>	Intrattenimento	62,22	-107,29%	-106,63%
<i>Fabilia Group s.p.a.</i>	Alberghiero	10,8	-185,38%	-127,56%
<i>Groupe Air France-KLM</i>	Trasporto aereo	17,09	-137,05%	-147,59%
<i>TUI Group</i>	Tour operating	3,89	1.707,24%	-969,73%
<i>Live Nation Entertainment Inc.</i>	Intrattenimento	6,55	573,27%	-4.975,39%

Nota: Dati 2021 ordinati per variazione percentuale decrescente.

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.

Un ulteriore parametro particolarmente significativo, in quanto essenziale ai fini della continuità aziendale, è il grado di solvibilità (si veda la Tabella n. 5).

Tabella n. 5 - La dinamica del grado di solvibilità

Società	Settori di attività	C/p 2019	Δ% 2020 v/2019	Δ% 2021 v/2019
<i>FNM s.p.a.</i>	Trasporto ferroviario	1,15	-5,95%	-50,82%
<i>Accor SA</i>	Alberghiero	1,7	-15,05%	-31,39%
<i>TUI Group</i>	Tour operating	0,58	-27,02%	-26,83%
<i>Union Pacific Corporation</i>	Trasporto ferroviario	0,89	19,34%	-16,05%
<i>Fabilia Group s.p.a.</i>	Alberghiero	0,45	-9,47%	-15,63%
<i>Deutsche Bahn AG</i>	Trasporto ferroviario	0,7	-1,69%	-13,89%
<i>I Grandi Viaggi s.p.a.</i>	Tour operating	1,29	-6,27%	-10,45%
<i>Marriott International Inc.</i>	Alberghiero	0,51	16,62%	-1,71%
<i>Tripadvisor Inc.</i>	Servizi digitali	2,52	5,16%	4,80%
<i>Ryanair Holdings Plc</i>	Trasporto aereo	1,27	-31,96%	5,25%
<i>The Walt Disney Company</i>	Intrattenimento	0,9	47,53%	20,69%
<i>Live Nation Entertainment Inc.</i>	Intrattenimento	0,97	10,80%	21,30%
<i>Booking Holdings Inc.</i>	Servizi digitali	1,82	74,32%	36,52%
<i>Groupe Air France-KLM</i>	Trasporto aereo	0,68	-8,84%	49,22%
<i>Voyageurs du Monde SA</i>	Tour operating	1,1	23,04%	51,25%
<i>Cedar Fair L.P.</i>	Intrattenimento	1,17	-1,95%	53,81%
<i>Trivago N.V.</i>	Servizi digitali	4,15	78,00%	54,60%
<i>McDonald's Corporation</i>	Ristorazione	0,84	27,23%	58,18%
<i>The Restaurant Group Plc</i>	Ristorazione	0,45	51,32%	72,99%
<i>Autogrill s.p.a.</i>	Ristorazione	0,6	10,61%	78,64%
<i>American Airlines Group Inc.</i>	Trasporto aereo	0,49	52,05%	107,12%
<i>Carnival Corporation & Plc</i>	Crocieristico	0,3	199,69%	209,12%
<i>Norwegian Cruise Line Holdings Ltd.</i>	Crocieristico	0,25	358,41%	350,25%
<i>Royal Caribbean Cruises Ltd.</i>	Crocieristico	0,17	351,14%	369,64%

Nota: Dati 2021 ordinati per variazione percentuale crescente.

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.

Quest'ultimo, nella prima fase della pandemia, è peggiorato per diverse società analizzate (9 su 24), ma migliorato, in modo affatto prevedibile, per la maggior parte delle stesse (15 su 24, con un'incidenza del 63% sul totale).

Nel 2021, la situazione si presenta articolata come segue:

- a) un primo gruppo di 6 imprese (con un'incidenza del 25% sul totale), dopo il deterioramento subito nel 2020, l'ha mantenuto o ulteriormente peggiorato; si tratta de *I Grandi Viaggi* e *TUI Group* tra gli operatori turistici, *Fabilia* e *Accor* nel settore alberghiero, *FNM* e *Deutsche Bahn* nel trasporto ferroviario; nonostante tale andamento negativo, il grado di solvibilità de *I Grandi Viaggi* (1,16) e di *Accor* (1,17) rimane comunque sufficientemente favorevole, a differenza di quanto rilevato per le altre società considerate (con livelli compresi tra 0,38 e 0,60);
- b) un secondo gruppo di 2 imprese (8% sul totale) ha invertito l'andamento positivo del 2020, peggiorando il proprio grado di solvibilità rispetto al periodo pre-Covid-19 e conseguendo livelli meritevoli di attenzione; si tratta di *Marriott* (0,50) nel settore alberghiero e di *Union Pacific* (0,75) tra le aziende di trasporto ferroviario;
- c) un terzo gruppo di 3 imprese (13% sul totale) ha, al contrario, invertito l'andamento negativo del 2020, migliorando il proprio grado di solvibilità rispetto al periodo pre-Covid-19 e conseguendo livelli apprezzabili; si tratta di *Air France-KLM* (1,02) e *Ryanair* (1,34) tra le compagnie aeree nonché di *Cedar Fair* (1,80) nel settore dell'intrattenimento;
- d) un quarto gruppo di 13 imprese (54% sul totale), dopo il progresso registrato nel 2020, l'ha mantenuto o ulteriormente migliorato, conseguendo livelli complessivamente apprezzabili (compresi tra 0,79 e 6,42); si tratta di tutte le aziende di ristorazione, tutte le imprese crocieristiche, tutti gli operatori digitali, *Disney* e *Live Nation Entertainment* nel settore dell'intrattenimento, *Voyageurs du Monde* tra gli operatori turistici e *American Airlines* nel trasporto aereo.

Sulla base di quanto precede (e rinviando agli allegati per un quadro di riferimento più completo ed analitico), le performance patrimoniali e finanziarie delle imprese considerate, sebbene influenzate per lo più negativamente da quelle economiche, non sempre sono peggiorate.

Nonostante la parte prevalente delle società analizzate esca dal periodo 2020-2021 indebolita nella solidità patrimoniale ed appesantita nella struttura finanziaria, due terzi delle stesse riesce a migliorare il proprio grado di solvibilità rispetto al periodo pre-Covid-19, confermando le proprie prospettive di continuità aziendale.

4.3 Le determinanti della dinamica delle performance gestionali

La principale determinante della dinamica delle performance economiche ed, in specie, del valore della produzione delle imprese turistiche considerate è

ovviamente rappresentata dalle misure di contenimento dei contagi e, in particolare, dalle restrizioni operative applicate a molte attività economiche e dai vincoli imposti alla mobilità delle persone, i cui effetti risultano oltretutto amplificati dalle modifiche intervenute nei bisogni e comportamenti d'acquisto dei turisti, prima tra tutte la paura di viaggiare (UNWTO, 2020e; WTTC, 2021).

Nondimeno, le misure anti-Covid-19 hanno determinato un impatto di diversa intensità e durata sulle varie attività turistiche (UNWTO, 2020e). Alcune sono state temporaneamente sospese (l'intrattenimento dal vivo, il trasporto aereo e, soprattutto, l'attività crocieristica), altre sono state limitate nella loro operatività (la ristorazione, l'attività alberghiera e il trasporto ferroviario), altre ancora, quand'anche non destinatarie di vincoli formali, hanno subito un'inevitabile contrazione della domanda (i servizi online e, soprattutto, il tour operating).

