

Επενδυτικές στρατηγικές για τον Ξενοδοχειακό κλάδο στην Ελλάδα

Φεβρουάριος 2016

Σύνοψη

Η Αγορά

- Η Ελλάδα αποτελεί ένα σημαντικό παγκόσμιο προορισμό, με 25 εκ. αφίξεις τουριστών το 2015, αυξημένες από 22 εκ. το 2014
- Ο τουρισμός δεν εξαρτάται σε γενικές γραμμές σημαντικά από το Ελληνικό ΑΕΠ, αλλά η άμεση συμβολή του σ' αυτό ξεπερνά το 7%
- Ο ξενοδοχειακός κλάδος έχει αναπτυχθεί γρήγορα και συστηματικά τα τελευταία τρία χρόνια, αλλά δεν είναι ιδιαίτερα ανταγωνιστικός σε διεθνές επίπεδο, κυρίως λόγω των τιμών
- Το 2014, οι τουρίστες δαπάνησαν €590 ανά ταξίδι, με μέση διάρκεια παραμονής τις 8,4 μέρες, αποφέροντας συνολικά έσοδα €13 δισ.
- Στην Ελλάδα υπάρχουν 9.745 ξενοδοχεία με 405 χιλ. δωμάτια και 781 χιλ. κλίνες, τα οποία είναι κυρίως συγκεντρωμένα (85%) στην Κρήτη, το Νότιο Αιγαίο, την Κεντρική Μακεδονία και τα νησιά του Ιονίου
- Ο ελληνικός ξενοδοχειακός κλάδος βασίζεται κυρίως σε μικρά ξενοδοχεία 2* (4.198 ξενοδοχεία), ενώ ξενοδοχεία 4* και 5* αποτελούν μόνο το 17% του συνολικού αριθμού
- Υπάρχουν μόνο 367 ξενοδοχεία με περισσότερες από 300 κλίνες, αντιπροσωπεύοντας το 4% του συνολικού αριθμού ξενοδοχείων και το 25% χωρητικότητας κλινών
- Ο ξενοδοχειακός κλάδος είναι κατακερματισμένος, με το μέσο μέγεθος της ξενοδοχειακής μονάδας στο δείγμα να είναι οι 247 κλίνες. Κατά μέσο όρο, κάθε ξενοδοχειακή εταιρεία έχει μόνο 1,5 ξενοδοχειακές μονάδες, ενώ μια εταιρεία/ένα ξενοδοχείο αποτελούν το 47% του δείγματος των ξενοδοχείων. Υπάρχουν 87 ελληνικές ξενοδοχειακές αλυσίδες και 6 αλλοδαπές
- Το 38% όλων των ξενοδοχείων είναι ιδιαίτερα ανταγωνιστικό με συστηματική ανάπτυξη, ικανοποιητική κερδοφορία και περιορισμένο δανεισμό περιορισμένο

- Το μεγαλύτερο μέρος του χρέους του ξενοδοχειακού κλάδου (€4δισ.) είναι συγκεντρωμένο στις ομάδες των Zombie και Grey, και αντιμετωπίζει θέματα εξυπηρέτησης. Τα ξενοδοχεία που ανήκουν στις κατηγορίες Zombie εμφανίζονται υπερ-επενδυμένα και υπερ-κεφαλαιοποιημένα, με αρνητική απόδοση στα Ίδια Κεφάλαια
- Για την αναχρηματοδότηση του ξενοδοχειακού κλάδου, σε έναν εύλογο χρονικό ορίζοντα, οι τράπεζες θα πρέπει να αναδιαρθρώσουν/αναχρηματοδοτήσουν περίπου € 2δισ. για να επανέλθει η συμβατότητα με την λειτουργική κερδοφορία
- Για την αναβάθμιση του τουριστικού προϊόντος στην Ελλάδα θα δαπανηθούν € 1,6 δισ. μέχρι το 2022

Οδηγοί Οικονομικής Απόδοσης

- Τα οικονομικά μεγέθη του ξενοδοχειακού κλάδου καθορίζονται από τον προορισμό, το μέγεθος της μονάδας και την κατηγορία τους, ενώ επηρεάζονται σημαντικά από την ποιότητα της διοίκησης
- Υπάρχουν σημαντικές διαφορές στην απόδοση μεταξύ κύριων και δευτερευόντων προορισμών, με εξάντληση της δυναμικότητας στους κύριους προορισμούς και υπερπροσφορά στους δευτερεύοντες
- Υψηλότερης κατηγορίας ξενοδοχεία τείνουν να έχουν υψηλότερα έσοδα και EBITDA ανά κλίνη, καθώς και καλύτερα περιθώρια, από τα χαμηλότερης κατηγορίας ξενοδοχεία
- Το μέγεθος της ξενοδοχειακής μονάδας έχει περιορισμένο αντίκτυπο στα οικονομικά μεγέθη και μεγάλες μονάδες δεν εμφανίζουν κατά μέσο όρο καλύτερη οικονομική απόδοση από τις μικρότερες
- Η ποιότητα της διοίκησης και η συνολική ανταγωνιστικότητα ενός ξενοδοχείου είναι οι κύριοι και πιο σημαντικοί παράγοντες που καθορίζουν την αξία ενός ξενοδοχείου, δεδομένων των άλλων παραμέτρων

Γεωπολιτικές εξελίξεις

- Οι συνθήκες που επικρατούν στην Μέση Ανατολή, Τουρκία και Βόρεια Αφρική, καθώς και η βελτιωμένη σχετικά με εκείνους ανταγωνιστικότητα του ελληνικού τουριστικού κλάδου, υποστηρίζουν την υπόθεση της συνεχιζόμενης ανάπτυξης
- Η αύξηση των τουριστικών αφίξεων θα μπορούσε να ανακοπεί μόνο με μία παγκόσμια ή Ευρωπαϊκή ύφεση ή με σημαντικά πολιτικά γεγονότα στην Ελλάδα

Επενδυτικές στρατηγικές

- Η ελληνική αγορά εξαγορών και συγχωνεύσεων ξενοδοχειακών εταιρειών είναι σχεδόν εν υπνώσει. Υπάρχουν τουλάχιστον 225 ξενοδοχεία την τρέχουσα περίοδο για πώληση, με τις τιμές ζήτησης να είναι κατά μέσο όρο 77% υψηλότερες από την εκτιμώμενη αξία
- Πολύ λίγες συναλλαγές μεταξύ ξενοδοχείων ολοκληρώνονται κάθε χρόνο, με ελάχιστες εξαιρέσεις πολύ χαμηλού μεγέθους
- Υπάρχουν τρεις στρατηγικές και μια αμφισβητήσιμη στρατηγική για τις επενδύσεις στον τουριστικό κλάδο:
 - **Επέκταση ξενοδοχειακής μονάδας** στους κύριους προορισμούς μέσω αναξιοποίητων συντελεστών δόμησης
 - **Αναβάθμιση ξενοδοχείων** στην επόμενη κατηγορία
 - **Ανάπτυξη δευτερευόντων προορισμών** μέσω εξαγοράς ξενοδοχείων στις περιοχές αυτές
 - **Η εξαγορά ξενοδοχείων Zombie** είναι αμφίβολη στρατηγική, με μόνο ελάχιστες εξαιρέσεις
- Η πιο υποσχόμενη στρατηγική σε όρους πιθανής αξίας φαίνεται να είναι η **ανάπτυξη των δευτερευόντων προορισμών**, ακολουθούμενη από την προσθήκη χωρητικότητας και την αναβάθμιση των ξενοδοχείων
- Στο πλαίσιο των **στρατηγικών επέκτασης και αναβάθμισης**, υπάρχουν 221 Star και 153 Grey ξενοδοχεία σε κύριους προορισμούς που θα μπορούσαν να αποτελέσουν αντικείμενα συναλλαγής στην βάση διεθνών αποτιμήσεων
- Στους δευτερεύοντες προορισμούς, όπου η ιδιωτικοποίηση των 14 περιφερειακών αεροδρομίων μπορεί να αυξήσει την ζήτηση, υπάρχουν 57 ξενοδοχεία τα οποία θα μπορούσαν να αποκτηθούν για την ανάπτυξη των προορισμών
- Η σημερινή δομή του τουριστικού κλάδου μαζί με την μέτρια ανταγωνιστικότητά του και τα περιορισμένα οικονομικά μεγέθη δεν διευκολύνουν τις συναλλαγές μεγάλης κλίμακας, και κατ'επέκταση την γρήγορη συγκέντρωσή του

Star/ Grey
5* - 4* - 3*/2*/1*

Επέκταση χωρητικότητας			
Ομάδα	Αξία Πολ/στών (x)		
	5*	4*	3*/2*/1*
Star	1,6	1,7	1,6
Grey	1,6	1,5	1,6

Έως και 605 ξενοδοχεία, σε κύριους προορισμούς

Star/ Grey
4* - 3*/2*/1*

Αναβάθμιση ξενοδοχείων		
Ομάδα	Αξία Πολ/στών (x)	
	Από 4* --> 5*	Από 3* --> 4*
Star	1,6	1,2
Grey	1,4	1,1

Έως 476 ξενοδοχεία σε κύριους προορισμούς

Star/ Grey
5* - 4* - 3*/2*/1*

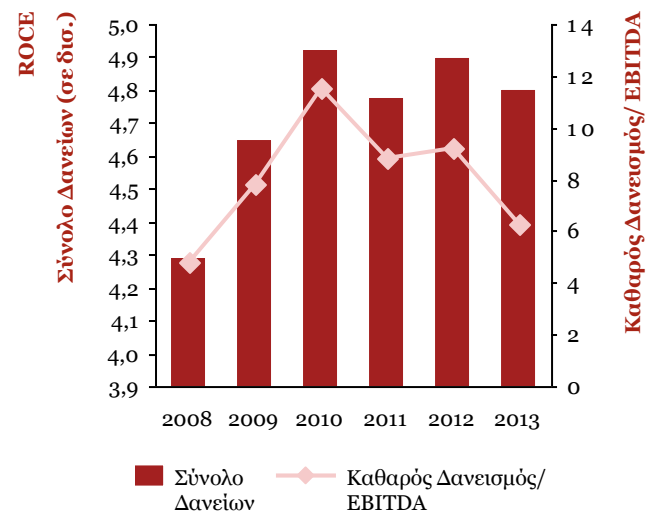
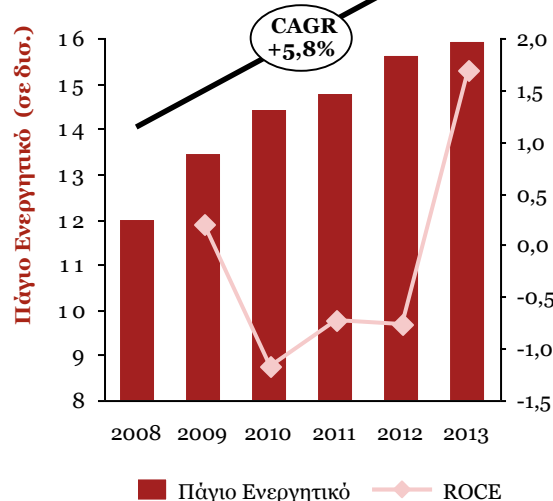
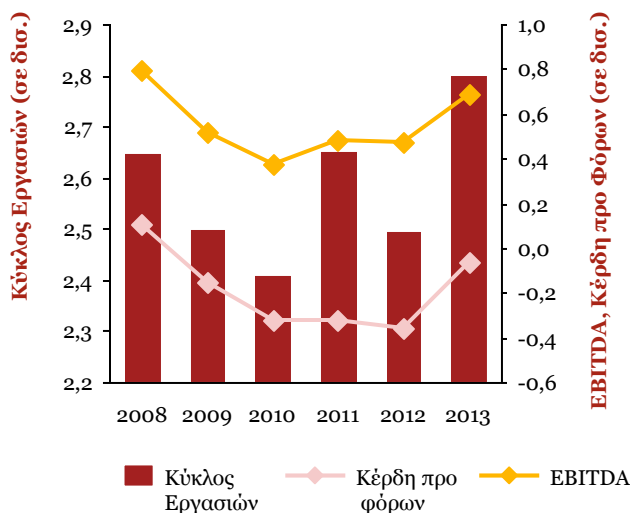
Ανάπτυξη δευτερευόντων προορισμών			
Ομάδα	Αξία Πολ/στών (x)		
	5*	4*	3*/2*/1*
Star	3,7	2,0	1,6
Grey	1,8	1,8	1,5

Έως 57 ξενοδοχεία σε δευτερεύοντες προορισμούς

Ανταγωνιστικότητα Ξενοδοχείων

Κατά τη διάρκεια της κρίσης, η κερδοφορία του ξενοδοχειακού κλάδου παρέμεινε σταθερή, με σημάδια βελτίωσης για τα ξενοδοχεία με ετήσια έσοδα μεγαλύτερα του € 1εκ.

