

www.pwc.com/gr

INSETE

Ινστιτούτο Συνδέσμου Ελληνικών Τουριστικών Επιχειρήσεων

*Μελέτη – Εμπειρογνωμοσύνη με τίτλο «Μελέτη
Διερεύνησης των Επιπτώσεων της Οικονομικής
Κρίσης στις Ελληνικές Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις»*

Υποέργο 8 - ΚΩΔΙΚΟΣ ΟΠΣ ΠΡΑΞΗΣ: MIS 485414

*Αναθέτουσα Αρχή
Ινστιτούτο Συνδέσμου Ελληνικών Τουριστικών Επιχειρήσεων
Ανάδοχος
PricewaterhouseCoopers Business Solutions A.E.*

Νοέμβριος 2015

pwc



Με τη συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Περιεχόμενα

Κεφάλαιο	Σελίδα
Σύνοψη	3
Ο τουρισμός στην Ελλάδα	7
Μεθοδολογία και ανάλυση δείγματος	15
Γεωγραφική κατανομή των ξενοδοχείων του δείγματος	28
Αναδιαρθρώνοντας το χρέος	31
Αναδιαρθρώνοντας τον κλάδο	37
Συμπεράσματα	43

Σύνοψη

Σύνοψη (1/2)

- Η Ελλάδα αποτελεί ένα σημαντικό παγκόσμιο τουριστικό προορισμό, με 22 εκ. αφίξεις τουριστών το 2014, αυξημένες από 18 εκ. το 2013. Το Ηνωμένο Βασίλειο και οι Γερμανία αποτελούν τις βασικές χώρες προέλευσης τουριστών στην Ελλάδα με τη Ρωσία να παρουσιάζει σημαντική άνοδο
- Το 2014, οι τουρίστες δαπάνησαν €590 ανά ταξίδι, με μέση διάρκεια παραμονής τις 8,4 μέρες, αποφέροντας συνολικά έσοδα €13 δις. (*Τράπεζα της Ελλάδος, Εισπράξεις ανά χώρα προέλευσης*)
- Στην Ελλάδα υπάρχουν 9.745 ξενοδοχεία με 404.779 δωμάτια και 780.721 κλίνες, τα οποία είναι συγκεντρωμένα κυρίως στην Κρήτη, το Νότιο Αιγαίο, την Κεντρική Μακεδονία και τα νησιά του Ιονίου
- Περίπου το 40% των δωματίων προέρχεται από ξενοδοχεία 4* και 5* με υψηλή μέση πληρότητα της τάξης του 86% (2013). Τα περισσότερα ξενοδοχεία 4* και 5* βρίσκονται στην Κρήτη, το Νότιο Αιγαίο και την Κεντρική Μακεδονία
- Οι ξενοδοχειακές εταιρείες είναι υπερ-επενδυμένες και υπερ-κεφαλαιοποιημένες, αλλά με υγιείς κεφαλαιακές δομές. Την ίδια στιγμή, ο Κύκλος Εργασιών είναι περιορισμένος καθώς δεν έχει υποστεί σημαντική άνοδο τα τελευταία 5 χρόνια και η κερδοφορία είναι ανεπαρκής για να ανταμείψει τα απασχολούμενα κεφάλαια
- Στην μέθοδο που χρησιμοποιήσαμε, αναλύσαμε ένα δείγμα 754 ξενοδοχειακών εταιρειών με έσοδα άνω του €1 εκ. για την περίοδο 2008-2013. Το δείγμα αντιπροσωπεύει σχεδόν το 40% του συνολικού αριθμού κλινών στη χώρα
- Περίπου 41% των ξενοδοχειακών εταιρειών (310) κατατάσσονται στις ομάδες Zombie σε σύγκριση με το 36% (272) που κατατάσσονται στις ομάδες Stars το 2013. Τα Zombies αντιπροσωπεύουν το 40% των ξενοδοχείων, το 44% των κλινών, το 40% των εσόδων, το 53% του πάγιου ενεργητικού, το 52% των απασχολούμενων κεφαλαίων και φέρουν το 68% του καθαρού χρέους του δείγματος
- Την περίοδο 2009 ως 2013, 602 εταιρείες άλλαξαν ομάδες, χωρίς αξιοσημείωτη συνολική επίδραση στα χαρακτηριστικά του δείγματος

Σύνοψη (2/2)