Anche la differenziazione spazio-temporale dei vincoli imposti alla mobilità delle persone e delle altre restrizioni adottate dalle autorità competenti gioca un ruolo significativo (OECD, 2020b; UNWTO, 2020e).

Sulla base dell'analisi svolta e tenendo conto dell'intero periodo 2020-2021, le aziende di trasporto ferroviario sono quelle meno penalizzate, mentre le imprese crocieristiche, le compagnie aeree, le aziende alberghiere e gli operatori turistici sono i più colpiti. In posizione intermedia si collocano le società impegnate nelle altre attività turistiche (ristorazione, servizi online e intrattenimento).

All'interno dei vari ambiti operativi, la collocazione e distribuzione geografica dell'attività fa, tuttavia, la differenza, come segnalano, in positivo, i casi *Marriott* (con 7.000 hotel gestiti in 131 paesi), *McDonald's* (con quasi 40.000 punti vendita distribuiti in 119 paesi) e *Disney* (con parchi divertimento in Stati Uniti, Europa ed Estremo Oriente e, in particolare, la principale struttura in Florida, dove le restrizioni governative sono risultate meno stringenti e protratte che altrove) e, in negativo, *Fabilia* (con 10 tra resort e hotel tutti in Italia), *The Restaurant Group* (con 350 ristoranti e pub concentrati nel Regno Unito) e *Cedar Fair* (con 17 tra parchi di divertimento e centri sportivi dislocati tra California e Pennsylvania).

Specularmente, rilevano i ristori e le agevolazioni (inclusi ammortizzatori sociali, moratorie bancarie e fiscali nonché garanzie finanziarie) concessi dai vari governi nazionali agli operatori economici colpiti dalla pandemia, anch'essi peraltro differenziati nel tempo e nello spazio (Chen *et al.*, 2020; OECD, 2020a e 2020b). Tra i casi analizzati, i sostegni più significativi riguardano le compagnie aeree (in specie *Air France-Klm* ed *American Airlines*) e, soprattutto, le aziende di trasporto ferroviario (in particolare *FNM*).

Tuttavia, merita osservare che alcune delle attività considerate non soddisfano soltanto i bisogni di turisti, rivolgendosi ad un mercato più ampio. È il caso proprio del trasporto ferroviario, che risponde alle esigenze di mobilità di un'ampia gamma di utenti, ivi compresi i pendolari, come dimostrano le lievi e solo transitorie penalizzazioni subite dalle tre realtà aziendali analizzate. Ed è, altresì, il caso della ristorazione, potenzialmente rivolta sia a visitatori che a residenti; ne è buona dimostrazione *McDonald's*, la cui offerta tende a rispondere a molteplici occasioni di consumo (cui corrisponde, rispetto al 2019, un valore della produzione lievemente ridotto, del 12,81%, nel 2020 e persino cresciuto, dell'8,02%, nel 2021), a differenza,

tuttavia, di *Autogrill*, i cui servizi di ristorazione sono essenzialmente rivolti a chi viaggia (cui consegue, sia nel 2020 che nel 2021, un valore della produzione di oltre il 50% inferiore a quello del 2019). Queste attività, sebbene condizionate dai vincoli imposti alla mobilità delle persone e dalle restrizioni riguardanti la loro operatività, sono state ridimensionate, soprattutto nella prima fase della pandemia, ma, comunque, in misura inferiore rispetto a quelle puramente turistiche.

Un'ulteriore determinante significativa, laddove perseguita, è rappresentata dalla diversificazione della gestione, soprattutto se combina aree di business variamente influenzate dalla pandemia e, in specie, attività turistiche e non. Sotto questo profilo, è emblematico il caso *Disney*, la cui attività nell'entertainment è estremamente variegata, spaziando dalle produzioni cinematografiche ai canali multimediali, dai parchi di divertimento ed hotel ad essi annessi, alla distribuzione di prodotti e gadget legati al marchio. L'impatto del Covid-19 sul valore della produzione ha penalizzato la gestione dei parchi di divertimento, limitato le produzioni cinematografiche, ma favorito l'offerta di canali televisivi, con un effetto complessivo particolarmente contenuto (-6,06% nel 2020 e -3,14% nel 2021 rispetto al 2019). Al contrario, *TUI Group*, gestendo molteplici attività solo turistiche, ivi compresi tour operator, agenzie di viaggi, hotel, compagnie aeree ed imprese crocieristiche, subisce penalizzazioni in tutti gli ambiti di operatività, con un effetto complessivo sul valore della produzione oltremodo più severo (-55,05% nel 2020 e -73,70% nel 2021 rispetto al 2019). Anche *FNM* è meritevole di nota, in quanto, rispetto al periodo pre-Covid-19, se nel 2020 ha subito solo una lieve contrazione del valore della produzione (-3,86%), grazie all'attività nel settore del trasporto ferroviario, nel 2021 l'ha quasi raddoppiato (+85,79%), anche per effetto dell'acquisizione di una partecipazione di controllo della società *Milano Serravalle - Milano Tangenziali*, che segna l'ingresso del gruppo nel settore della gestione di infrastrutture autostradali.

Un ruolo di rilievo può altresì assumere l'innovazione del modello di business e la differenziazione dei servizi offerti, nella misura in cui consenta, anche grazie al supporto offerto dalle tecnologie digitali, un più agevole adattamento alle misure anti-contagio ed alle modifiche nei comportamenti d'acquisto, contrastando o compensando l'andamento negativo dell'attività tradizionalmente svolta (WTTC, 2021). La strategia accolta da *McDonald's*, basata 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 ha consentito di limitare, già nella prima fase, l'impatto economico negativo della pandemia e, nel 2021, addirittura di sovraperformare rispetto al periodo pre-Covid-19. Una conferma arriva anche da *The Restaurant Group*, che, pur avendo avviato analoghi servizi alternativi alla ristorazione tradizionale solo nella seconda fase emergenziale, è riuscito a contenere la perdita 2021 al di sotto (-29,67%) di quella del 2019.

Un ulteriore carattere rilevante del modello di business è la sua flessibilità, che, rendendo (più) elastica la struttura economica, può favorire l'assorbimento degli effetti negativi della crisi, inclusa quella pandemica (WTTC, 2021). Sul piano contrattuale, colgono questa opportunità sia *Marriott* sia, soprattutto, *McDonald's*, attraverso la gestione in franchising di parte dei propri hotel e ristoranti, trasferendo, così, i maggiori oneri del rischio ai propri franchisee. Sul piano

operativo, compatibilmente con il settore di attività, beneficiano di strutture alquanto elastiche, ancorché a scapito dei livelli occupazionali, *Booking*, tra gli operatori digitali, *Union Pacific*, nel trasporto ferroviario, e *Ryanair*, nel trasporto aereo (solo quest'ultima, tra le società considerate, non produce utili nel 2021, subendo tuttavia una perdita oltremodo contenuta).

In ogni caso, risulta determinante 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 l'impatto economico più di altre imprese.