- Ο κύκλος εργασιών του δείγματος αυξήθηκε στα €2,8 δισ. το 2013, σημειώνοντας τη μεγαλύτερη αύξηση από το 2008 (12.2%)
- Το πάγιο ενεργητικό αυξήθηκε συνολικά κατά 5,8% μεταξύ 2008-2013, αγγίζοντας τα €16 δισ., παρουσιάζοντας σταθερή αύξηση
- Παρά το γεγονός ότι ιστορικά το EBITDA μειώθηκε κατά 12,2% (2008-2012), η θετική εξέλιξη συγκριτικά μετά το 2013 είναι εμφανής (45%)
- Το συνολικό χρέος για το 2013 ανήλθε στα €4,8 δισ., 11,6% υψηλότερο από το 2008, αλλά μειωμένο κατά 2% συγκριτικά με το 2012
- Ο Μέσος Καθαρός Δανεισμός/EBITDA, ως μέτρο βιωσιμότητας του δανεισμού, μειώθηκε από 9.2x το 2012 σε 6.2x το 2013
- Τα απασχολούμενα κεφάλαια υπό-αποδίδουν, ενώ κατά μέσο όρο οι ξενοδοχειακές εταιρείες είναι ικανοποιητικά κεφαλαιοποιημένες, με τον Καθαρό Δανεισμό προς τα Απασχολούμενα Κεφάλαια να παραμένει σταθερός γύρω στο 40% καθ' όλη τη χρονική περίοδο



Οι ξενοδοχειακές εταιρείες παρουσίασαν βελτίωση στην ανταγωνιστικότητά τους από το 2009 ως το 2013, με περισσότερες από το 67% να διατηρούν ή να βελτιώνουν την σχετική τους θέση

238 ξενοδοχειακές εταιρείες (32% του συνόλου) κινήθηκαν **καθοδικά**

143 ξενοδοχειακές εταιρείες (19% του συνόλου) παρέμειναν στην **ίδια** Ομάδα

364 ξενοδοχειακές εταιρείες (49% του συνόλου) κινήθηκαν **ανοδικά**

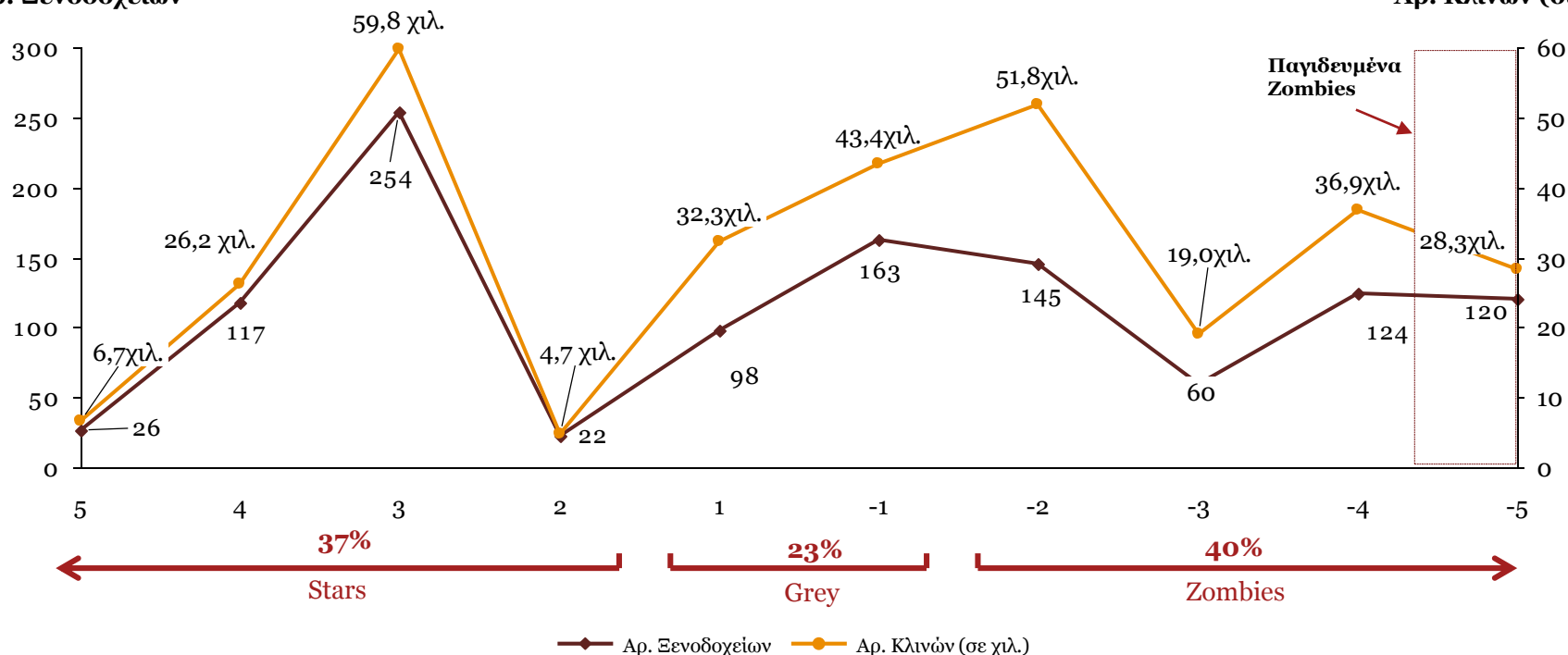
	2009/2013	5	4	3	2	1	-1	-2	-3	-4	-5	Σύνολο 2013
Star	5	1	4	3	1	1	3	2	0	1	4	20
	4	0	15	5	7	5	14	5	9	9	9	78
	3	0	15	18	4	4	46	11	20	13	18	149
	2	1	2	0	1	0	3	0	5	0	1	13
	1	0	1	5	2	12	4	10	3	14	7	58
Zombie	-1	2	7	6	7	3	26	8	26	10	7	102
	-2	0	3	4	0	5	15	16	4	25	17	89
	-3	0	4	4	1	1	15	1	12	0	3	41
	-4	0	0	5	0	3	9	17	8	17	19	78
	-5	1	5	14	1	3	26	7	13	22	25	117
	Σύνολο 2009	5	56	64	24	37	161	77	100	111	110	745
	% Μεταβολή	300%	39%	133%	-46%	57%	-37%	16%	-59%	-30%	6%	

- Περίπου οι μισές ξενοδοχειακές εταιρείες μετακινήθηκαν σε υψηλότερη κατηγορία, συγκρινόμενο το 32% του δείγματος κινήθηκε προς χαμηλότερες κατηγορίες
- Από το 2009, 92 ξενοδοχειακές εταιρείες εξελίχθηκαν σε Zombie (-5) το 2013, 19 εταιρείες σε Stars (5), ενώ το 19% παρέμεινε στην ίδια Ομάδα

Το 37% των ξενοδοχειακών εταιρειών, που αντιπροσωπεύουν το 32% της χωρητικότητας κλινών, ανήκουν στις ομάδες Star και μόνο το 10% της χωρητικότητας κλινών βρίσκεται σε παγιδευμένες Zombie ξενοδοχειακές εταιρείες

Αρ. Ξενοδοχείων

Αρ. Κλινών (σε χιλ.)

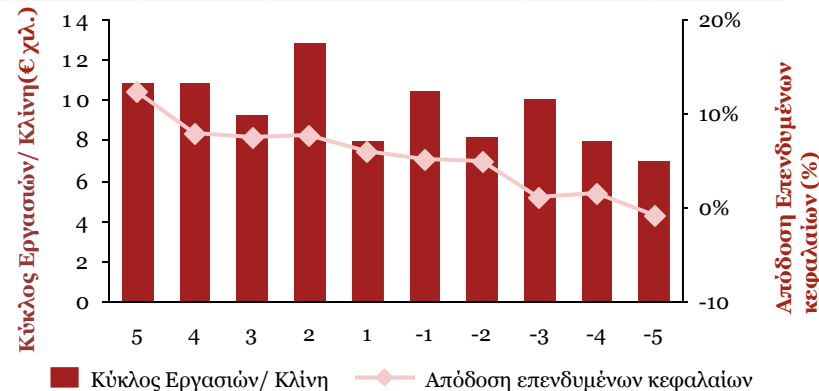


Η τυπική ξενοδοχειακή εταιρεία τείνει να είναι μικρή με ετήσια έσοδα από €2,1 εκ. ως €4,8 εκ.