- Παρότι το χρέος του δείγματος δεν είναι ιδιαίτερα υψηλό, δε μπορεί να εξυπηρετηθεί εξ 'ολοκλήρου από περίπου το 40% των εταιρειών
- Ο ξενοδοχειακός κλάδος είναι έντονα κατακερματισμένος. Κατά μέσο όρο, τα ετήσια έσοδα ανέρχονται στα €3,7 εκ. με τα κέρδη να μην υπερβαίνουν το €0,8 εκ.
- Καθώς κινούμαστε από τα Stars στα Zombies η κερδοφορία μειώνεται, απασχολούνται πολύ περισσότερα κεφάλαια και προσωπικό, ενώ το χρέος αυξάνεται δυσανάλογα
- Οι εταιρείες με περισσότερα αστέρια φαίνεται να είναι περισσότερο επενδυμένες και λιγότερο βιώσιμες σε σύγκριση με τις εταιρείες λιγότερων αστεριών
- Οι εταιρείες Zombie τείνουν να δεσμεύουν περισσότερα κεφάλαια και χρέος ανά κλίνη, αποδίδοντας χαμηλότερο EBITDA ανά κλίνη
- Στην υπάρχουσα σύνθεση του κλάδου, χωρίς την ύπαρξη μεγάλων εταιρειών, το μέγεθος σχετίζεται με την κερδοφορία αλλά με φθίνουσα απόδοση
- Ο ξενοδοχειακός κλάδος συνολικά είναι υπερ-κεφαλαιοποιημένος αλλά όχι υπερχρεωμένος, με την τρέχουσα κερδοφορία να μην είναι επαρκής για να αμειφθούν τα απασχολούμενα κεφάλαια
- Για να επιτευχθεί ένα βιώσιμο επίπεδο δανεισμού στο δείγμα (οριζόμενο ως Καθαρός Δανεισμός/EBITDA μικρότερο ή ίσο του 5), θα πρέπει να διαγραφούν €0,6 δισ. και να ανακεφαλαιοποιηθούν €2 δισ. στο δείγμα

Η πρόκληση

- Από ένα δείγμα 754 ξενοδοχειακών εταιρειών με ετήσια έσοδα άνω του €1 εκ. σε οποιοδήποτε από τα 5 τελευταία έτη, τα Ελληνικά ξενοδοχεία παρουσιάζονται υπό πίεση με περιορισμένη ανάπτυξη, πολύ χαμηλή κερδοφορία και διογκωμένο δανεισμό
- Η μικρή κλίμακα των ξενοδοχειακών εταιρειών εμποδίζει την ανάπτυξη και την κερδοφορία
- Η συνύπαρξη της διαχείρισης ακινήτων με τη διαχείριση των ξενοδοχείων φαίνεται να οδηγεί σε υπερδανεισμό και δυσκολίες στην αναβάθμιση του προϊόντος
- Τα προβλήματα που πρέπει να αντιμετωπίσει ο Ελληνικός Ξενοδοχειακός Κλάδος κατηγοριοποιούνται ως εξής:
 - **διαχείριση:** ποιότητα προϊόντος, κλίμακα, χρηματοδότηση
 - **μάρκετινγκ:** τιμολόγηση, πληρότητα
 - **χρηματοδότηση:** αναδιάρθρωση χρέους, νέα κεφάλαια
- Αυξάνοντας το μέσο μέγεθος διευκολύνεται το μάρκετινγκ, εφαρμόζονται οικονομίες κλίμακος και επιτρέπεται καλύτερη χρηματοδότηση
- Η νέα στρατηγική για τον ξενοδοχειακό κλάδο βασίζεται σε 3 πυλώνες:
 - ✓ Απελευθέρωση περιουσιακών στοιχείων από εταιρείες Zombie και εξαγορά τους από εταιρείες Star και Grey
 - ✓ Αναδιάρθρωση δανείων και διευκόλυνση συγχωνεύσεων με εταιρείες Star
 - ✓ Ομαδοποίηση περιουσιακών στοιχείων των ξενοδοχείων σε ΑΕΕΑΠ και διευκόλυνση δημιουργίας μεγάλων εταιρειών διαχείρισης ξενοδοχείων

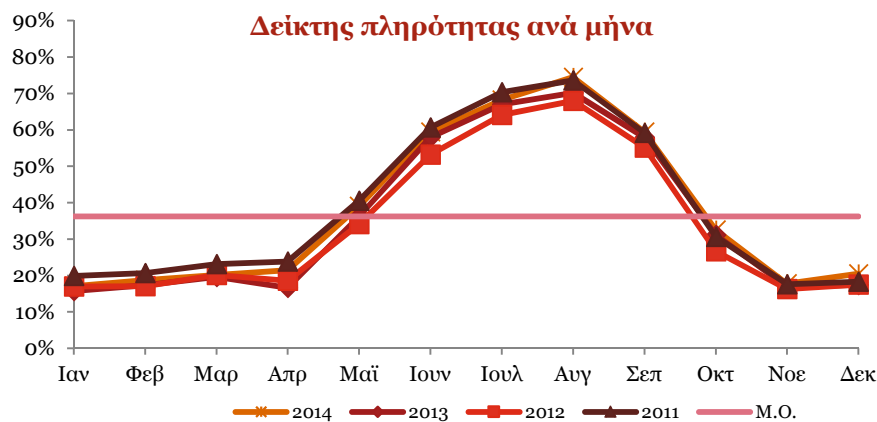
Ο τουρισμός στην Ελλάδα

Η Ελλάδα είναι παγκόσμιος τουριστικός προορισμός

- Η Ελλάδα είναι ο 15^{ος} δημοφιλέστερος τουριστικός προορισμός παγκοσμίως και ο 9^{ος} στην Ευρώπη (2014)
- Το 2014, πάνω από 22 εκ. τουρίστες επισκέφθηκαν τη χώρα, παρουσιάζοντας αύξηση 23% σε σχέση με το 2013
- Η Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο αποτελούν το 20% των τουριστών για το 2014, το 23% για το 2013 και το 26% για το 2012
- Από το σύνολο των αφίξεων, το 86% πραγματοποιείται την περίοδο μεταξύ Μαΐου-Οκτωβρίου, ενώ την ίδια περίοδο ο δείκτης πληρότητας των κλινών κυμαίνεται στο 74%
- Στην Ελλάδα το 2014 υπήρχαν 9.745 ξενοδοχεία με χωρητικότητα 404.779 δωματίων και 780.721 κλινών
- Η βασικότερη αιτία των επισκεπτών στην Ελλάδα είναι για αναψυχή
- Η χωρητικότητα και οι ροές τουριστών είναι άνισα κατανομημένες στη χώρα. Τρεις περιοχές (Κρήτη, Νότιο Αιγαίο και νησιά Ιονίου) δέχονται το 58% των αφίξεων και έχουν το 58% του αριθμού κλινών
- Η άμεση επίδραση του τουρισμού υπολογίζεται περίπου στο 9,5% του ΑΕΠ για το 2014, ενώ το 2013 βρισκόταν στο 8,4%