Infine, 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 della crisi e sostenere la continuità aziendale. Da questo punto di vista, si distinguono positivamente tutti gli operatori impegnati nei servizi digitali, nell'intrattenimento, nel settore crocieristico, in quello del trasporto aereo, nella ristorazione nonché *Voyageurs du Monde* tra gli operatori turistici, che, nel corso del 2021, hanno migliorato il proprio grado di solvibilità rispetto al periodo pre-Covid-19. Per contro, peggiorano il proprio grado di solvibilità, dal 2019 al 2021, tra gli operatori turistici *I Grandi Viaggi* e *TUI Group* (che entra in deficit patrimoniale) nonché tutte le imprese alberghiere (con *Fabilia* che permane in deficit patrimoniale) e di trasporto ferroviario, nonostante queste ultime siano tra quelle che registrano le migliori performance economiche (*FNM* e *Union Pacific* sovraperformando rispetto al periodo pre-Covid-19).

5. Conclusioni

L'impatto negativo del Covid-19 desumibile dai dati statistici relativi al movimento turistico e dalla letteratura in materia trova riscontro anche nell'analisi delle performance economiche delle società quotate impegnate nelle diverse attività turistiche considerate in questa sede.

Nella prima fase della pandemia, le misure di contenimento dei contagi e, in particolare, i vincoli posti alla mobilità delle persone, unitamente alle modifiche nei comportamenti d'acquisto dei turisti, hanno determinato significative contrazioni nei volumi di attività di tutte le imprese analizzate.

Inoltre, nel passaggio dal 2020 al 2021, tutti gli operatori turistici, tutte le imprese crocieristiche, *Fabilia* e *Accor* nel settore alberghiero, *Autogrill* e *The Restaurant Group* in quello della ristorazione hanno subito un'ulteriore riduzione dei volumi di attività. Per contro, tutte le imprese di trasporto ferroviario, tutte le compagnie aeree, tutti gli operatori dell'intrattenimento, tutte le aziende di servizi online, *Marriott* nel settore alberghiero e *McDonald's* in quello della ristorazione hanno invertito la tendenza negativa del 2020, recuperando parzialmente e talora integralmente i livelli operativi pre-Covid-19.

Conseguentemente, nel 2020, tutte le imprese considerate hanno registrato una diminuzione del valore della produzione, che, solo parzialmente compensata da una corrispondente riduzione di costi e dalle misure di sostegno offerte dai vari governi

nazionali, ha determinato un inevitabile peggioramento delle performance economiche. Solo 4 società su 24 sono rimaste in un'area di utile: *FNM* e *Union Pacific* nel trasporto ferroviario, *McDonald's* nella ristorazione e *Booking* nei servizi online.

Tuttavia, nel 2021, sebbene la maggior parte delle società analizzate abbia registrato il protrarsi di performance economiche negative, ancorché di minore intensità, grazie alla contrazione dei costi operativi, soprattutto di personale, alcune realtà aziendali hanno invertito tale tendenza, realizzando risultati non solo positivi, ma persino migliori rispetto a quelli del periodo pre-Covid-19. Si tratta, nuovamente, di *McDonald's*, nel settore della ristorazione, e di *FNM* e *Union Pacific*, nel trasporto ferroviario, che, oltre ad avere recuperato o persino superato il volume di attività antecedente la pandemia, hanno registrato risultati economici e livelli di redditività più elevati. A loro volta, seppure con esiti meno premianti, *Accor* e *Marriott*, nel settore alberghiero, e *Disney*, nel settore dell'intrattenimento, sono tornate in un'area di utile, dalla quale del resto non è mai uscita *Booking*, tra gli operatori digitali.

A loro volta, le performance patrimoniali e finanziarie, sebbene influenzate per lo più negativamente da quelle economiche, non sempre sono peggiorate.

Specificamente, rispetto al 2019, il grado d'indebitamento è diminuito nel 2020 per 2 società su 24 (*I Grandi Viaggi* e *Voyageurs du Monde*), sebbene sia successivamente aumentato, e nel 2021 per 3 società su 24 (*Marriott*, *Autogrill* e *Trivago*). Inoltre, rispetto al 2020, nel 2021 tale parametro è migliorato per 7 società su 24 (*Fabilia*, *The Restaurant Group*, *Ryanair*, *American Airlines*, *Disney*, *Cedar Fair* e *Booking*).

In modo ancor più significativo, rispetto al 2019, nel 2020 hanno migliorato il proprio grado di solvibilità 15 società su 24, salite a 16 nel 2021 (tutte le aziende impegnate nella ristorazione, nel trasporto aereo, nell'attività crocieristica, nel settore dell'intrattenimento e *Voyageurs du Monde* tra gli operatori turistici).

Quest'ultima condizione, favorita dal ricorso a capitale sia di rischio che di credito, non era affatto scontata ed è particolarmente rilevante, in quanto da essa dipendono la sopravvivenza dell'impresa (anche) 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 abbiano subito, nella prima fase della pandemia, un generale peggioramento delle performance economiche, proseguito, per la maggior parte di esse, anche nel 2021, seppure in misura più lieve e in presenza di alcuni casi di integrale recupero dei livelli di economicità pre-Covid-19; nel contempo, le stesse società hanno registrato 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 la dinamica economica risulta piuttosto differenziata.

Alcune realtà aziendali, seppure in presenza di penalizzazioni economiche, non sono mai uscite da un'area di utile: *FNM* e *Union Pacific* nel trasporto ferroviario, *McDonald's* nella ristorazione e *Booking* nei servizi online. Oltretutto, le prime tre nel 2021 hanno persino sovraperformato in termini di redditività rispetto al periodo pre-Covid-19. Del resto, *Accor* e *Marriott* nel settore alberghiero nonché *Disney* in quello dell'intrattenimento, dopo avere subito perdite nel 2020, sono tornate in un'area di utile nel 2021.

Tutte le altre aziende considerate hanno registrato redditi netti negativi sia nel 2020 sia, seppure in misura più attenuata, nel 2021. Peraltro, alcune di esse (*I Grandi Viaggi*, *Voyageurs du Monde*, *Fabilia* e *The Restaurant Group*) operavano in perdita già prima della pandemia, che, nella maggior parte dei casi, ne ha aggravato ulteriormente la gestione economica (fa eccezione *The Restaurant Group* che, nel 2021, subisce una perdita di ca. il 30% inferiore rispetto al 2019).

Prescindendo da queste ultime, l'impatto del Covid-19, in termini di variazione del reddito netto in rapporto al 2019, è stato estremamente variabile, andando da un minimo del -110% nel 2020 e del -37% nel 2021 per *Marriott* ad un massimo del -4.539% nel 2020 e del -2.409% nel 2021 per *Air France-KLM*.

Anche i divari infrasettoriali sono talora rilevanti, sia laddove, per effetto della pandemia, coesistono realtà aziendali che presentano risultati economici di diverso segno (come nel trasporto ferroviario, nella ristorazione, nell'hotellerie, nell'intrattenimento e nei servizi online), sia laddove tutte le società analizzate subiscono perdite (in misura gradualmente meno accentuata passando dal trasporto aereo, al tour operating, al settore crocieristico).