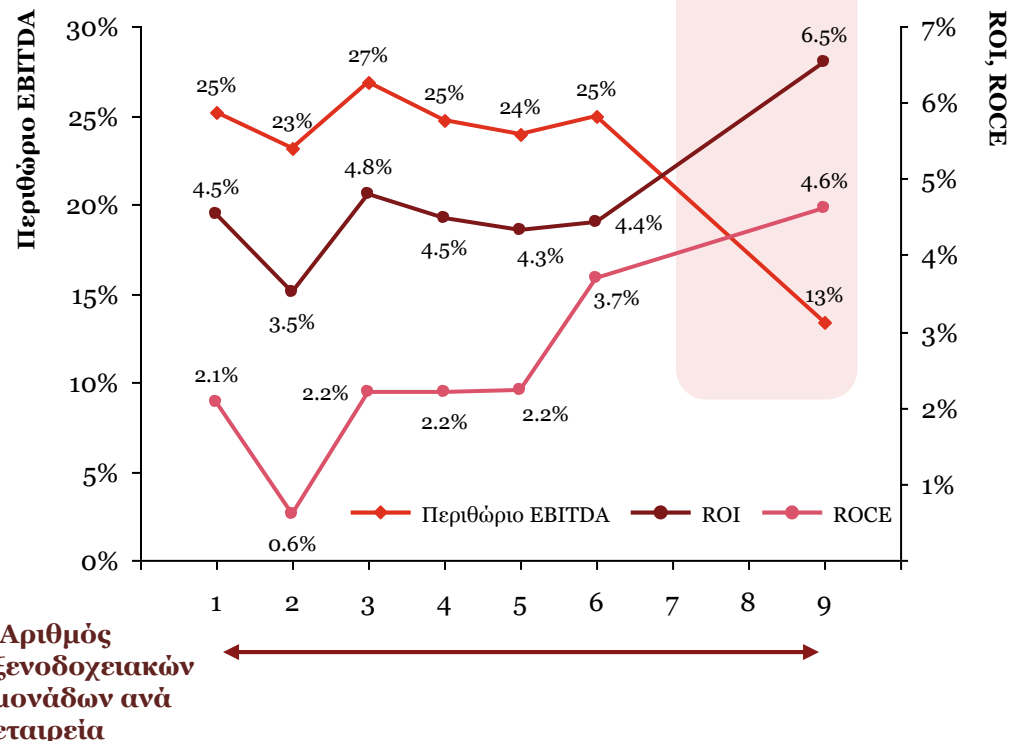
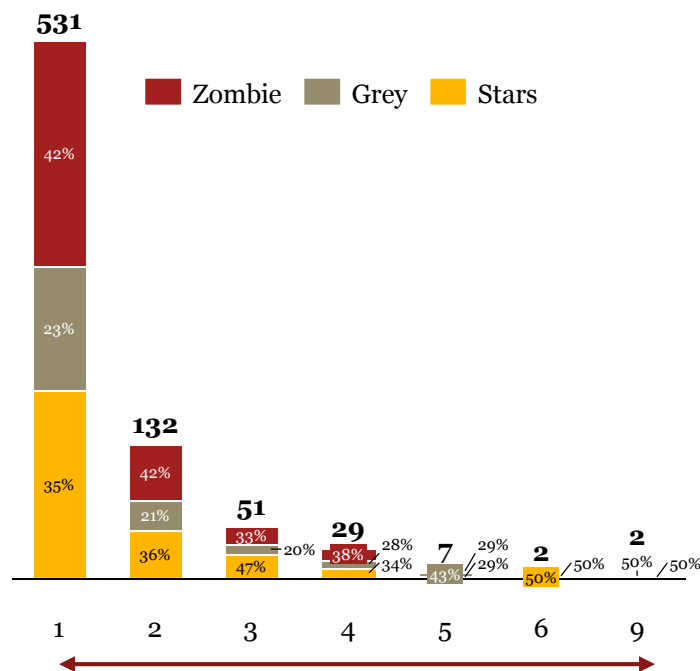
* σε € εκ.

Τυπική Εταιρεία	Stars				Grey		Zombies			
	5	4	3	2	1	-1	-2	-3	-4	-5
Κύκλος Εργασιών (σε € εκ.)	3,5	3,5	3,6	3,8	4,5	4,0	4,8	3,9	3,8	2,1
Μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης εσόδων '08 - '13	13%	11%	8%	12%	1%	10%	-1%	8%	-4%	-13%
EBITDA (σε € εκ.)	1,2	1,2	1,2	1,1	1,4	1,2	1,3	0,3	0,4	-0,2
Περιθώριο EBITDA	35%	33%	32%	29%	31%	29%	28%	9%	11%	-8%
Κέρδη προ φόρων (σε € εκ.)	0,8	0,5	0,5	0,3	0,4	0,0	-0,1	-1,4	-1,0	-0,8
Πάγιο Ενεργητικό (σε € εκ.)	9,7	14,9	15,9	14,1	23,2	22,5	27,6	33,5	28,8	17,4
Αποδόσεις επενδυμένων κεφαλαίων	12%	8%	7%	8%	6%	5%	5%	1%	1%	-1%
Απασχολούμενα Κεφάλαια (σε € εκ.)	4,0	11,0	10,0	8,3	11,6	16,2	20,1	22,6	23,0	10,8
Απόδοση απασχολούμενων κεφαλαίων	22%	6%	6%	4%	6%	3%	3%	-4%	-2%	-5%
Καθαρός Δανεισμός (σε € εκ.)	-0,3	0,1	1,6	-0,3	4,4	7,5	12,3	8,2	12,9	4,5
Καθαρός Δανεισμός/EBITDA	-0,2	0,1	1,4	-0,3	3,1	6,5	9,1	24,6	30,5	-28,0
# Εργαζομένων	6	19	9	19	9	14	18	32	29	40
# Ξενοδοχείων	1,2	1,4	1,6	1,4	1,7	1,4	1,6	1,2	1,6	1,3
# Κλινών	319	323	388	292	557	380	582	387	473	301

- Από την Ομάδα 5 στην Ομάδα -5, για μια τυπική εταιρεία:
 - η ανάπτυξη του κύκλου εργασιών φθίνει
 - το περιθώριο EBITDA κατά μέσο όρο μειώνεται από περισσότερο από 30% σε λιγότερο από 10%
 - ο κύκλος εργασιών είναι ελαφρώς υψηλότερος, με εξαίρεση τα Zombies
 - η κερδοφορία μειώνεται σε αρνητικά επίπεδα
 - το πάγιο ενεργητικό αυξάνεται σημαντικά, και σχεδόν διπλασιάζεται στα Zombies
 - απασχολούνται περισσότερα κεφάλαια
 - απασχολείται περισσότερο προσωπικό
 - ο καθαρός δανεισμός αυξάνεται δυσανάλογα, από την Ομάδα 2 και πέρα
- Συνοπτικά, οι ξενοδοχειακές εταιρείες Star χρησιμοποιούν λιγότερο πάγιο ενεργητικό και απασχολούν πιο παραγωγικά το κεφάλαια από τις εταιρείες Zombie



Οι ξενοδοχειακές αλυσίδες είναι κατά μέσο όρο να είναι όσο ανταγωνιστικές είναι και οι μεμονωμένες ξενοδοχειακές μονάδες



Πηγή: PwC δείγμα και υπολογισμοί

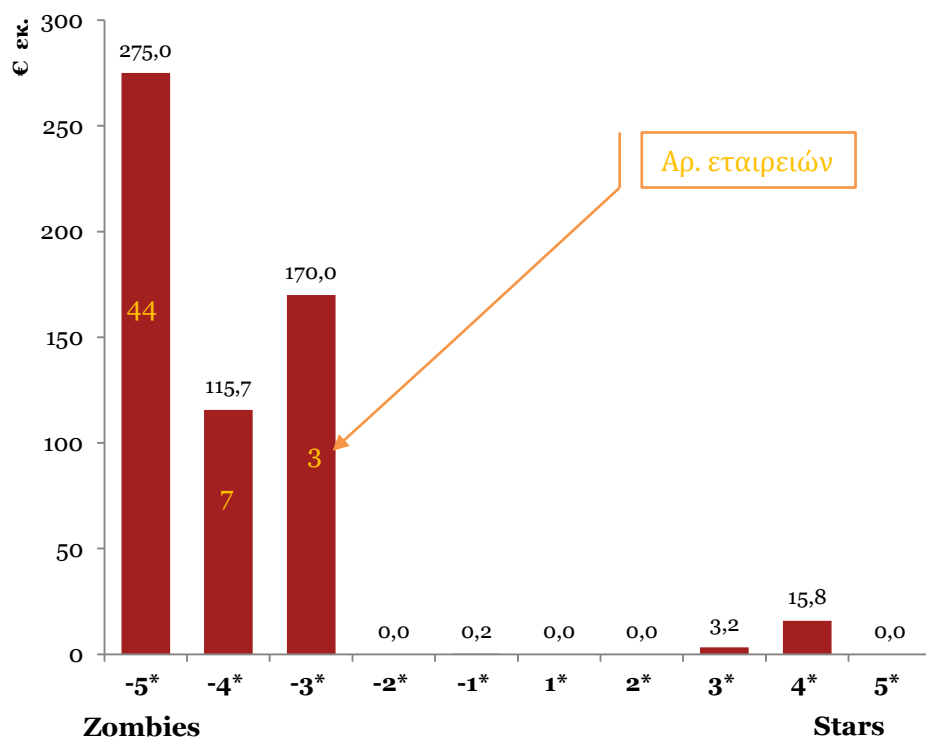
- 223 απ' τις 531 ξενοδοχειακές εταιρείες με μία ξενοδοχειακή μονάδα (42%) χαρακτηρίζονται ως Zombie, ενώ το 35% και 23% είναι Star και Grey αντίστοιχα
- Εταιρείες με 3, 6 και 9 ξενοδοχεία είναι γενικά Stars

- Η λειτουργική κερδοφορία είναι κατά μέσο όρο η ίδια μεταξύ του αριθμού ξενοδοχείων ανά εταιρεία
- Η Απόδοση Επενδυμένων Κεφαλαίων και η Απόδοση Απασχολούμενων Κεφαλαίων τείνουν να αυξάνονται με τον αριθμό των ξενοδοχείων σε μια Ομάδα, ωστόσο τα μεγέθη του δείγματος είναι πολύ μικρά για επιβεβαίωση

Για την αναχρηματοδότηση του ξενοδοχειακού κλάδου, σε έναν εύλογο χρονικό ορίζοντα, οι τράπεζες θα πρέπει να...

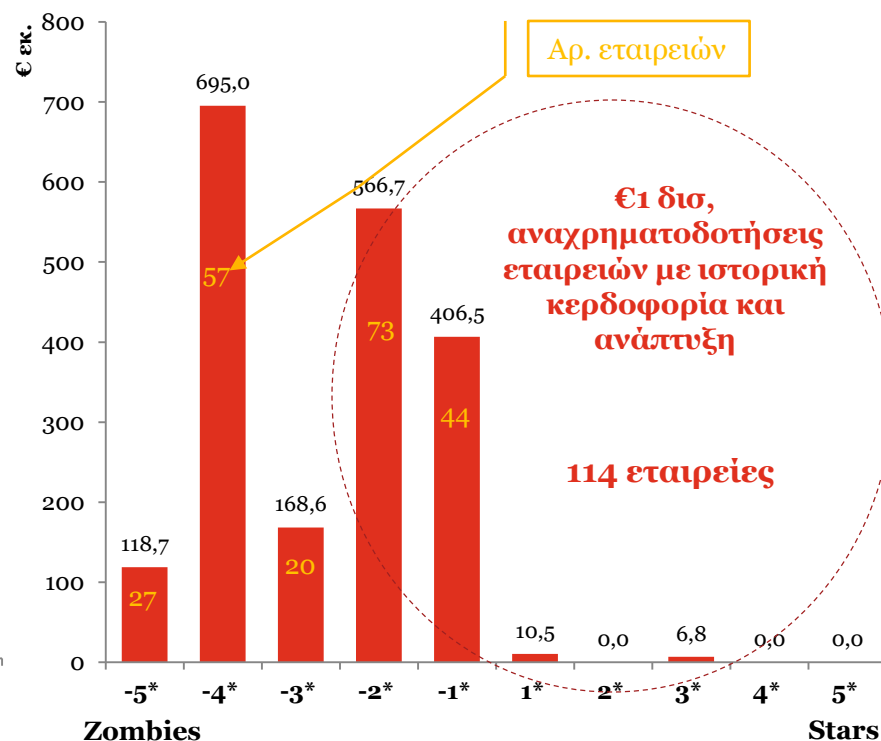
...διαγράφουν ή αναδιαρθρώσουν περίπου **€0,6 δισ.** (12% των δανείων του δείγματος) για να απελευθερωθούν περιουσιακά στοιχεία κυρίως από τα Zombies

Παγιδευμένα Δάνεια
57 εταιρείες



...αναδιαρθρώσουν/αναχρηματοδοτήσουν περίπου **€2 δισ.** (41% των δανείων του δείγματος) για να επανέλθει η συμβατότητα με την λειτουργική κερδοφορία