Περιφέρεια	# Ξενοδοχείων	# Κλινών	% Κλινών
Αττική	663	59.246	7,6%
Στερεά Ελλάδα	538	29.291	3,8%
Κεντρική Μακεδονία	1.195	88.196	11,3%
Κρήτη	1.545	167.308	21,4%
Ανατολική Μακεδονία και Θράκη	386	21.474	2,8%
Ήπειρος	391	15.702	2,0%
Νησιά Ιονίου	925	91.160	11,7%
Βόρειο Αιγαίο	391	22.048	2,8%
Πελοπόννησος	657	38.244	4,9%
Νότιο Αιγαίο	2.082	194.423	24,9%
Θεσσαλία	577	28.994	3,7%
Δυτική Ελλάδα	270	18.808	2,4%
Δυτική Μακεδονία	125	5.827	0,7%
Σύνολο	9.745	780.721	100%

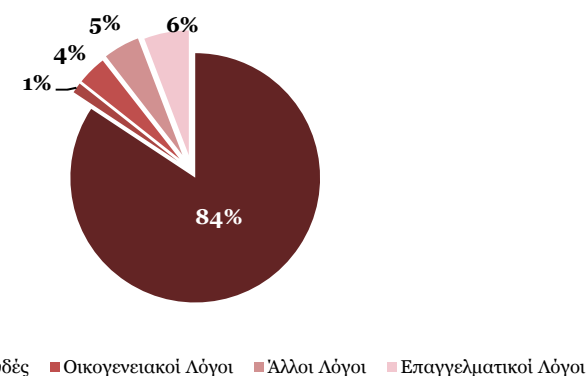
Πηγή: Ξενοδοχειακό Επιμελητήριο Ελλάδος, 2014



Πηγή: Eurostat

Η αναδιάρθρωση του Ελληνικού Ξενοδοχειακού Κλάδου
PwC

Αφίξεις ταξιδιωτών ανά αιτία επίσκεψης



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, 2014

Οι δαπάνες ταξιδιού στην Ελλάδα από κάτοικους του εξωτερικού έχουν μειωθεί σε σχέση με το 2010

Δαπάνες ταξιδιού* από κάτοικους του εξωτερικού	2014	2013	2012	2011	2010	CAGR (%)
Δαπάνες/ταξίδι (€)	590,2	653,3	646,0	639,5	640,4	-1,6%
Δαπάνες/διανυκτέρευση (€)	70,4	73,1	71,1	69,6	68,6	0,5%
Μέση διάρκεια παραμονής (# ημερών)	8,4	8,9	8,4	9,2	9,3	-2,1%

* Οι κρουαζιέρες εκτός αυτών της Έρευνας Συνόρων της TtE δεν περιλαμβάνονται

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, υπολογισμοί PwC

- Οι μέσες δαπάνες ανά ταξίδι μειώθηκαν κατά 1,6% μεταξύ 2010 και 2014
- Οι μέσες δαπάνες ανά διανυκτέρευση από κατοίκους του εξωτερικού αυξήθηκαν ελαφρά σε σχέση με το 2010, λόγω της μειωμένης μέσης διάρκειας παραμονής
- Η μέση διάρκεια παραμονής από κατοίκους του εξωτερικού τοποθετείται λίγο πάνω από τις 8 μέρες
- Η βασικότερη αιτία των επισκεπτών στην Ελλάδα είναι η αναψυχή

Μέση πληρότητα και μέση τιμή δωματίου

Δείκτης μέσης πληρότητας ανά κατηγορία	Μάιος		Αύγουστος	
	2013	2012	2013	2012
5*	67%	56%	87%	82%
4*	57%	52%	85%	83%
3*	46%	39%	79%	73%
2*	35%	32%	75%	72%
1*	27%	26%	78%	72%
Σύνολο	51%	48%	81%	78%

Πηγή: Ι.Τ.Ε.Π., Εξελίξεις στον Τουρισμό και στην Ελληνική Ξενοδοχεία (2013)