Ancora più varie e di segno alterno sono le conseguenze finanziarie e patrimoniali, spaziando tra strutture gravemente indebolite (*Fabilia*, *Air France-KLM*, *American Airlines*, *Cedar Fair* e, dal 2021, *TUI Group* e *Live Nation Entertainment* per effetto della pandemia subiscono un deficit patrimoniale) e situazioni rimaste equilibrate o persino migliorate (due terzi delle società analizzate hanno rafforzato la propria solvibilità rispetto al periodo pre-Covid-19).

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, a livello tanto aziendale quanto di sistema.

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 hanno registrato e tuttora registrano in alcuni contesti diversi gradi di condizionamento (UNWTO, 2020e e 2022): dalla temporanea sospensione (come l'intrattenimento dal vivo, il trasporto aereo e, soprattutto, l'attività crocieristica), alla limitazione operativa (come la ristorazione,

l'attività alberghiera e il trasporto ferroviario), alla contrazione della domanda, pur in assenza di impedimenti formali (come il tour operating e i servizi online).

Comunque significativa è risultata la differenziazione spazio-temporale delle misure, sia restrittive che di sostegno, adottate dai vari governi nazionali (UNWTO, 2020e). Alla maggiore estensione e durata delle limitazioni imposte corrisponde una maggiore riduzione dei volumi di attività e dei valori della produzione delle imprese interessate (come evidenzia il caso di *The Restaurant Group*). Specularmente, alla maggiore accessibilità e consistenza delle agevolazioni e dei ristori concessi corrisponde una minore 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 (WTTC, 2021). In quest'ambito rientrano, in particolare, la diversificazione produttiva, se vi concorrono attività variamente influenzate dalla pandemia (emblematica la varietà dei servizi d'intrattenimento offerta da *Disney* e significativo l'ingresso nel settore autostradale di *FNM*), l'innovatività, la flessibilità operativa e contrattuale e la differenziazione produttiva e geografica della gestione (particolarmente spiccate in *Marriott* e, soprattutto, *McDonald's*), ma, altresì, l'elasticità della struttura aziendale (come 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 hanno consentito 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).

Delle suddette determinanti possono opportunamente tenere conto i decisori sia politici che aziendali, ai fini del definitivo recupero post-Covid-19, ma, altresì, per affrontare successive crisi impattanti sul settore e per favorire la transizione verso un turismo più responsabile e sostenibile, come del resto indicato dagli organi amministrativi di alcune delle società considerate (*TUI Group*, *Accor*, *McDonald's*, *FNM*, *Deutsche Bahn*, *Air France-Klm* ed *American Airlines*), auspicato da primarie organizzazioni internazionali (OECD, 2020b; UNWTO, 2020b) e suggerito dalla dottrina in materia (tra gli altri: Li *et al.*, 2020; Seraphin & Gowreesunkar, 2021; Sharma *et al.*, 2021; Traskevich & Fontanari, 2021).

Sebbene riferita ad un circoscritto numero di società quotate e pertanto parziale e dagli esiti non generalizzabili, questa analisi pare indicativa delle determinanti dell'impatto del Covid-19 sulle performance economico-finanziarie delle imprese turistiche, offrendo spunti interessanti ed utili per successivi approfondimenti.

In particolare, non appena saranno disponibili i dati necessari, l'estensione dell'analisi a campioni rappresentativi, ivi comprese realtà aziendali di minore dimensione, rappresenta un'opportunità di successivo sviluppo della ricerca, attraverso cui procedere a valutazioni maggiormente complete e robuste degli effetti della pandemia sulle performance gestionali di imprese e attività turistiche.

Nelle more di tali approfondimenti, emerge già un impatto 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 sia, soprattutto, aziendale.

Del resto, si tratta di un impatto la cui portata finale sarà oltremodo peggiore, in primo luogo perché, nonostante la diffusione di vaccini e terapie, la pandemia non può ancora dirsi superata (WHO, 2022); inoltre, perché la completa ripresa post-Covid-19 richiederà tempi comunque non brevi (UNWTO, 2022); ma, soprattutto, perché le conseguenze gravanti sulle micro, piccole e medie imprese sono verosimilmente più traumatiche, in considerazione della loro maggiore fragilità finanziaria (Carletti *et al.*, 2020; Dimson *et al.*, 2020; Dua *et al.*, 2020; Haqbin *et al.*, 2021) e del loro peso prevalente in seno all'offerta turistica (OECD, 2020a).

Da ultimo, non per importanza, si tratta di un impatto cui si sommano ulteriori criticità sopraggiunte nel frattempo e, in particolare, l'emergenza energetica acuita dal conflitto bellico Russo-Ucraino, i cui effetti (anche) sull'attività turistica saranno inevitabilmente traumatici (Minchin, 2022; UNWTO, 2022).

Bibliografia

- Agostino, D., Arnaboldi, M., & Lampis, A. (2020). Italian state museums during the Covid-19 crisis: From onsite closure to online openness. *Museum Management and Curatorship*, 35(4), 362–372. <https://doi.org/10.1080/09647775.2020.1790029>
- Agrawal, A. (2021). Sustainability of airlines in India with Covid-19: Challenges ahead and possible way-outs. *Journal of Revenue and Pricing Management*, 20, 457–472. <https://doi.org/10.1057/s41272-020-00257-z>
- Alsamhi, M.H., Al-Ofairi, F.A., Farhan, N.H.S., Alahdal, W.M., & Siddiqui, A. (2022). Impact of Covid-19 on firms' performance: Empirical evidence from India. *Cogent Business & Management*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2044593>
- Ayham, A.M.J., Duong, T.P., & Marielyn, E.C. (2021). Systems thinking to facilitate “double loop” learning in tourism industry: A Covid-19 response strategy. *Journal of Sustainable Tourism*. <https://doi.org/10.1080/09669582.2021.1948554>
- Bajic, J., Babic, R.S., & Tatalovic, M. (2021). Economic impact of Covid-19 on air traffic industry: Challenges in Croatia. *Economy and Market Communication Review*, 11(1), 254–269. <https://doi.org/10.7251/EMC2101254B>
- Bashir, M.F., Ma, B.J. e Shahzad, L. (2020). A brief review of socio-economic and environmental impact of Covid-19. *Air Quality Atmosphere and Health*, 13(12), 1403–1409. <https://doi.org/10.1007/s11869-020-00894-8>
- Breier, M., Kallmuenzer, A., Clauss, T., Gast, J., Kraus, S., & Tiberius, V. (2021). The role of business model innovation in the hospitality industry during the Covid-19 crisis. *International Journal of Hospitality Management*, 92. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102723>
- Brouder, P. (2020). Reset redux: Possible evolutionary pathways towards the transformation of tourism in a Covid-19 world. *Tourism Geographies*, 22(3), 484–490. <https://doi.org/10.1080/14616688.2020.1760928>