Αναχρηματοδοτούμενα Δάνεια
238 εταιρείες



Συμπεράσματα

- Συνολικά, ο ξενοδοχειακός κλάδος έχει διατηρήσει και οριακά βελτιώσει την ανταγωνιστικότητα του κατά την διάρκεια της κρίσης
- Πάνω από το ένα τρίτο των ξενοδοχείων είναι πραγματικά ανταγωνιστικό στις ομάδες Star
- Ένα μικρό ποσοστό (12%) των εταιρειών είναι Zombies, με παγιδευμένο χρέος περίπου στα € 600 εκ.
- Η τυπική ξενοδοχειακή επιχείρηση είναι μικρή, με τις ανταγωνιστικές εταιρείες να είναι γενικότερα μικρότερες από τις μη ανταγωνιστικές
- Τα ξενοδοχεία Zombie τείνουν να είναι μεγαλύτερα και λιγότερο παραγωγικά από τα ξενοδοχεία Star κατηγορίας 4* και 5*
- Οι ξενοδοχειακές εταιρείες εμφανίζονται υπερ-επενδυμένες, όπως κατεβαίνουμε στην κλίμακα ανταγωνιστικότητας, ωστόσο έχουν γενικά ικανοποιητικές κεφαλαιακές δομές
- Οι ξενοδοχειακές ομάδες είναι κατά μέσο όρο όσο ανταγωνιστικές είναι οι μεμονωμένες ξενοδοχειακές μονάδες
- Περίπου 240 ξενοδοχειακές εταιρίες χρειάζονται να αναχρηματοδοτήσουν περίπου €2 δισ. του δανεισμού τους, με τις 114 από αυτές, που αντιπροσωπεύουν το €1 δισ., να παρουσιάζουν ιστορική ανάπτυξη και κερδοφορία. Γύρω στα €600 εκ. δανείων είναι παγιδευμένα

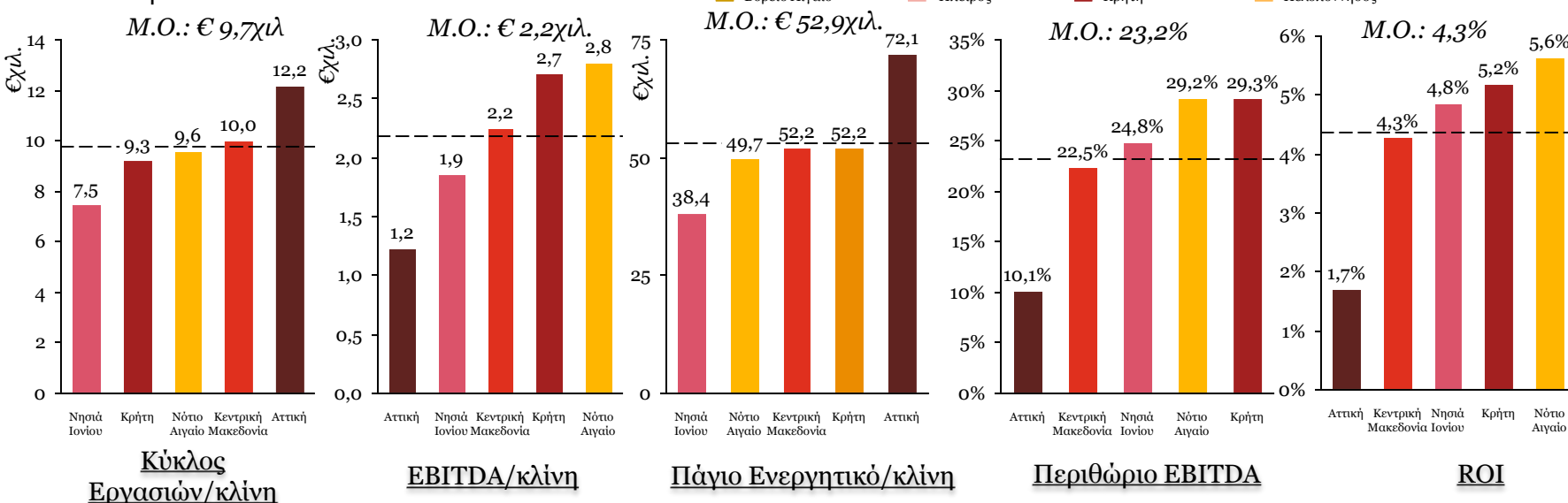
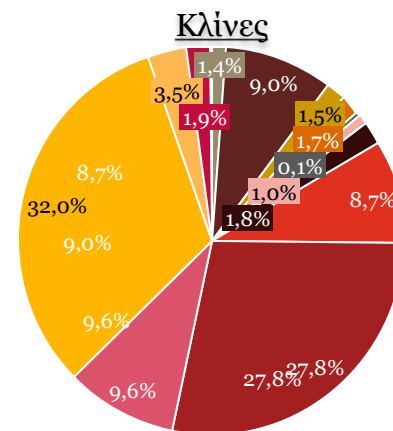
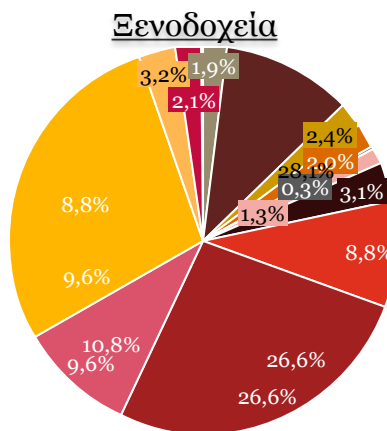
Οδηγός Οικονομικής Απόδοσης Ξενοδοχείων

Προορισμός, κατηγορία, μέγεθος μονάδας και ποιότητα διοίκησης καθορίζουν τα οικονομικά μεγέθη των ξενοδοχείων

- Τα οικονομικά μεγέθη των ξενοδοχείων εξαρτώνται κυρίως από τρεις μεταβλητές:
 - **προορισμό**
 - **τάξη/κατηγορία αστεριών**
 - **μέγεθος μονάδας**
- Η ποιότητα της διοίκησης επίσης επηρεάζει την απόδοση, η οποία αντανακλάται στην συνολική ανταγωνιστικότητα
- Ο προορισμός, ή η τοποθεσία σε πιο λεπτομερές επίπεδο, επηρεάζουν τις τιμές των δωματίων, τη μέση πληρότητα ως ένα βαθμό, το κόστος κεφαλαίου λόγω των τιμών γης στη συγκεκριμένη της γεωγραφική περιοχή
- Η κατηγορία καθορίζει κυρίως τις μέσες τιμές δωματίων, καθώς και το κεφάλαιο που απαιτείται για την κατασκευή
- Το μέγεθος της ξενοδοχειακής μονάδας επηρεάζει το λειτουργικό κόστος και το μέρος των εσόδων που δεν αφορά τα δωμάτια
- Υπάρχει μια σημαντική διάκριση στην οικονομική απόδοση μεταξύ της λειτουργικής κερδοφορίας (περιθώριο EBITDA) και της απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων (ROI)

Πέντε προορισμοί συγκεντρώνουν το 84% της συνολικής δυναμικότητας

- Η Κεντρική Μακεδονία, η Κρήτη, τα νησιά του Ιονίου, το Νότιο Αιγαίο και η Αττική συγκεντρώνουν το **84%** των ξενοδοχείων, το **91%** του κύκλου εργασιών, το **95%** του EBITDA, το **86%** του πάγιου ενεργητικού και το **88%** του καθαρού δανεισμού
- Δύο προορισμοί, η Κρήτη και το Νότιο Αιγαίο, κατέχουν περισσότερο από το **40%** της συνολικής χωρητικότητας
- Το μέσο περιθώριο EBITDA είναι γύρω στο **23%**, με την Αττική να υστερεί
- Η μέση απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων είναι αρκετά ισχυρή περίπου στο **5%**, με εξαίρεση την Αττική



Κύκλος
Εργασιών/κλίνη

EBITDA/κλίνη

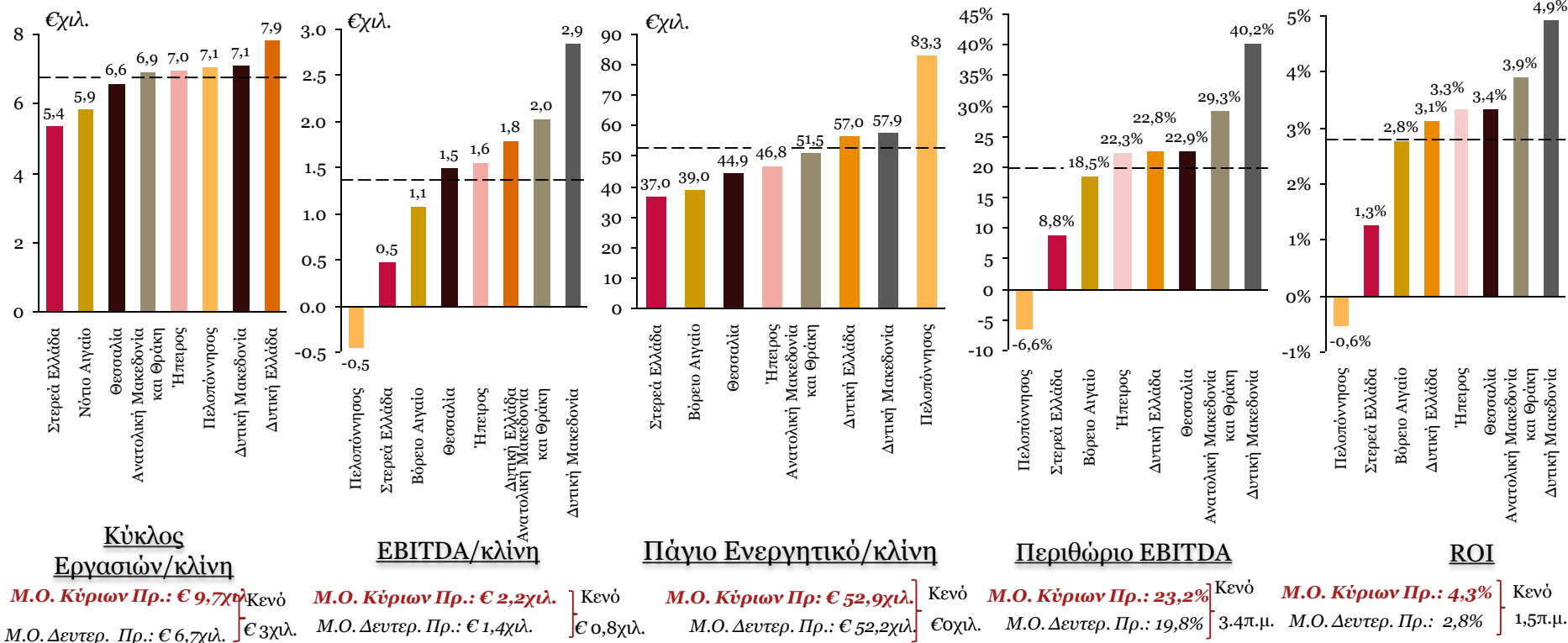
Πάγιο Ενεργητικό/κλίνη

Περιθώριο EBITDA

ROI

Οι δευτερεύοντες προορισμοί παρουσιάζουν χαμηλότερη απόδοση

- **Οκτώ προορισμοί** (Ανατολική Μακεδονία και Θράκη, Βόρειο Αιγαίο, Δυτική Ελλάδα, Δυτική Μακεδονία, Ήπειρος, Πελοπόννησος και Στερεά Ελλάδα) έχουν λιγότερα από 35 ξενοδοχεία ο καθένας και στο σύνολο συγκεντρώνουν λιγότερο από 15% των συνολικών κλινών
- Ο κύκλος εργασιών και το EBITDA ανά κλίνη διαμορφώνονται για τους δευτερεύοντες προορισμούς κατά μέσο όρο στο 31%, 36% κάτω από τα αντίστοιχα των κύριων προορισμών, ενώ το Πάγιο Ενεργητικό παραμένει περίπου στα ίδια επίπεδα
- Το μέσο περιθώριο EBITDA και η Απόδοση Επενδύσεων παρουσιάζουν κάποια διακύμανση μεταξύ των δευτερευόντων προορισμών και είναι κατά μέσο όρο 3,5 π.μ. και 1,5 π.μ. αντίστοιχα χαμηλότερα από τους κύριους προορισμούς
- Οι κύριοι προορισμοί τείνουν να εξυπηρετούνται από μεγαλύτερα 5* και 4* ξενοδοχεία, καθώς και μικρά 4* και 3* ξενοδοχεία σε σύγκριση με τους δευτερεύοντες προορισμούς