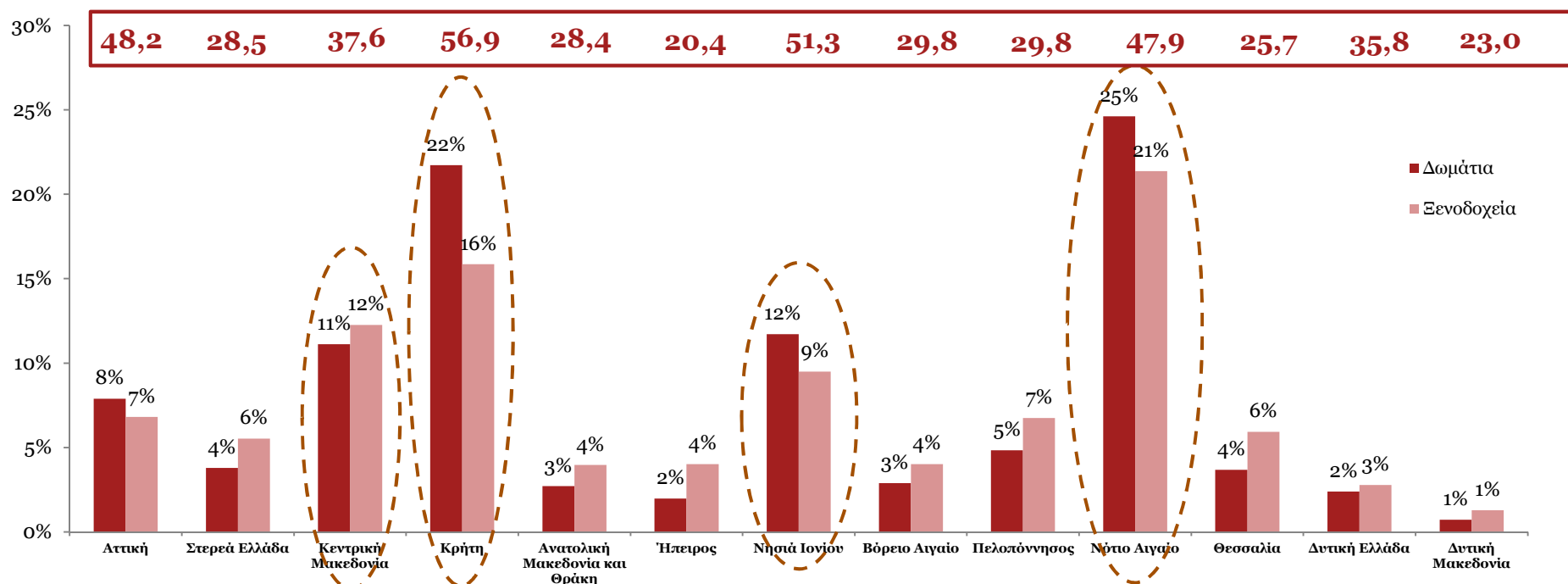
Μέση τιμή δωματίου ανά κατηγορία	Μάιος 2013	Αύγουστος 2013	Δ% Μάιος/Αυγ '13
5*	105 €	176 €	67%
4*	65 €	114 €	76%
3*	48 €	68 €	41%
2*	37 €	56 €	50%
1*	29 €	47 €	60%

Πηγή: ΙΤΕΠ, βασισμένο σε εκτιμήσεις από την μελέτη: Εξελίξεις στον Τουρισμό και στην Ελληνική Ξενοδοχεία (2013)

- Ο δείκτης πληρότητας βελτιώθηκε το 2013 συγκριτικά με το 2012
- Η διαφορά στην τιμή δωματίων στην αρχή της σεζόν σε σύγκριση με τη περίοδο αιχμής είναι αξιοσημείωτη σε όλες τις κατηγορίες, με πιο έντονη αυτή στα ξενοδοχεία 5* και 4*

Η δυναμικότητα των ξενοδοχείων είναι συγκεντρωμένη σε λίγες περιοχές

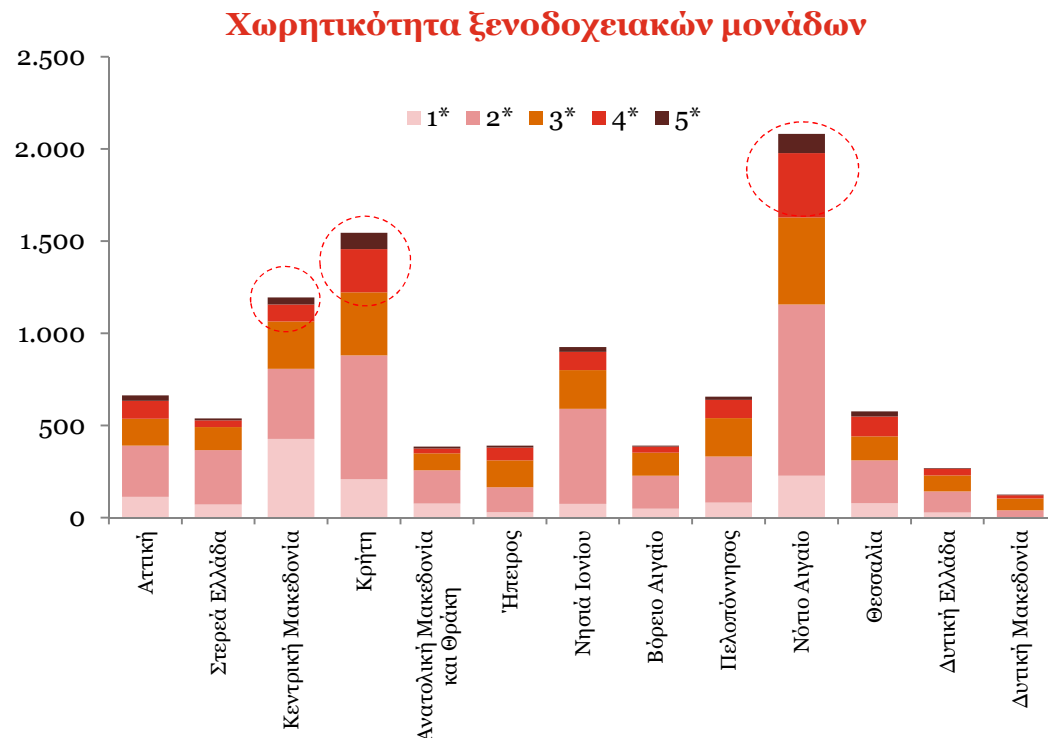
Μέγεθος μέσου ξενοδοχείου (Δωμάτια/Ξενοδοχεία)