- Carletti, E., Oliviero, T., Pagano, M., Pelizzon, L., & Subrahmanyam M. (2020). The equity shortfall of Italian firms in the COVID crisis: A first assessment. *VoxEU CEPR Columns*. <https://voxeu.org/>
- Chang, B.G., & Wu, K.S. (2022). Convex-concave effect of financial flexibility on hospitality performance: Quantile regression approach. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 34(2), 687–712. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-07-2021-0867>
- Chen, S., Igan, D., Pierri, N., & Presbitero, A.F. (2020). Tracking the economic impact of Covid-19 and mitigation policies in Europe and the United States. *Special Series on Covid-19*, IMF, Washington DC. <https://www.imf.org/>
- CLIA – Cruise Line International Association (2020). *2021 State of the Cruise Industry Outlook*. <https://cruising.org/>
- (2022). *2022 State of the Cruise Industry Outlook*. <https://cruising.org/>
- 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. <https://www.mckinsey.com/>
- Donthu, N., & Gustafsson, A. (2020). Effects of Covid-19 on business and research. *Journal of Business Research*, 117, 284–289. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.06.008>
- Dua, A., Ellingrud, K., Mahajan, D., & Silberg, J. (2020). *Which Small Businesses are Most Vulnerable to Covid-19 and When*, McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/>
- Fadda, L., Fontana, F., & Garelli, R. (2008). *Analisi di bilancio*, Giappichelli.
- Filimonau, V., Derqui, B., & Matute, J. (2020). The Covid-19 pandemic and organisational commitment of senior hotel managers. *International Journal of Hospitality Management*, 91. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102659>
- Fontana, F. (2021). Covid-19 e performance economico-finanziarie delle imprese turistiche. *Impresa Progetto - Electronic Journal of Management*, 2. <https://doi.org/10.15167/1824-3576/IPEJM2021.2.1379>
- Foroudi, P., Tabaghdehi, S.A.H., & Marvi, R. (2021). The gloom of the Covid-19 shock in the hospitality industry: A study of consumer risk perception and adaptive belief in the dark cloud of a pandemic. *International Journal of Hospitality Management*, 92. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102717>
- Gonzalez-Torres, T., Rodriguez-Sanchez, J.L., & Pelechano-Barahona, E. (2021). Managing relationships in the Tourism Supply Chain to overcome epidemic outbreaks: The case of Covid-19 and the hospitality industry in Spain. *International Journal of Hospitality Management*, 92. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102733>
- Gossling, S., Scott, D., & Hall, C.M. (2021). Pandemics, tourism and global change: A rapid assessment of Covid-19. *Journal of Sustainable Tourism*, 29(1). <https://doi.org/10.1080/09669582.2020.1758708>
- Gretzel, U., Fuchs, M., Baggio, R., Hoepken, W., Law, R., Neidhardt, J., Pesonen, J., Zanker, M., & Xiang, Z. (2020). e-Tourism beyond Covid-19: A call for transformative research. *Information Technology & Tourism*, 22(2). <https://doi.org/10.1007/s40558-020-00181-3>

- Hall, C.M., Scott, D., & Gossling, S. (2020). Pandemics, transformations and tourism: Be careful what you wish for. *Tourism Geographies*, 22(3). <https://doi.org/10.1080/14616688.2020.1759131>
- Hao, F., Xiao, Q., & Chon, K.Y. (2020). Covid-19 and China's hotel industry: Impacts, a disaster management framework, and post-pandemic agenda. *International Journal of Hospitality Management*, 90. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102636>
- 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*, May. <https://doi.org/10.1080/12460125.2021.1927487>
- Hemmington, N., & Neill, L. (2022). Hospitality business longevity under Covid-19: The impact of Covid-19 on New Zealand's hospitality industry. *Tourism and Hospitality Research*, 22(1). <https://doi.org/10.1177/1467358421993875>
- Hidalgo, A., Martin-Barroso, D., Nunez-Serrano, J.A., Turrion, J., & Velazquez, F.J. (2022). Does hotel management matter to overcoming the Covid-19 crisis? The Spanish case. *Tourism Management*, 88. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2021.104395>
- Higgins-Desbiolles, F. (2020). Socialising tourism for social and ecological justice after Covid-19. *Tourism Geographies*, 22(3). <https://doi.org/10.1080/14616688.2020.1757748>
- IATA - International Air Transport Association (2021). *Covid-19: Weak Year-end for Air Travel and Outlook is Deteriorating*. <https://www.iata.org/>
- (2022). *Overview of Air Transport in 2021 and Recent Developments*. <https://www.iata.org/>
- ICAO - International Civil Aviation Organization (2022). *Effects of Novel Coronavirus (Covid-19) on Civil Aviation: Economic Impact Analysis*. <http://www.icao.int/>
- Ioannides, D., & Gyimothy, S. (2020). The Covid-19 crisis as an opportunity for escaping the unsustainable global tourism path. *Tourism Geographies*, 22(3). <https://doi.org/10.1080/14616688.2020.1763445>
- Kaushal, V., & Srivastava, S. (2021). Hospitality and tourism industry amid Covid-19 pandemic: Perspectives on challenges and learnings from India. *International Journal of Hospitality Management*, 92. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102707>
- Kock, F., Norfelt, A., Josiassen, A., Assaf, A.G., & Tsionas, M.G. (2020). Understanding the Covid-19 tourist psyche: The evolutionary tourism paradigm. *Annals of Tourism Research*, 85. <https://doi.org/10.1016/j.annals.2020.103053>
- Lai, I.K.W., & Wong, J.W.C. (2020). Comparing crisis management practices in the hotel industry between initial and pandemic stages of Covid-19. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 32(10), 3135–3156. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-04-2020-0325>
- Lee, M., Ahn, J., Shin, M., Kwon, W., & Back, K.J. (2021). Integrating technology to service innovation: Key issues and future research directions in hospitality and tourism. *Journal of Hospitality and Tourism Technology*, 12(1). <https://doi.org/10.1108/JHTT-01-2019-0013>

- 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*, n. 18. <https://doi.org/10.1016/j.jdmm.2020.100502>
- Mekawy, M.A. (2022). A constructivist grounded theory investigation of businesses' concerns about public-private partnership responses toward Covid-19. *Tourism*, 70, 1. <https://doi.org/10.37741/t.70.1.1>
- Minchin, J. (2022). Tourism effects of Russia's war on Ukraine. *Tourism Economics*. <https://resources.oxfordeconomics.com/>
- Mtapuri, O., Giampiccoli, A., & Jugmohan, S. (2021). Impact of Covid-19 on small community-based tourism businesses: Diversification of opportunities and threats in modern Africa. *Economic Annals-XXI*, 192(7-8), 177-187. <https://doi.org/10.21003/ea.V192-15>
- OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development (2020a). *Coronavirus (Covid-19): SME policy responses*. <http://www.oecd.org/>
- (2020b). *Tourism policy responses to the coronavirus (Covid-19)*. <http://www.oecd.org/>
- (2021). *Managing Tourism Development for Sustainable and Inclusive Recovery*. <http://www.oecd.org/>
- PwC - PricewaterhouseCoopers (2020). *IFRS and US GAAP: Similarities and Differences*. <https://www.pwc.com/>
- Ramachandran, J., Rashid, M., & Avvari, M.V. (2021). Innovations and firm performance: A study of the global airline industry. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 13(3-4), 317-336. <https://doi.org/10.1504/IJMFA.2021.10044562>
- Sanabria-Diaz, J.M., Aguiar-Quintana, T., & Araujo-Cabrera, Y. (2021). Public strategies to rescue the hospitality industry following the impact of Covid-19: A case study of the European Union. *International Journal of Hospitality Management*, 97. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2021.102988>
- Seraphin, H., & Gowreesunkar, V. (2021). Conclusion - Tourism: How to achieve the sustainable development goals? *Worldwide Hospitality and Tourism Themes*, March. <https://doi.org/10.1108/whatt-08-2020-0086>
- Sharma, G.D., Thomas, A., & Paul, J. (2021). Reviving tourism industry post-Covid-19: A resilience-based framework. *Tourism Management Perspectives*, n. 37. <https://doi.org/10.1016/j.tmp.2020.100786>
- Traskevich, A., & Fontanari, M. (2021). Tourism potentials in post-Covid19: The concept of destination resilience for advanced sustainable management in tourism. *Tourism Planning & Development*, March. <https://doi.org/10.1080/21568316.2021.1894599>
- UNWTO - United Nations World Travel Organization (2020a). *International Tourism Highlights. 2020 Edition*. <https://www.unwto.org/>
- (2020b). *One Planet Vision for a Responsible Recovery of the Tourism Sector*. <https://www.unwto.org/>
- (2020c). *Global Guidelines to Restart Tourism*. <https://www.unwto.org/>