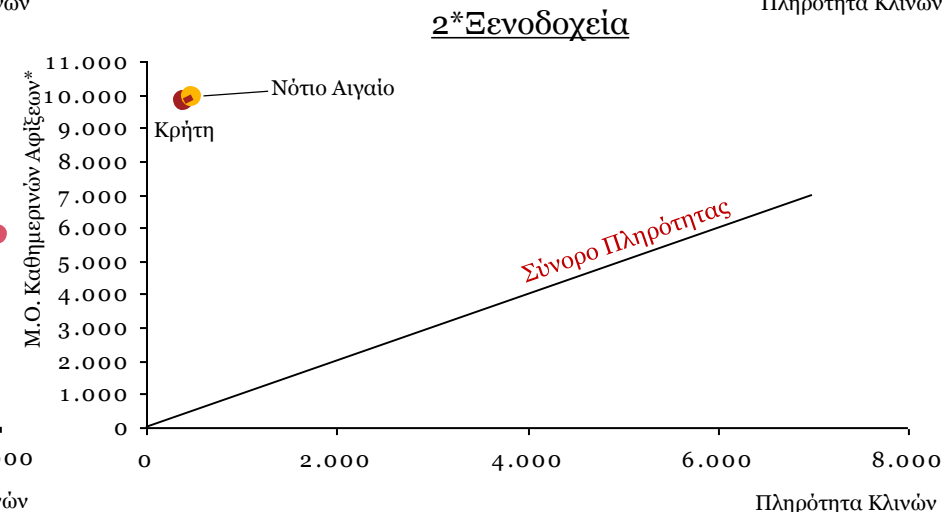
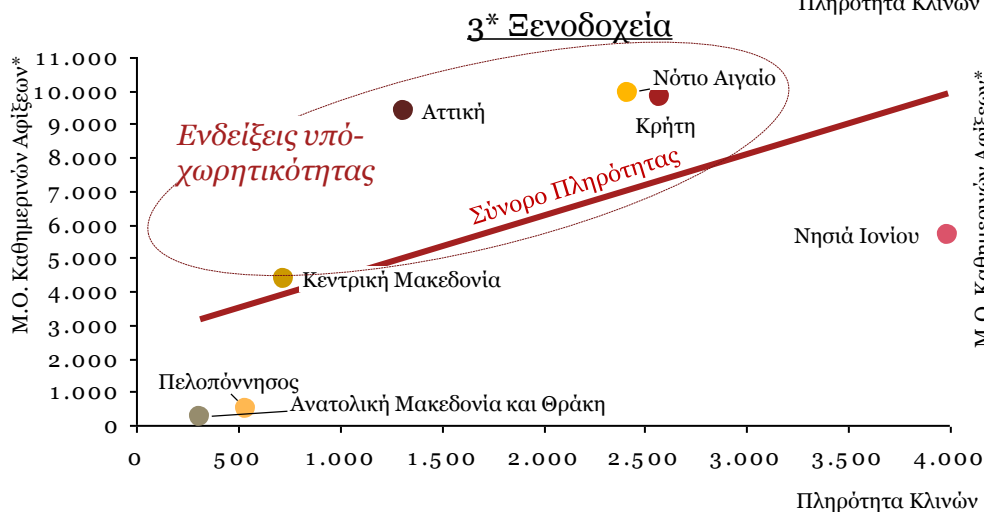
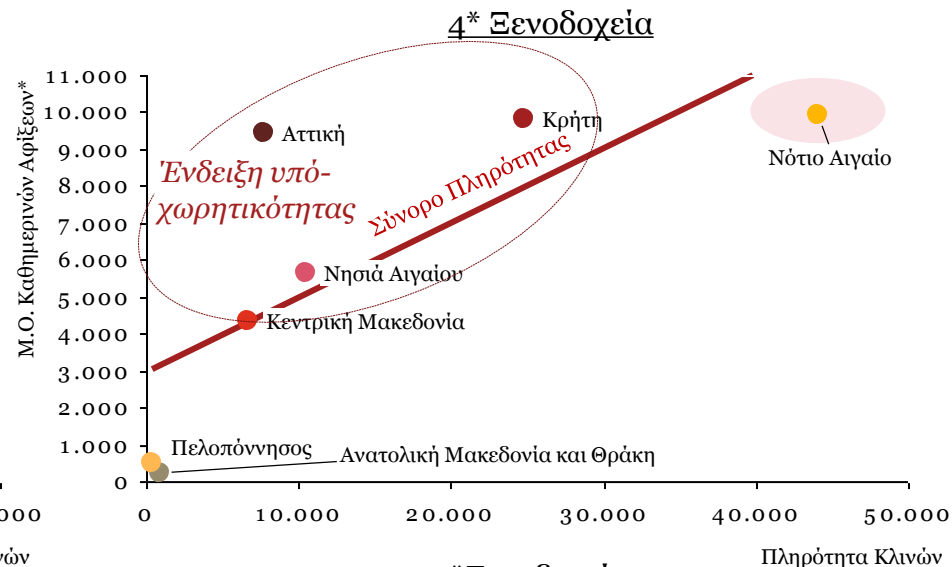
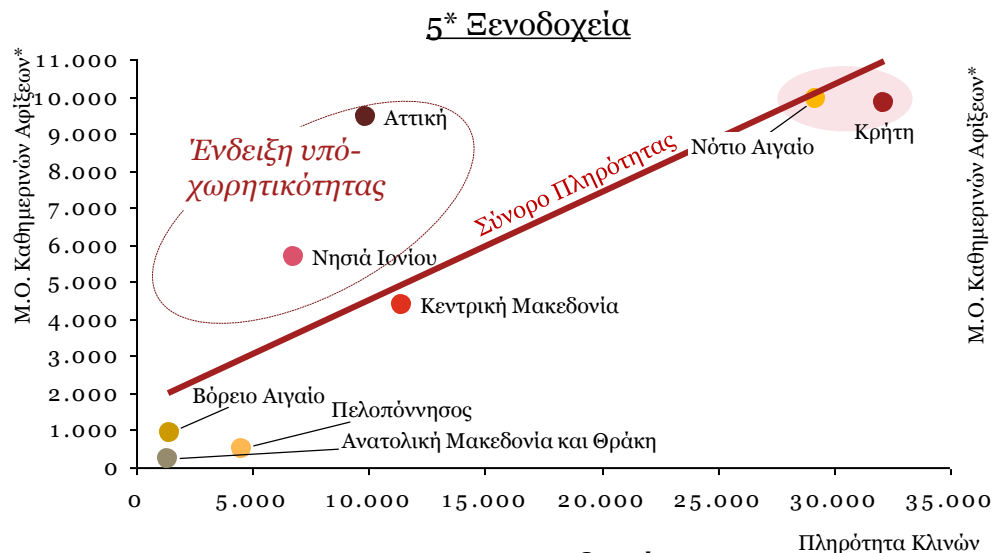


Στρατηγικές Ανάπτυξης του Τουριστικού κλάδου στην Ελλάδα

Τα Zombies τείνουν να είναι σχετικά περισσότερα σε δευτερεύοντες προορισμούς, με αξιοσημείωτη εξαίρεση την Αττική

Προορισμός	% Zombies	% Grey	% Stars
Νότιο Αιγαίο	26%	30%	44%
Κρήτη	27%	22%	51%
Αττική	60%	20%	19%
Νησιά Ιονίου	29%	20%	51%
Κεντρική Μακεδονία	55%	18%	27%
Πελοπόννησος	61%	28%	11%
Θεσσαλία	57%	10%	33%
Βόρειο Αιγαίο	47%	33%	20%
Στερεά Ελλάδα	75%	17%	8%
Δυτική Ελλάδα	64%	14%	21%
Ανατολική Μακεδονία και Θράκη	53%	26%	21%
Ήπειρος	60%	10%	30%
Δυτική Μακεδονία	50%	25%	25%
Σύνολο	41%	23%	36%