Πηγή: Ξενοδοχειακό Επιμελητήριο Ελλάδος, 2014

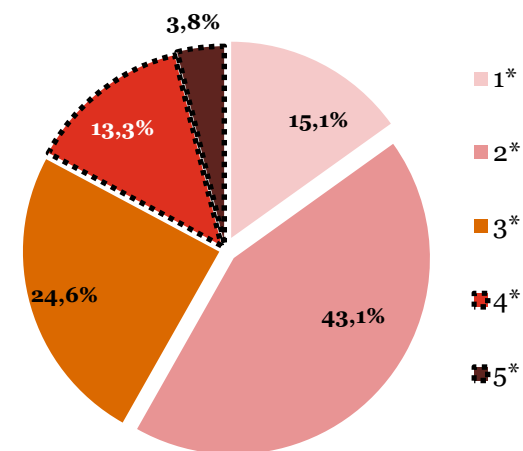
- Το 59% των ξενοδοχείων είναι συγκεντρωμένο στην Κρήτη, το Νότιο Αιγαίο, την Κεντρική Μακεδονία και τα νησιά του Ιονίου, σε αντιστοιχία με τον μεγαλύτερο όγκο των αφίξεων
- Η Ανατολική Μακεδονία και Θράκη, η Δυτική Μακεδονία, η Ήπειρος, το Βόρειο Αιγαίο και η Δυτική Ελλάδα, παρουσίασαν τη χαμηλότερη χωρητικότητα ξενοδοχείων φτάνοντας στο 16% το 2014
- Στην Κρήτη, τα νησιά του Ιονίου και το Νότιο Αιγαίο υπάρχουν περισσότερα μεγάλα ξενοδοχεία σε σύγκριση με άλλες περιφέρειες. Στην Ήπειρο, τη Δυτική Μακεδονία και τη Θεσσαλία υπάρχει υψηλή συγκέντρωση μικρότερων ξενοδοχείων
- Το μέσο ξενοδοχείο στην Ελλάδα έχει 42 δωμάτια