- (2020d). *Understanding Domestic Tourism and Seizing its opportunities*. <https://www.unwto.org/>
- (2020e). *Covid-19 Related Travel Restrictions - A Global Review for Tourism. Eighth Report as of 2 December 2020*. <https://www.unwto.org/>
- (2021). *The Economic Contribution of Tourism and the Impact of Covid-19, November 2021*. <https://www.unwto.org/>
- (2022). *World Tourism Barometer*, 20, 2, March. <https://www.unwto.org/>
- Vargas, A. (2020). Covid-19 crisis: A new model of tourism governance for a new time. *Worldwide Hospitality and Tourism Themes*, 12(6), 691–699. <https://doi.org/10.1108/WHATT-07-2020-0066>
- Vo-Thanh, T., Vu, T.V., Nguyen, N.P., Nguyen, D.V., Zaman, M., & Chi, H.K. (2021). How does hotel employees' satisfaction with the organization's Covid-19 responses affect job insecurity and job performance? *Journal of Sustainable Tourism*, 29. <https://doi.org/10.1080/09669582.2020.1850750>
- Wen, J., Kozak, M., Yang, S.H., & Liu, F. (2021). Covid-19: Potential effects on Chinese citizens' lifestyle and travel. *Tourism Review*, 76(1), 74–87. <https://doi.org/10.1108/TR-03-2020-0110>
- WHO - World Health Organization (2022). *Covid-19 Weekly Epidemiological Update*, 85, 29 March. <https://www.who.int>
- 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(78). <https://doi.org/10.3390/risks9040078>
- WTTC - World Tourism & Travel Council (2021). *Lessons Learnt during Covid-19*. <https://wtcc.org/>
- (2022). *Travel and Tourism Economic Impact 2022*. <https://wtcc.org/>
- Yeh, S.S. (2021). Tourism recovery strategy against Covid-19 pandemic. *Tourism Recreation Research*, 46(2). <https://doi.org/10.1080/02508281.2020.1805933>
- Zeng, Z.J., Chen, P.J., & Lew, A.A. (2020). From high-touch to high-tech: Covid-19 drives robotics adoption. *Tourism Geographies*, 22(3). <https://doi.org/10.1080/14616688.2020.1762118>
- Zenker, S., & Kock, F. (2020). The coronavirus pandemic - A critical discussion of a tourism research agenda. *Tourism Management*, 81. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2020.104164>
- Zheng, C., Li, Z., & Wu, J.(S.) (2022). Tourism firms' vulnerability to risk: The role of organizational slack in performance and failure. *Journal of Travel Research*, 61(5). <https://doi.org/10.1177/00472875211014956>

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	
	31/07/2021 € Mgl	31/07/2020 € Mgl	30/06/2021 € Mgl	30/06/2020 € Mgl	30/09/2021 € Mgl	30/09/2020 € Mgl
VP	13.845	20.072	28.230	75.587	4.983	18.949
VA	2.294	727	9.081	13.386	731	3.702
EBITDA	-2.491	-4.208	-4.813	-9.939	-975	1.252
RO	-6.658	-7.479	-6.791	-12.279	-2.025	743
RN	-6.691	-7.585	-5.488	-9.175	-2.481	532
C	35.055	33.220	323.542	273.223	2.933	4.270
F	71.055	72.266	68.292	69.400	11.223	11.948
K	106.110	105.486	391.834	342.623	14.156	16.218
P	30.272	27.408	194.735	202.163	6.864	7.312
π	15.851	13.645	103.022	39.772	7.710	4.741
N	59.987	64.433	94.077	100.688	-418	4.165
n	42.969	42.969	3.692	3.692	1.099	1.506
CCN	4.783	5.812	128.807	71.060	-3.931	-3.042
MT	-2.563	-2.933	36.271	-47.560	-5.280	-5.570
CF ₀	6.247	-2.868	15.718	-1.207	-151	1.115
CF ₁	-2.335	-656	146	-4.650	705	162
CF _F	-2.449	-1.091	44.156	30.068	-234	-764
CF _T	1.463	-4.615	60.563	23.196	320	-790
C/K	0,33	0,31	0,83	0,80	0,21	0,26
P/K	0,29	0,26	0,50	0,59	0,48	0,45
I/p	0,92	0,89	1,19	0,76	0,23	0,24
C/p	1,16	1,21	1,66	1,35	0,43	0,58
N/F	0,84	0,89	1,38	1,45	-0,04	0,35
(N+π)/F	1,49	1,46	5,74	4,94	1,26	1,36
N/n	1,40	1,50	25,48	27,27	-0,38	2,77
K/N	1,77	1,64	4,17	3,40	-33,87	3,89
V/K	0,13	0,19	0,07	0,22	0,35	1,17
ROS	-48,09%	-37,26%	-24,06%	-16,24%	-40,64%	-34,23%
ROI	-6,27%	-7,09%	-1,73%	-3,58%	-14,30%	-19,01%
ROD	5,72%	5,35%	0,27%	0,44%	5,19%	5,69%
ROE	-11,15%	-11,77%	-5,83%	-9,11%	593,54%	-1439,91%

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.