Υπάρχουν ενδείξεις έλλειψης δυναμικότητας στους κύριους προορισμούς



Στρατηγικές Ανάπτυξης του Τουριστικού κλάδου στην Ελλάδα

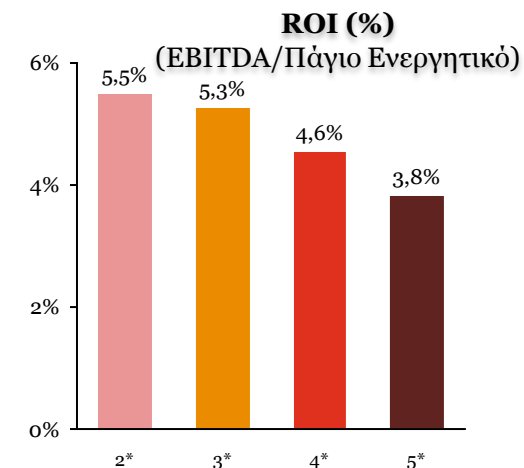
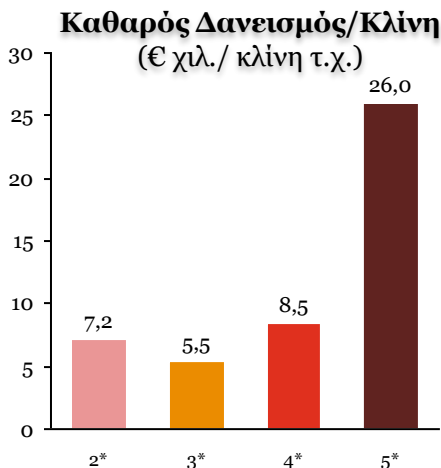
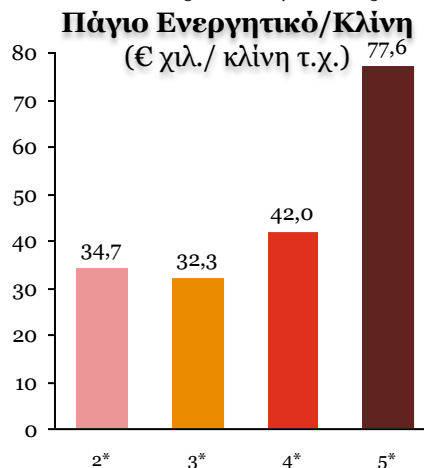
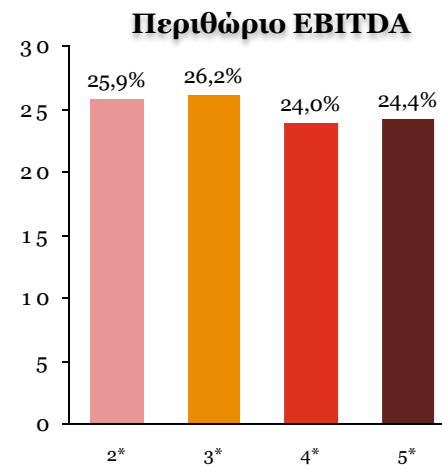
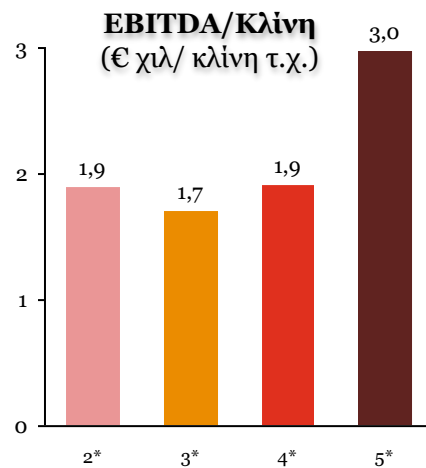
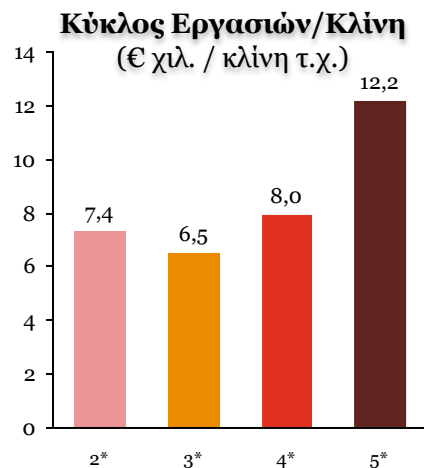
PwC

Φεβρουάριος 2016

Σελίδα 19

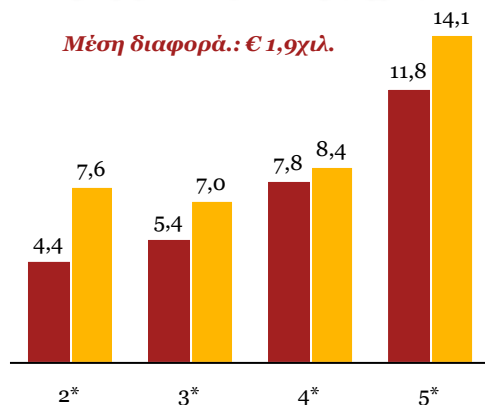
*Ο Μ.Ο. (μέσος όρος) Καθημερινών Αφίξεων ανταποκρίνονται στον απλό Μ.Ο. των συνολικών καθημερινών Αφίξεων

Η απόδοση και τα λειτουργικά χαρακτηριστικά διαφέρουν ανά κατηγορία, με τα ξενοδοχεία υψηλής κατηγορίας να υπο-αποδίδουν σε σχέση με τα ξενοδοχεία κατώτερης κατηγορίας σε όρους απόδοσης κεφαλαίων

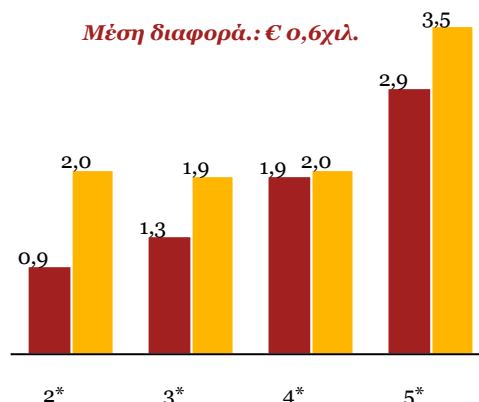


Τα ξενοδοχεία των 300-κλινών, φαίνονται να αποδίδουν οριακά καλύτερα σε όρους λειτουργικής κερδοφορίας από τα ξενοδοχεία 300+ κλινών, ωστόσο παρουσιάζουν πολύ μικρή διαφορά στην απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων

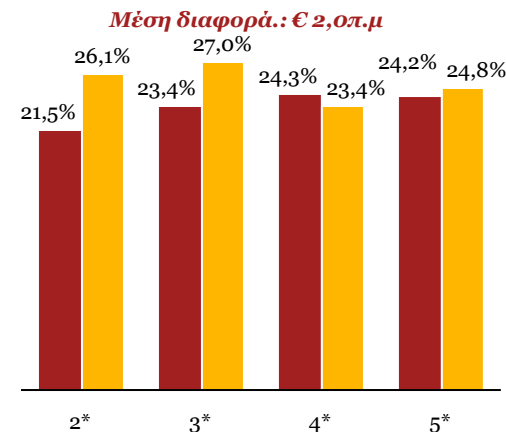
Κύκλος Εργασιών/Κλίνη (€χιλ.)



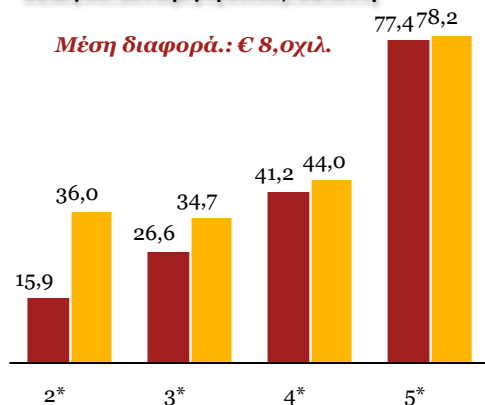
EBITDA/Κλίνη (€χιλ.)



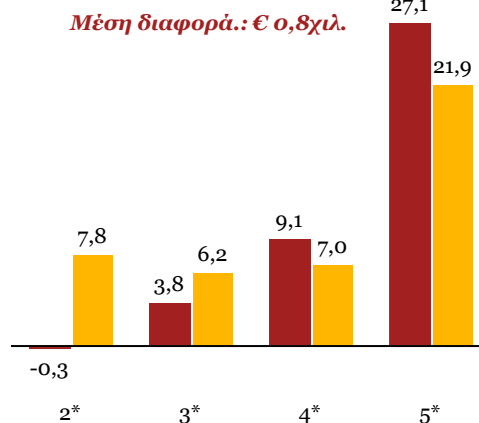
Περιθώριο EBITDA



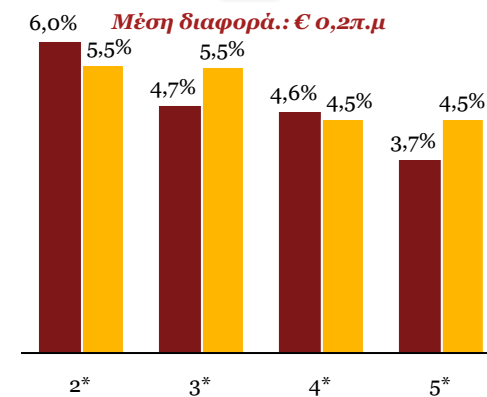
Πάγιο Ενεργητικό/Κλίνη



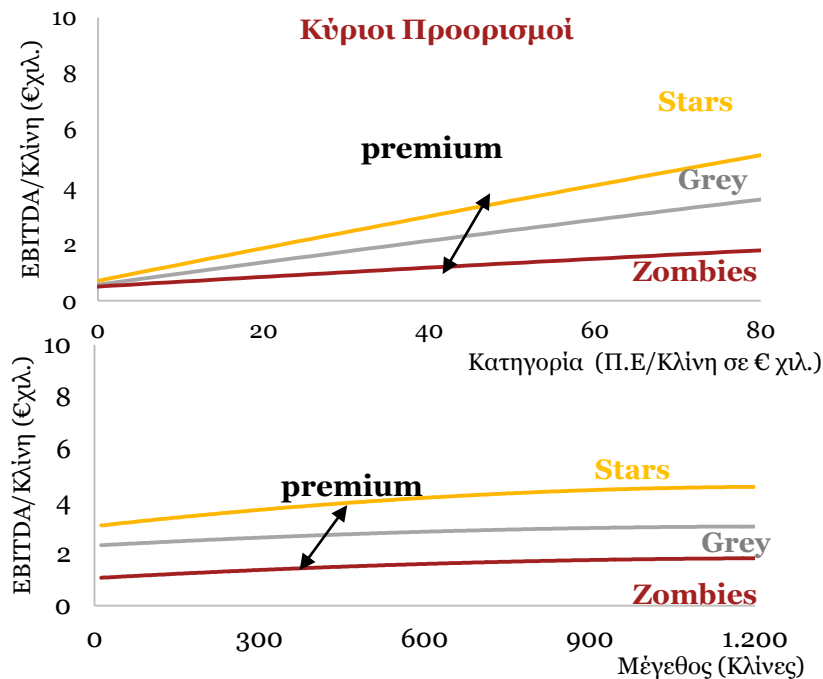
Καθαρός Δανεισμός/Κλίνη



ROI



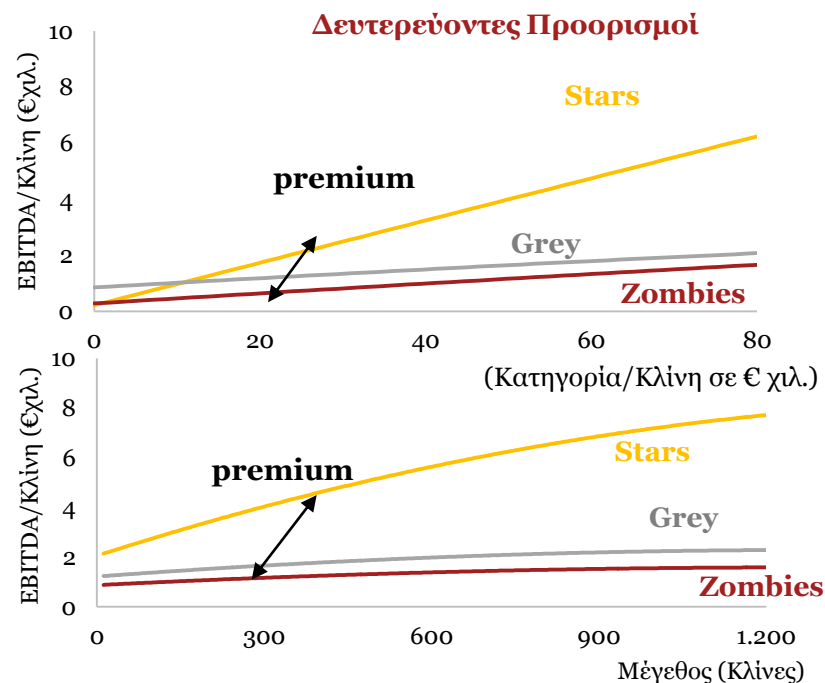
Κατά κύριο λόγο η κατηγορία και δευτερευόντως το μέγεθος της μονάδας καθορίζουν την κερδοφορία σε κάθε προορισμό με σημαντική απόσταση μεταξύ κύριων και δευτερευόντων προορισμών



$$\ln(\text{EBITDA}/\text{Κλίνη}) = -1,72 + 0,11 \ln(\text{Έσοδα}) + 0,77 \ln(\text{Παγ. Ενεργ.}/\text{Κλίνη})$$

$$\ln(\text{EBITDA}/\text{Κλίνη}) = -1,16 + 0,07 \ln(\text{Έσοδα}) + 0,73 \ln(\text{Παγ. Ενεργ.}/\text{Κλίνη})$$

$$\ln(\text{EBITDA}/\text{Κλίνη}) = -1,27 + 0,15 \ln(\text{Έσοδα}) + 0,58 \ln(\text{Παγ. Ενεργ.}/\text{Κλίνη})$$



$$\ln(\text{EBITDA}/\text{Κλίνη}) = -7,40 + 0,37 \ln(\text{Έσοδα}) + 0,95 \ln(\text{Παγ. Ενεργ.}/\text{Κλίνη})$$

$$\ln(\text{EBITDA}/\text{Κλίνη}) = 0,18 \ln(\text{Έσοδα}) + 0,44 \ln(\text{Παγ. Ενεργ.}/\text{Κλίνη})$$

$$\ln(\text{EBITDA}/\text{Κλίνη}) = -3,32 + 0,18 \ln(\text{Έσοδα}) + 0,72 \ln(\text{Παγ. Ενεργ.}/\text{Κλίνη})$$