Μόλις το 17% των ξενοδοχείων είναι 5* και 4*



Πηγή: Ξενοδοχειακό Επιμελητήριο Ελλάδος, 2014

Ξενοδοχειακές μονάδες

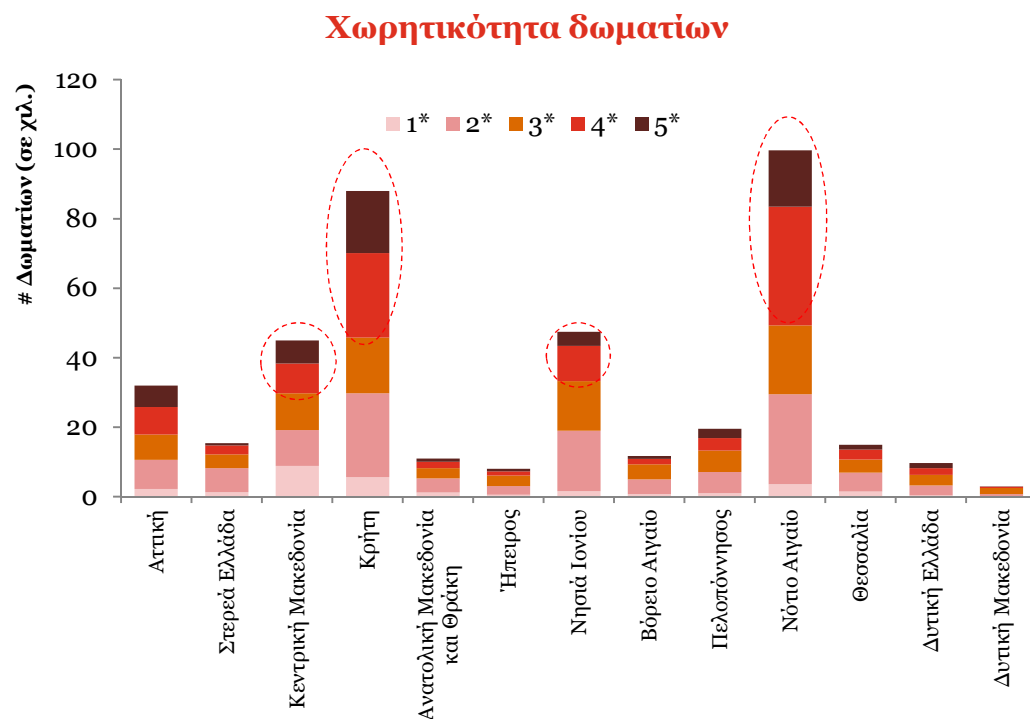


Σύνολο Ξενοδοχείων: 9.745

Πηγή: Ξενοδοχειακό Επιμελητήριο Ελλάδος, 2014

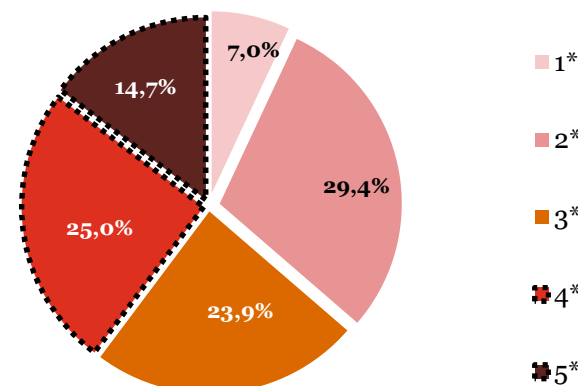
- Ο Ελληνικός ξενοδοχειακός κλάδος αποτελείται κυρίως από ξενοδοχεία 2* (4.198 μονάδες), ενώ τα ξενοδοχεία 4* και 5* αντανakλούν μόλις στο 17% του συνόλου
- Σε όλες τις περιοχές παρατηρείται έντονη συγκέντρωση ξενοδοχείων 3* και 2*
- Η πλειοψηφία των ξενοδοχείων 4* και 5* βρίσκεται στην Κρήτη, το Νότιο Αιγαίο και την Κεντρική Μακεδονία

Από τα 400 χιλ. δωμάτια περίπου το 40% βρίσκεται στα ξενοδοχεία 5* & 4*



Πηγή: Ξενοδοχειακό Επιμελητήριο Ελλάδος, 2014

Δωμάτια



Σύνολο Δωματίων: 404.779

Πηγή: Ξενοδοχειακό Επιμελητήριο Ελλάδος, 2014

- Παρά το γεγονός ότι τα ξενοδοχεία 5* αντιπροσωπεύουν μόλις το 3,8% των ξενοδοχειακών μονάδων της Ελλάδας, κατέχουν το 14,7% του συνόλου των δωματίων, ενώ τα ξενοδοχεία 4* κατέχουν το 25% του συνόλου των δωματίων
- Η Κρήτη, το Νότιο Αιγαίο, η Κεντρική Μακεδονία και τα νησιά του Ιονίου έχουν τα περισσότερα δωμάτια σε ξενοδοχεία 4* και 5*
- Τα ξενοδοχεία 2* και 3* αντιπροσωπεύουν σχεδόν το 54% της χωρητικότητας δωματίων της χώρας, με σημαντική παρουσία στο Νότιο Αιγαίο, την Κρήτη και τα νησιά του Ιονίου

Αφίξεις τουριστών από αέρος σε Ελληνικούς προορισμούς

Αφίξεις τουριστών (σε εκ.)	Αεροδρόμια				Δ% 2014- 2011
	2014	2013	2012	2011	
Αθήνα	3.389	2.618	2.453	2.871	18,0%
Β. Ελλάδα	1.645	1.434	1.387	1.341	22,7%
Κρήτη	3.531	3.373	2.832	2.830	24,8%
Δωδεκάνησα	3.010	2.721	2.411	2.500	20,4%
Πελοπόννησος	182	128	100	69	164,4%
Νησιά Ιονίου	2.035	1.785	1.604	1.531	32,9%
Κυκλάδες	558	417	340	332	68,1%
Β. Αιγαίο-Θεσσαλία	339	295	292	312	8,8%
Σύνολο Αφίξεων	14.689	12.772	11.419	11.785	24,6%

Πηγή: ΣΕΤΕ, επεξεργασμένα δεδομένα από το Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών, την Υπηρεσία Πολιτικής Αεροπορίας (ΥΠΑ) και μεμονωμένα αεροδρόμια; ΙΤΕΠ, επεξεργασμένα δεδομένα από το Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών, την Υπηρεσία Πολιτικής Αεροπορίας (ΥΠΑ) και μεμονωμένα αεροδρόμια

- Οι περισσότεροι τουρίστες στην Ελλάδα έρχονται από τη Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ οι τουρίστες από τη Ρωσία παρουσιάζουν αύξηση
- Η Κρήτη, τα Δωδεκάνησα και τα νησιά του Ιονίου, είναι οι τρεις κύριοι προορισμοί, εξαιρώντας την Αθήνα, αντιπροσωπεύοντας περίπου το 58% των συνολικών αφίξεων
- Η Αθήνα αποτελεί τον κυριότερο ενδιάμεσο προορισμό