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

Aziende Dati al Parametri	Fabilia Group s.p.a.		Accor SA		Marriott International Inc.		
	30/06/2021 € Mgl	30/06/2020 € Mgl	30/06/2021 € Mln	30/06/2020 € Mln	30/09/2021 \$ Mln	30/09/2020 \$ Mln	30/09/2019 \$ Mln
VP	1.923	2.244	824	917	9.411	8.399	15.601
VA	233	186	448	437	n.d.	n.d.	n.d.
EBITDA	-407	-568	-120	-226	1.281	487	1.688
RO	-1.646	-2.335	-238	-363	1.115	212	1.526
RN	-1.651	-2.284	69	-1.514	631	-103	994
C	3.941	4.716	3.071	3.707	2.990	3.540	2.900
F	5.778	7.968	7.223	7.117	21.516	21.608	21.912
K	9.719	12.684	10.294	10.824	24.506	25.148	24.812
P	10.312	11.499	2.634	2.568	6.019	6.006	5.738
π	2.673	2.561	3.404	3.137	17.569	18.913	18.236
N	-3.266	-1.376	4.256	5.119	918	229	838
n	158	50	786	1.783	5	5	5
CCN	-6.371	-6.783	437	1.139	-3.029	-2.466	-2.838
MT	-9.752	-10.735	-965	-103	-5.247	-4.429	-5.462
CF ₀	872	1.302	-248	-469	745	1.623	1.190
CF ₁	-1.559	-2443	-13	990	-81	111	-243
CF _F	836	1531	-549	-374	-761	-397	-1.007
CF _T	149	390	-820	130	-97	1.337	-60
C ₁ /K	0,41	0,37	0,30	0,34	0,12	0,14	0,12
p/K	1,06	0,91	0,26	0,24	0,25	0,24	0,23
l/p	0,05	0,07	0,63	0,96	0,13	0,26	0,05
C ₁ /p	0,38	0,41	1,17	1,44	0,50	0,59	0,51
N/F	-0,57	-0,17	0,59	0,72	0,04	0,01	0,04
(N+ π)/F	1,68	1,59	1,43	1,52	1,14	1,16	1,13
N/n	-20,67	-27,52	5,41	2,87	183,60	45,80	167,60
K/N	-2,98	-9,22	2,42	2,11	26,69	109,82	29,61
V/K	0,20	0,18	0,08	0,08	0,38	0,33	0,63
ROS	-85,60%	-104,06%	-28,88%	-39,59%	11,85%	2,52%	9,78%
ROI	-16,94%	-18,41%	-2,31%	-3,35%	4,55%	0,84%	6,15%
ROD	0,53%	1,75%	1,55%	2,38%	3,06%	2,82%	2,57%
ROE	50,55%	165,99%	1,62%	-29,58%	68,74%	-44,98%	118,62%

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.

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

Aziende Dati al	Autogrill s.p.a.		The Restaurant Group Plc		McDonald's Corporation		
	30/06/2021 € Mgl	30/06/2020 € Mgl	04/07/2021 € Mgl	28/06/2020 € Mgl	30/09/2021 \$ Mln	30/09/2020 \$ Mln	30/09/2019 \$ Mln
VP	1.112.733	1.254.153	216.825	227.194	17.214	13.894	15.936
VA	464.420	501.604	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
EBITDA	164.160	51.984	19.884	-15.330	8.202	5.401	6.971
RO	-90.932	-300.500	-36.037	-213.427	7.959	5.181	6.777
RN	-144.841	-285.729	-56.009	-207.495	5.906	3.354	4.453
C	1.745.536	859.691	150.277	176.875	6.796	6.736	3.605
F	3.356.659	4.510.554	1.200.576	1.494.677	45.931	43.963	42.200
K	5.102.195	5.370.245	1.350.853	1.671.552	52.727	50.699	45.805
p	1.640.281	1.304.663	191.246	257.335	5.096	6.280	4.276
π	2.633.602	3.418.511	735.533	1.189.621	53.306	52.891	50.128
N	828.312	647.071	424.074	224.596	-5.675	-8.472	-8.599
n	145.115	68.688	215.158	165.880	17	17	17
CCN	105.255	-444.972	-40.969	-80.460	1.700	456	-671
MT	-658.378	-836.304	-75.463	-124.482	-790	-2.596	-3.099
CF ₀	128.728	-180.935	6.362	-44.431	6.475	4.272	6.232
CF ₁	-64.340	-95.041	-12.005	-22.515	-1.043	-1.183	-2.264
CF _T	310.330	479.098	80.702	150.029	-4.498	-313	-3.553
CF _r	374.718	203.122	75.059	83.083	857	2.785	311
C/K	0,34	0,16	0,11	0,11	0,13	0,13	0,08
p/K	0,32	0,24	0,14	0,15	0,10	0,12	0,09
l/p	0,60	0,36	0,61	0,52	0,84	0,59	0,28
C/p	1,06	0,66	0,79	0,69	1,33	1,07	0,84
N/F	0,25	0,14	0,35	0,15	-0,12	-0,19	-0,20
(N+π)/F	1,52	1,19	1,13	1,12	1,15	1,15	1,09
N/n	5,71	9,42	1,97	1,35	-333,82	-498,35	-505,82
K/N	6,16	8,30	3,19	7,44	-9,29	-5,98	-5,33
V/K	0,22	0,23	0,16	0,14	0,33	0,27	0,35
ROS	-8,17%	-23,96%	-16,62%	-93,94%	46,24%	37,29%	42,53%
ROI	-1,78%	-5,60%	-2,67%	-12,77%	15,09%	10,22%	14,80%
ROD	1,57%	1,65%	3,04%	1,69%	1,79%	1,77%	1,85%
ROE	-17,49%	-44,16%	-13,21%	-92,39%	-104,07%	-39,59%	-51,79%

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	
	30/09/2021 € Mgl	30/09/2020 € Mgl	30/06/2021 € Mln	30/06/2020 € Mln	30/09/2021 \$ Mln	30/09/2019 \$ Mln
VP	447.654	231.644	25.009	22.394	16.071	14.392
VA	238.640	165.118	10.211	9.247	11.638	10.453
EBITDA	126.483	82.450	802	92	8.550	7.481
RO	68.947	28.242	-1.074	-3.283	6.898	5.828
RN	25.345	7.075	-1.428	-3.749	4.812	3.969
C	725.864	519.384	13.376	12.696	3.810	5.130
F	1.171.432	589.318	53.909	51.797	58.550	58.584
K	1.897.296	1.108.702	67.285	64.493	62.360	63.714
p	1.280.595	479.215	22.217	18.472	5.111	4.841
π	385.792	169.567	37.794	36.170	43.332	41.674
n	230.909	459.920	7.274	9.851	13.917	17.199
n	230.000	230.000	2.150	2.150	2.779	2.779
CCN	-554.731	40.169	-8.841	-5.776	-1.301	289
MT	-940.686	-238.372	-18.783	-14.776	-3.917	-2.240
CF ₀	72.282	-1.656	10	-235	6.503	5.993
CF ₁	-500.998	65.199	-2.292	-2.414	-1.792	-2.081
CF _F	515.281	-51.423	2.264	2.397	-5.291	-2.150
CF _T	86.565	12.120	-18	-252	-580	1.762
C/K	0,38	0,47	0,20	0,20	0,06	0,08
p/K	0,67	0,43	0,33	0,29	0,08	0,08
l/p	0,27	0,50	0,15	0,20	0,23	0,54
C/p	0,57	1,08	0,60	0,69	0,75	1,06
N/F	0,20	0,78	0,13	0,19	0,24	0,29
(N+π)/F	1,62	1,88	1,25	1,25	1,07	1,09
N/n	1,00	2,00	3,38	4,58	5,00	6,19
K/N	8,22	2,41	9,25	6,55	4,48	3,70
V/K	0,24	0,21	0,37	0,35	0,26	0,23
ROS	15,40%	12,19%	-4,29%	-14,66%	42,92%	40,49%
ROI	3,63%	2,55%	-1,60%	-5,09%	11,06%	9,15%
ROD	1,77%	0,52%	0,64%	1,10%	2,81%	2,94%
ROE	10,98%	1,54%	-19,63%	-38,06%	34,58%	23,08%