- Η απόδοση των Star, Grey και Zombie ξενοδοχείων οδηγείται σε γενικά πλαίσια από τις ίδιες μεταβλητές, αλλά υπάρχουν συστηματικές διαφορές
- Το EBITDA/Κλίνη στους κύριους προορισμούς εξαρτάται σημαντικά από την κατηγορία και κατά δεύτερο λόγο από το μέγεθος, με αξιοσημείωτες διαφορές ανάμεσα στους κύριους και δευτερεύοντες προορισμούς
- Τα ξενοδοχεία Star στους δευτερεύοντες προορισμούς αποδίδουν σημαντικά καλύτερα απ' όλα τα άλλα
- Η απόδοση των Grey ξενοδοχείων στους δευτερεύοντες προορισμούς είναι συγκρίσιμη με αυτή των Zombie ξενοδοχείων
- Γενικά, η πρόσθετη επένδυση για την αναβάθμιση ή η επέκταση ενός ξενοδοχείου αμείβονται με μειούμενες αυξήσεις στο EBITDA/κλίνη

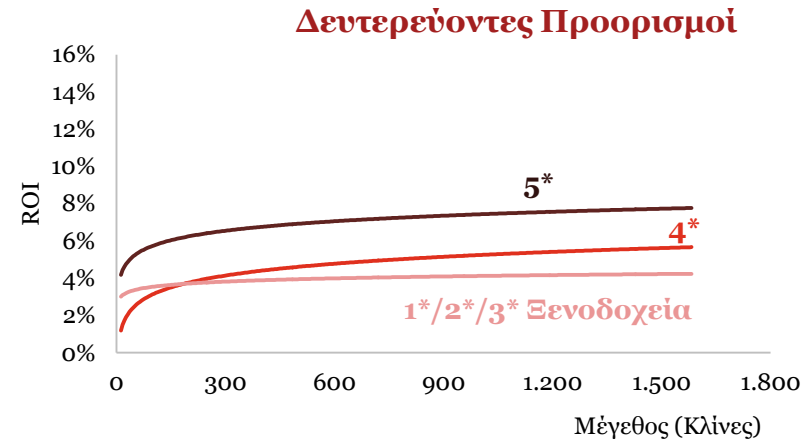
Διαφορετικοί τύποι ξενοδοχείων, που εξαρτώνται από το μέγεθος της μονάδας και την κατηγορία, αναδεικνύονται ως πιο κερδοφόροι σε όρους απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων



$$\ln(\text{ROI}) = 0,11 \ln(\text{Έσοδα}) - 0,42 \ln(\text{Παγ. Ενεργ./Κλίνη})$$

$$\ln(\text{ROI}) = -2,18 + 0,15 \ln(\text{Έσοδα}) - 0,29 \ln(\text{Παγ. Ενεργ./Κλίνη})$$

$$\ln(\text{ROI}) = -1,08 + 0,09 \ln(\text{Έσοδα}) - 0,29 \ln(\text{Παγ. Ενεργ./Κλίνη})$$



$$\ln(\text{ROI}) = 3,12 + 0,15 \ln(\text{Έσοδα}) - 0,77 \ln(\text{Παγ. Ενεργ./Κλίνη})$$

$$\ln(\text{ROI}) = -2,84 + 0,27 \ln(\text{Έσοδα}) - 0,41 \ln(\text{Παγ. Ενεργ./Κλίνη})$$

$$\ln(\text{ROI}) = -4,50 + 0,07 \ln(\text{Έσοδα}) - 0,02 \ln(\text{Παγ. Ενεργ./Κλίνη})$$

- Οι διαφορές στις αποδόσεις είναι μεγαλύτερες στους δευτερεύοντες απ' ότι στους κύριους προορισμούς
- Στους κύριους προορισμούς, τα ξενοδοχεία 5* και αυτά των κατηγοριών 1*/2*/3* παρουσιάζουν αντίστοιχη απόδοση, ενώ τα ξενοδοχεία 4* περίπου 2 ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερη
- Εντός της ομάδας των δευτερευόντων προορισμών, τα ξενοδοχεία 5* έχουν την υψηλότερη απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων, συγκρίσιμη με αυτήν των ξενοδοχείων σε κύριους προορισμούς. Μεταξύ των υπολοίπων κατηγοριών, τα ξενοδοχεία 1*/2*/3* αποδίδουν καλύτερα σε κλίμακα μικρότερη των 200 κλινών, με τα ξενοδοχεία 4* να πετυχαίνουν καλύτερη απόδοση σε μεγαλύτερα μεγέθη

Συμπεράσματα

- Προορισμός, κατηγορία, μέγεθος μονάδας και ποιότητα διοίκησης καθορίζουν τα οικονομικά μεγέθη των ξενοδοχείων
- Πέντε προορισμοί συγκεντρώνουν το 84% της συνολικής δυναμικότητας
- Οι δευτερεύοντες προορισμοί, που καλύπτουν το 16% της δυναμικότητας, παρουσιάζουν χαμηλότερη απόδοση από τους κύριους προορισμούς
- Τα Zombies τείνουν να είναι σχετικά περισσότερα σε δευτερεύοντες προορισμούς, με αξιοσημείωτη εξαίρεση την Αττική
- Υπάρχουν ενδείξεις έλλειψης δυναμικότητας στους κύριους προορισμούς
- Η απόδοση και τα λειτουργικά χαρακτηριστικά διαφέρουν ανά κατηγορία αστεριών, με τα ξενοδοχεία υψηλών κατηγοριών να υπο-αποδίδουν σε σχέση με τα ξενοδοχεία κατώτερων κατηγοριών σε όρους απόδοσης κεφαλαίου
- Τα ξενοδοχεία των 300-κλινών, φαίνονται να αποδίδουν οριακά καλύτερα σε όρους λειτουργικής κερδοφορίας από τα ξενοδοχεία 300+ κλινών, ωστόσο παρουσιάζουν πολύ μικρή διαφορά στην απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων
- Κατά κύριο λόγο, η κατηγορία και δευτερευόντως το μέγεθος της μονάδας καθορίζουν την κερδοφορία σε κάθε προορισμό με σημαντική απόσταση μεταξύ κύριων και δευτερευόντων προορισμών
- Διαφορετικοί τύποι ξενοδοχείων, που εξαρτώνται από το μέγεθος της μονάδας και τις κατηγορίες, αναδεικνύονται ως πιο κερδοφόροι σε όρους απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων

Επενδυτικές Στρατηγικές

Το επενδυτικό πλαίσιο

- Ο τουρισμός αναπτύσσεται συνεχώς από το 2011 και σε γενικές γραμμές δεν οδηγείται από το ελληνικό ΑΕΠ
- Οι συνθήκες που επικρατούν στην Μέση Ανατολή, Τουρκία και Βόρεια Αφρική, καθώς και η βελτιωμένη σχετικά με εκείνους ανταγωνιστικότητα του ελληνικού τουριστικού κλάδου, υποστηρίζουν την υπόθεση της συνεχιζόμενης ανάπτυξης
- Η αύξηση των τουριστικών αφίξεων θα μπορούσε να ανακοπεί μόνο με μία παγκόσμια ή Ευρωπαϊκή ύφεση ή με σημαντικά πολιτικά γεγονότα στην Ελλάδα
- Υπάρχουν 754 ξενοδοχειακές εταιρείες, 1.129 ξενοδοχεία με κύκλο εργασιών περισσότερο από €1εκ. ετησίως· μόνο 367 από τα ξενοδοχεία έχουν 300+ κλίνες, ενώ λιγότερα από 60 είναι παγιδευμένα Zombies
- Τα οικονομικά μεγέθη των ξενοδοχείων επηρεάζονται από τον **προορισμό**, την **κατηγορία**, το **μέγεθος της μονάδας και την ποιότητα της διοίκησης**
- Υπάρχουν περίπου 240 ξενοδοχειακές εταιρείες Zombie σε αρκετά καλή κατάσταση, με €2 δισ. υπερβάλλοντος αλλά αναχρηματοδοτούμενου δανεισμού
- Περίπου €1,6 δισ. για επένδυσεις, βελτίωσης των τουριστικών υποδομών έχουν προγραμματιστεί ως το 2022
- Ελάχιστη είναι η ορατή δραστηριότητα εξαγορών και συγχωνεύσεων στον τουριστικό κλάδο τα τελευταία χρόνια, με πολύ λίγες συναλλαγές και μόνο μία σημαντική συναλλαγή πρόσφατα

Υπάρχουν τουλάχιστον 225 ξενοδοχεία στην αγορά, με ζητούμενες τιμές ανά κλίνη, σημαντικά υψηλότερες σε σχέση με την εκτιμώμενη αξία κεφαλαίου ανά κλίνη

Προορισμοί	Αρ. Ξεν/χειών	Τιμή Ζήτησης (€ χιλ.)	Μέση Τιμή Ζήτησης (€ χιλ./ξεν.)	Κλίνες	Κλίνες/ Ξεν.	Μέση Τιμή Ζήτησης Τιμή/Κλίνη (€ χιλ.)	Μέση Τιμή Εκτιμώμενων Ιδίων Κεφαλαίων (€ χιλ.)	Εκτιμώμενη Αξία Ιδίων Κεφαλαίων/κλίνη (% Τιμή Ζήτησης/ κλίνη)
Νότιο Αιγαίο	49	282.420	5.764	5.992	122	47,1	27,8	58,9%
Κρήτη	24	479.150	19.965	9.122	380	52,5	27,0	51,3%
Νησιά Ιονίου	35	337.050	9.630	9.382	268	35,9	18,4	51,3%
Κεντρική Μακεδονία	26	273.950	10.537	6.607	254	41,5	23,0	55,5%
Αττική	42	327.920	7.808	6.371	152	51,5	16,5	32,1%
Υποσύνολο κύριων προορισμών	176	1.700.490	9.662	37.474	213	45,4	24,8	54,8%
Δυτική Ελλάδα	3	15.000	5.000	518	173	29,0	18,4	63,5%
Δυτική Μακεδονία	1	1.800	1.800	100	100	18,0	27,8	15,6%
Ηπειρος	2	4.000	2.000	189	95	21,2	16,0	75,5%
Θεσσαλία	4	21.200	5.300	486	121	43,6	15,6	35,8%
Πελοπόννησος	16	92.200	5.763	3.718	232	24,8	5,8	23,5%
Στερεά Ελλάδα	23	198.280	8.621	6.955	302	28,5	6,8	23,9%
Υποσύνολο δευτερευόντων προορισμών	49	332.480	6.785	11.966	244	27,8	11,21	40,3%
Σύνολο	225	2.032.970	9.035	49.440	220	41,1	23,21	56,4%