Μεθοδολογία και ανάλυση δείγματος

Μεθοδολογία

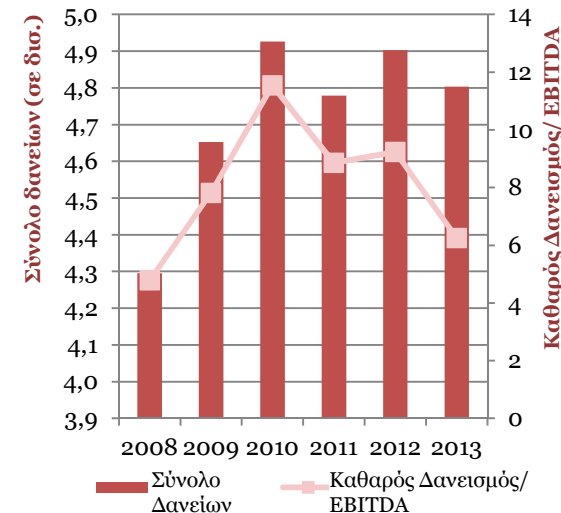
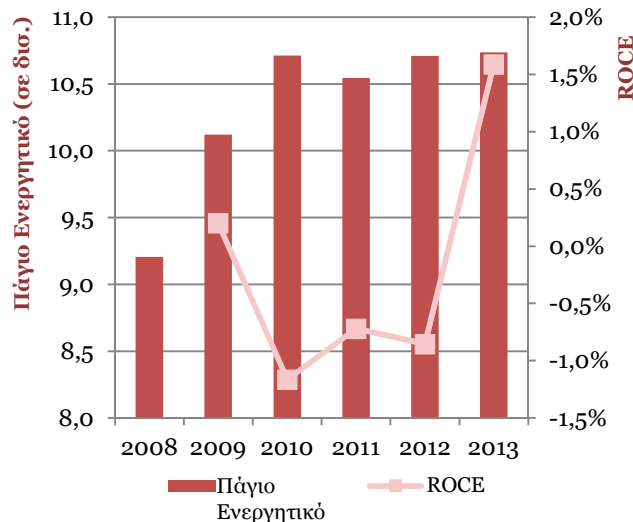
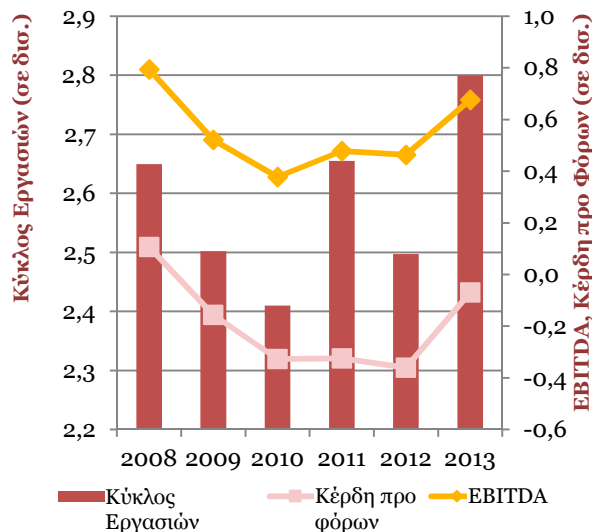
- Καταγράφηκαν 785 ξενοδοχειακές εταιρείες στην Ελλάδα με Έσοδα άνω του €1 εκ. ετησίως σε οποιοδήποτε έτος ανάμεσα στο 2008 και 2013
- Για τη μελέτη μας χρησιμοποιήσαμε 754 ξενοδοχειακές εταιρείες οι οποίες είχαν πλήρη δεδομένα για την αντίστοιχη περίοδο και συνολικό αριθμό κλινών 308.927 το 2013 (40% του συνόλου κλινών)
- Ορίσαμε **τρεις βασικές μεταβλητές**:
 - ✓ **Ανάπτυξη**: CAGR Κύκλου Εργασιών 2008-2013
 - ✓ **Κερδοφορία**: RoCE το 2013
 - ✓ **Βιωσιμότητα Δανεισμού**: Καθαρός Δανεισμός/ EBITDA
- Κατηγοριοποιήσαμε τα ξενοδοχεία σύμφωνα με τις τιμές των τριών μεταβλητών, και όλα τα ξενοδοχεία που ανήκουν σε παρόμοιες βαθμίδες ενοποιήθηκαν, σχηματίζοντας 10 ομάδες

Κριτήρια	Star	Grey	Zombie
CAGR Κύκλου Εργασιών (2008-2013)	Μεγαλύτερο από 5%	Μεταξύ -5% και 5%	Μικρότερο από -5%
ROCE	Μεγαλύτερο από 15%	Μεταξύ 0% και 15%	Μικρότερο από 0% ή Απασχολούμενα Κεφάλαια <0
Καθαρός Δανεισμός/ EBITDA	Μικρότερο από 1.5 ή Καθαρός Δανεισμός <0	Μεταξύ 1.5 και 5	Μεγαλύτερο από 5 ή EBITDA <0

No	Ομάδες	Κατηγορίες	Ονόματα Ομάδων	Ονόματα Υπερ-ομάδων
1	Ομάδα 5*	SSS	Stars	Stars
2	Ομάδα 4*	SSG+SGS+GSS	Almost Stars	Almost Stars
3	Ομάδα 3*	SGG+GSG+GGS	Aspiring Stars	
4	Ομάδα 2*	SSZ+SZS+ZSS	Stars with Zombie aspects	
5	Ομάδα 1*	GGG	Good	Grey
6	Ομάδα -1*	GSZ+SGZ+ZGS+GZS+SZG+ZS G	Mixed Bags	
7	Ομάδα -2*	ZGG+GZG+GGZ	Departing Good	Almost Zombies
8	Ομάδα -3*	ZZS+ZSZ+SZZ	Zombies with Star aspects	
9	Ομάδα -4*	ZZG+ZGZ+GZZ	Almost Zombies	
10	Ομάδα -5*	ZZZ	Zombies	Zombies