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.	
	30/09/2021 € Mln	30/09/2020 € Mln	30/09/2021 € Mln	30/09/2020 € Mln	30/09/2021 \$ Mln	30/09/2020 \$ Mln
VP	9.477	8.756	2.155	1.176	20.455	13.309
VA	2.805	1.521	589	355	9.771	2.035
EBITDA	-1.004	-2.703	286	120	1.160	-6.349
RO	-2.726	-4.835	-50	-177	-279	-7.906
RN	-3.164	-6.082	-48	-410	-1.061	-6.707
C	11.142	9.012	4.992	4.895	19.195	12.340
F	19.848	20.573	9.077	9.789	49.242	50.433
K	30.990	29.585	14.069	14.684	68.437	62.773
p	10.905	14.438	3.731	5.659	18.938	16.584
π	23.896	19.820	5.405	4.047	56.936	51.717
N	-3.811	-4.673	4.933	4.978	-7.437	-5.528
n	643	429	7	7	6	5
CCN	237	-5.426	1.261	-764	257	-4.244
MT	-3.913	-8.521	387	-2.707	-18.645	-16.331
CF ₀	652	-1.412	1.040	-1.158	1.904	-3.680
CF ₁	-746	-1.126	208	-166	-7.721	-6.038
CF _F	653	4.782	224	1.773	5.849	9.725
CF _T	568	2.205	1.468	386	32	7
C/K	0,36	0,30	0,35	0,33	0,28	0,20
p/K	0,35	0,49	0,27	0,39	0,28	0,26
l/p	0,64	0,41	1,10	0,52	0,02	0,02
C/p	1,02	0,62	1,34	0,86	1,01	0,74
N/F	-0,19	-0,23	0,54	0,51	-0,15	-0,11
(N+π)/F	1,56	1,44	1,55	1,50	1,39	1,24
N/n	-5,93	-10,89	704,71	711,14	-1239,50	-1105,60
K/N	-8,13	-6,33	2,85	2,95	-9,20	-11,36
V/K	0,31	0,30	0,15	0,08	0,30	0,21
ROS	-28,76%	-55,22%	-2,32%	-15,05%	-1,36%	-59,40%
ROI	-8,80%	-16,34%	-0,36%	-1,21%	-0,41%	-12,59%
ROD	2,25%	1,17%	0,78%	0,24%	2,83%	2,07%
ROE	83,02%	130,15%	-0,97%	-8,24%	14,27%	121,33%

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.		
	02/10/2021 \$ Min	03/10/2020 \$ Mln	30/09/2021 \$ Mgl	30/09/2020 \$ Mgl	26/09/2021 \$ Mgl	27/09/2020 \$ Mgl	29/09/2019 \$ Mgl
VP	67.418	65.388	3.565.277	1.623.795	987.283	147.678	1.217.679
VA	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
EBITDA	8.770	9.139	20.446	-900.393	232.170	-335.718	430.455
RO	3.659	3.794	-293.312	-1.265.178	119.264	-463.165	292.627
RN	1.995	-2.864	-446.315	-1.363.964	-22.164	-480.228	164.452
C	33.657	35.251	6.555.291	3.859.857	748.371	340.510	384.800
F	169.952	166.298	6.775.453	7.025.574	2.066.116	2.161.008	2.273.211
K	203.609	201.549	13.330.744	10.885.431	2.814.487	2.501.518	2.658.011
p	31.077	26.628	5.558.104	3.582.877	416.603	297.363	329.479
π	79.521	86.658	7.814.416	7.055.530	3.080.529	2.755.485	2.285.813
N	93.011	88.263	-41.776	247.024	-682.645	-551.330	42.719
n	55.471	54.497	2.218	2.138	5.290	5.290	5.290
CCN	2.580	8.623	997.187	276.980	331.768	43.147	55.321
MT	-15.118	-8.714	-929.224	-957.795	146.058	-71.893	-71.363
CF ₀	5.567	7.618	1.024.697	-956.903	230.128	-275.452	389.139
CF ₁	-3.163	-3.637	-111.759	-224.532	-38.143	-118.774	-566.170
CF _F	-4.385	8.480	1.222.321	1.361.636	-6.086	439.843	327.404
CF _T	-1.951	12.499	2.086.758	159.249	185.925	43.218	152.767
C/K	0,17	0,17	0,49	0,35	0,27	0,14	0,14
p/K	0,15	0,13	0,42	0,33	0,15	0,12	0,12
l/p	0,51	0,67	0,83	0,73	1,35	0,76	0,78
C/p	1,08	1,32	1,18	1,08	1,80	1,15	1,17
N/F	0,55	0,53	-0,01	0,04	-0,33	-0,26	0,02
(N+π)/F	1,20	1,21	1,97	1,55	1,36	1,16	1,17
N/n	1,68	1,62	-18,83	115,54	-129,04	-104,22	8,08
K/N	2,19	2,28	-319,10	44,07	-4,12	-4,54	62,22
V/K	0,33	0,32	0,27	0,15	0,35	0,06	0,46
ROS	5,43%	5,80%	-8,23%	-77,91%	12,08%	-313,63%	24,03%
ROI	1,80%	1,88%	-2,20%	-11,62%	4,24%	-18,52%	11,01%
ROD	2,58%	2,54%	2,88%	2,51%	4,54%	3,85%	3,28%
ROE	2,14%	-3,24%	1068,35%	-552,16%	3,25%	87,10%	384,96%

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.	
	30/09/2021 \$ Mln	30/09/2020 \$ Mln	30/09/2021 \$ Mln	30/09/2020 \$ Mln	30/09/2021 \$ Mln	30/09/2020 \$ Mln
VP	7.977	5.558	11.727	1.225	272	217
VA	3.800	2.381	6.211	n.d.	n.d.	n.d.
EBITDA	1.971	928	4.525	-140	-3	-35
RO	1.648	-478	4.173	-237	-3	-243
RN	547	224	3.694	-217	-5	-237
C	14.352	12.583	10.056	613	285	266
F	8.989	9.562	11.390	1.383	527	573
K	23.341	22.145	21.446	1.996	812	840
P	5.779	3.968	5.528	231	44	36
π	12.017	13.264	9.967	857	93	134
N	5.545	4.913	5.951	908	674	669
n	0	0	0	0	163	182
CCN	8.573	8.615	4.528	382	240	230
MT	5.864	7.229	938	215	150	169
CF ₀	2.541	662	3.788	-180	-29	0
CF ₁	-215	2.703	6.954	-46	11	-13
CF _F	-1.234	1.532	-6.876	349	1	-0
CF _T	1.081	4.885	3.840	127	-16	-13
C/K	0,61	0,57	0,47	0,31	0,35	0,32
p/K	0,25	0,18	0,26	0,12	0,05	0,04
l/p	2,01	2,82	1,17	1,93	4,39	5,69
C/p	2,48	3,17	1,82	2,65	6,42	7,39
N/F	0,62	0,51	0,52	0,66	1,28	1,11
(N+ π)/F	2,60	2,32	1,88	1,44	1,54	1,46
N/n	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4,12	3,67
K/N	4,21	4,51	3,60	2,20	1,20	1,25
V/K	0,34	0,25	0,55	0,24	0,34	0,26
ROS	20,66%	-8,60%	35,58%	-48,57%	-1,15%	-112,35%
ROI	7,06%	-2,16%	19,46%	-11,87%	-0,39%	-28,97%
ROD	2,35%	2,11%	2,28%	4,49%	0,64%	0,16%
ROE	9,86%	4,56%	62,07%	-23,90%	-0,67%	-35,36%

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati aziendali.