Πηγή: PwC έρευνα

- Τα ξενοδοχεία σε προσφορά συγκεντρώνονται στην πλειονότητά τους σε κύριους προορισμούς (78%)
- Αφορούν μικρές μονάδες, με 220 κλίνες κατά μέσο όρο, με μέση ζητούμενη τιμή €45χιλ./κλίνη για τους κύριους προορισμούς ή €28χιλ./κλίνη για τους δευτερεύοντες προορισμούς
- Οι ζητούμενες τιμές ανά κλίνη στους κύριους προορισμούς είναι κατά 63% υψηλότερες σε σύγκριση με τους δευτερεύοντες προορισμούς
- Η εκτιμώμενη αξία των ιδίων κεφαλαίων για ξενοδοχεία ανεξαρτήτως προορισμού είναι μεταξύ 45% χαμηλότερη από την μέση τιμή ζήτησης, με την διαφορά να είναι εντονότερη (60%) στους δευτερεύοντες προορισμούς

Υπάρχουν μόλις τρεις στρατηγικές επένδυσης (1/2)

- **Στρατηγική Α: Αύξηση δυναμικότητας στους κύριους προορισμούς υπό τη μορφή εξαγοράς ξενοδοχείων με άμεση πιθανότητα επέκτασης (έως και 605 ξενοδοχεία)**
 - η δυναμικότητα σε συγκεκριμένες περιοχές των πέντε κύριων προορισμών είναι μικρότερη από την πιθανή ζήτηση
 - για να ανταπεξέλθουν στην αυξανόμενη τουριστική ροή, τα ξενοδοχεία χρειάζεται να επεκταθούν και πιθανώς να είναι αναγκαία η δημιουργία νέων ξενοδοχειακών μονάδων σε συγκεκριμένες περιοχές
 - αν οι νέες μονάδες συνδυαστούν με τις ήδη υπάρχουσες, τα οικονομικά μεγέθη βελτιώνονται σημαντικά
 - επενδύσεις για την αναβάθμιση και την ανακαίνιση των ξενοδοχειακών μονάδων είναι επίσης απαραίτητες εξαιτίας χρόνιων υπο-επενδύσεων
 - η βελτίωση της κερδοφορίας με την αύξηση χωρητικότητας τείνει να είναι μεγαλύτερη για τα ξενοδοχεία Star
 - η τυπική αξία για ξενοδοχεία κατάλληλα για επέκταση εκτιμάται μεταξύ €46χιλ. και €23χιλ. ανά κλίνη
- **Στρατηγική Β: Εξαγορά και αναβάθμιση ξενοδοχειακών μονάδων στην επόμενη κατηγορία (έως και 476 ξενοδοχεία)**
 - η αναβάθμιση στην επόμενη κατηγορία θα αυξήσει την κερδοφορία ανά δωμάτιο, ένατι της απαραίτητης επένδυσης και του υψηλότερου λειτουργικού κόστους
 - η αναβάθμιση αυξάνει ταυτόχρονα την λειτουργική κερδοφορία και την απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων
 - η βελτίωση της κερδοφορίας τείνει να είναι μεγαλύτερη για τα Star ξενοδοχεία
 - η τυπική αξία ανά ξενοδοχείο κατάλληλο για αναβάθμιση εκτιμάται μεταξύ €37χιλ. και €24χιλ. ανά κλίνη

Star/ Grey
5* - 4* - 3*/2*/1*

Ομάδα	Προσθήκη Χωρητικότητας		
	Πολ/στές Αξίας (x)		
	5*	4*	3*/2*/1*
Star	1,6	1,7	1,6
Grey	1,6	1,5	1,6

Έως και 605 ξενοδοχεία, σε κύριους προορισμούς

Star/ Grey
4* - 3*/2*/1*

Ομάδα	Αναβάθμιση	
	Πολ/στές Αξίας (x)	
	4*-->5*	3*-->4*
Star	1,6	1,2
Grey	1,4	1,1

476 ξενοδοχεία σε κύριους προορισμούς

Υπάρχουν μόλις τρεις στρατηγικές επένδυσης (2/2)

- **Στρατηγική Γ: Ανάπτυξη δευτερευόντων προορισμών υπό τη μορφή εξαγοράς αριθμού ξενοδοχείων στον ίδιο προορισμό (57 ξενοδοχεία στο σύνολο)**
 - σε δευτερεύουσες περιοχές, τα ξενοδοχεία τείνουν να υπο-αποδίδουν
 - η εξαγορά ξενοδοχείων σε δευτερευόντων προορισμών σε συνδυασμό με επιθετικό μάρκετινγκ θα βελτιώσουν τα λειτουργικά οικονομικά μεγέθη τους
 - τα ξενοδοχεία προς εξαγορά μπορεί να είναι Stars ή Greys, και περιστασιακά Zombies, στις κατηγορίες 5* και 4*
 - η ανάπτυξη ενός νέου προορισμού θα μπορούσε να αποδειχτεί ακριβή και ίσως χρειαστεί η συνδρομή της πολιτείας για την αναβάθμιση των υποδομών αλλά και οικονομική συνδρομή στο μάρκετινγκ
 - Οι καταλληλότεροι δευτερεύοντες προορισμοί για αυτήν τη στρατηγική είναι η Ανατολική Μακεδονία και Θράκη, η Ήπειρος και η Δυτική Ελλάδα
 - υπάρχουν περίπου 20 ξενοδοχεία σε δευτερεύοντες προορισμούς που θα μπορούσαν να αποκτηθούν φθηνότερα από το κόστος της επένδυσής τους
 - η τυπική αξία ανά ξενοδοχείο αναμένεται να κυμανθεί μεταξύ €70χιλ. και €12χιλ. ανά κλίνη
- **Η εξαγορά Zombie είναι μια αμφίβολη στρατηγική (μόνο 54 ξενοδοχεία).**
 - Το κόστος εξαγοράς, συν το κόστος αναβάθμισης, αλλά και το κόστος επανατοποθέτησης και μάρκετινγκ μπορεί να αποδειχτούν μεγαλύτερα, μικρότερα ή ίσα με την αξία της αγοράς, καθιστώντας την διαδικασία αβέβαιη

Star/ Grey
5* - 4* - 3*/2*/1*

Ανάπτυξη δευτερευόντων προορισμών			
Ομάδα	Πολ/στές Αξίας (x)		
	5*	4*	3*/2*/1*
Star	3,7	2,0	1,6
Grey	1,8	1,8	1,5

Εως 57 ξενοδοχεία σε δευτερεύοντες προορισμούς

Συμπεράσματα

Ελληνικός ξενοδοχειακός κλάδος: Ο χώρος των ευκαιριών;

- Ο τουρισμός αυξάνεται συνεχώς από το 2011 και δεν καθοδηγείται σε γενικές γραμμές από το ελληνικό ΑΕΠ. Ο τουριστικός κλάδος είναι μέτρια ανταγωνιστικός
- Ο τουριστικός κλάδος είναι κατακερματισμένος με μικρής κλίμακας ξενοδοχειακές μονάδες και μικρές εταιρείες ξενοδοχείων
- Τα οικονομικά μεγέθη του τουριστικού κλάδου προσδιορίζονται από τον προορισμό, το μέγεθος της μονάδας και την κατηγορία και επηρεάζονται από την ποιότητα της διοίκησης
- Υπάρχουν τουλάχιστον 225 ξενοδοχεία την τρέχουσα περίοδο για προσφορά, με τις τιμές ζήτησης να είναι κατά μέσο όρο 77% υψηλότερες από την τυπική αξία κεφαλαίου για τον κλάδο των ξενοδοχείων. Ωστόσο, πολύ λίγες συναλλαγές μεταξύ ξενοδοχείων ολοκληρώνονται κάθε χρόνο
- Υπάρχουν τρεις στρατηγικές και μια στρατηγική αμφισβητήσιμης αξίας για τις επενδύσεις στον τουριστικό κλάδο:
 - **προσθήκη χωρητικότητας** στους κύριους προορισμούς μέσω αναξιοποίητων χώρων υποδομής
 - **αναβάθμιση ξενοδοχείων** στην επόμενη κατηγορία
 - **ανάπτυξη δευτερευόντων προορισμών** μέσω εξαγοράς ξενοδοχείων στις περιοχές αυτές
 - **η εξαγορά Zombie** είναι αμφίβολη στρατηγική, με μόνο ελάχιστες εξαιρέσεις
- Η πιο υποσχόμενη στρατηγική σε όρους πιθανής αξίας φαίνεται να είναι η **ανάπτυξη των δευτερευόντων προορισμών**, ακολουθούμενη από την αναβάθμιση των ξενοδοχείων και την προσθήκη χωρητικότητας
- Στο πλαίσιο αυτής της στρατηγικής, υπάρχουν στους κύριους προορισμούς 221 Star και 153 Grey ξενοδοχεία 5* και 4*, τα οποία μπορούν να ληφθούν υπόψιν για εξαγορά, σε όρους διεθνών EBITDA πολλαπλασιαστών
- Στους δευτερεύοντες προορισμούς, όπου η ιδιωτικοποίηση των 14 περιφερειακών αεροδρομίων μπορεί να προωθήσει την ζήτηση, υπάρχουν 57 ξενοδοχεία, 18 από τα οποία θα μπορούσαν να εξαγοραστούν σχετικά φθηνά σε σχέση με το κεφάλαιο που έχει ήδη επενδυθεί
- Η σημερινή δομή του τουριστικού κλάδου μαζί με την μέτρια ανταγωνιστικότητά του και τα περιορισμένα οικονομικά μεγέθη δεν διευκολύνουν τις συναλλαγές μεγάλης κλίμακας, και κατ' επέκταση την γρήγορη συγκέντρωσή του

Στην PwC, στόχος μας είναι η δημιουργία κλίματος εμπιστοσύνης στην κοινωνία και η επίλυση σημαντικών προβλημάτων. Είμαστε ένα δίκτυο εταιρειών σε 157 χώρες με περισσότερα από 208.000 στελέχη που δεσμεύονται να παραδίδουν ποιοτικό έργο στις ελεγκτικές, φορολογικές και συμβουλευτικές υπηρεσίες που αναλαμβάνουν. Έχουμε γραφεία στην Αθήνα και στη Θεσσαλονίκη και απασχολούμε περισσότερους από 900 εργαζόμενους. Πείτε μας τι έχει αξία για σας και μάθετε ακόμα περισσότερα στην ιστοσελίδα μας www.pwc.gr.

Η επωνυμία 'PwC' αναφέρεται στην εταιρεία μέλος του δικτύου στην Ελλάδα, και σε μερικές περιπτώσεις μπορεί να αναφέρεται στο δίκτυο των εταιρειών μελών της PwC. Κάθε εταιρεία μέλος αποτελεί μια ξεχωριστή νομική οντότητα. Για περισσότερες πληροφορίες, παρακαλούμε επισκεφθείτε το www.pwc.com/structure.

© 2016 PwC. Με επιφύλαξη όλων των νομίμων δικαιωμάτων

PwC