Ο Ελληνικός ξενοδοχειακός κλάδος κατά τη διάρκεια της κρίσης

- Κατά τη διάρκεια της κρίσης, η κερδοφορία του ξενοδοχειακού κλάδου παρέμεινε σταθερή, ενώ η βιωσιμότητα του δανεισμού συνολικά επιδεινώθηκε
- Ο Κύκλος Εργασιών του δείγματος αυξήθηκε στα €2,8 δισ. το 2013, σημειώνοντας τη μεγαλύτερη αύξηση από το 2008 (5,8%)
- Το Πάγιο Ενεργητικό αυξήθηκε συνολικά κατά 16,6% την περίοδο 2008-2013 αγγίζοντας τα €10,7 δισ., παραμένοντας σχετικά σταθερό από το 2010
- Παρά το γεγονός ότι ιστορικά το EBITDA μειώθηκε κατά 14,8% (2008-2013), η εξέλιξη συγκριτικά με το 2012 είναι εμφανής (46%)
- Το συνολικό χρέος για το 2013 ήταν €4,8 δισ., 11,6% υψηλότερο από το 2008, αλλά μειωμένο κατά 2% συγκριτικά με την προηγούμενη χρονιά
- Την περίοδο 2008-2013, τα Ίδια Κεφάλαια αυξήθηκαν κατά 16,3%
- Ο Μέσος Καθαρός Δανεισμός/EBITDA, ως μέτρο βιωσιμότητας του δανεισμού, μειώθηκε από 9.2x το 2012 σε 6.2x το 2013
- Ο Καθαρός Δανεισμός προς τα Απασχολούμενα Κεφάλαια παρέμειναν σταθερά γύρω στο 40% καθ' όλη τη χρονική περίοδο



Τα στατιστικά του δείγματος κατά τη διάρκεια της κρίσης

		Συνολικά Μεγέθη	2013	2012	2011	2010	2009	2008	Δ 2008-2013
Μέγεθος	Αριθμός Εταιρειών		754	754	752	754	743	727	3,7%
	Κύκλος Εργασιών*		2.804	2.499	2.655	2.410	2.502	2.649	5,8%
	Πάγιο Ενεργητικό*		10.736	10.710	10.544	10.712	10.122	9.207	16,6%
	Σύνολο Ενεργητικού*		13.140	13.036	12.813	12.947	12.287	11.125	18,1%
	Αριθμός Εργαζομένων		14.709	14.205	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Κερδοφορία	EBITDA*		685	473	478	378	521	794	-13,7%
	Περιθώριο EBITDA		24%	19%	18%	16%	21%	30%	-5,5 πμ
	Κέρδη προ Φόρων*		-67	-358	-324	-327	-157	107	-162,9%
	Περιθώριο Κερδών προ Φόρων		-2%	-14%	-12%	-14%	-6%	4%	-6,4 πμ
	ROCE		1,7%	-0,8%	-0,7%	-1,2%	0,2%	N/A	1,5 πμ
	ROE		-1,1%	-6,1%	-5,5%	-5,6%	-2,9%	N/A	1,7 πμ
Βιωσιμότητα Χρέους	Καθ. Δανεισμός / EBITDA		6,2	9,2	8,9	11,5	7,8	4,8	1,5
	Καθ. Δαν. / Κ. Εργασιών		1,5	1,7	1,6	1,8	1,6	1,4	0,1
	Καθ. Δαν. / Απ. Κεφάλαια		0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,0
	EBITDA/Τόκοι		2,7	1,8	2,0	2,0	2,9	3,5	-0,8
Δεσμευμένα Κεφάλαια	Απασχολούμενα Κεφάλαια*		10.866	11.433	12.025	12.142	11.581	10.666	1,9%
	Σύνολο Δανείων*		4.803	4.903	4.779	4.927	4.653	4.295	11,8%
	Καθαρός Δανεισμός*		4.282	4.365	4.230	4.365	4.075	3.802	12,6%
	Ίδια Κεφάλαια*		6.062	5.975	5.827	5.878	5.742	5.213	16,3%
	Κεφάλαιο Κίνησης*		61	74	46	85	140	67	-8,6%

Η πλειοψηφία των ξενοδοχειακών εταιρειών είναι στις ομάδες Zombie

No	2013 Ομάδα	# Εταιρειών	# Εργαζομένων	Κύκλος Εργασιών *	CAGR Κυκλ. Εργ. '08-'13	EBITDA*	Περιθώριο EBITDA	ROCE	Πάγιο Ενεργ.*	Σύνολο Δανειών*	Απασχ. Κεφ.*	Καθ. Δαν./ EBITDA	Σταθμισ. Μ.Ο. Αστεριών	Κλίνες	# Ξενοδοχείων	Κλίνη / Ξενοδ.
1	5	21	117	73	13%	25,2	35%	22%	84	16	85	-0,2	4,3	6.700	26	258
2	4	81	1.572	286	11%	95,0	33%	6%	939	89	895	0,1	3,9	26.187	117	224
3	3	154	1.342	557	8%	180,2	32%	6%	1.426	416	1.538	1,4	3,9	59.826	254	236
4	2	16	303	60	12%	17,3	29%	4%	156	8	132	-0,3	4,1	4.667	22	212
5	1	58	513	259	1%	81,0	31%	6%	617	293	673	3,1	4,1	32.317	98	330
6	-1	114	1.648	455	10%	132,5	29%	3%	1.863	932	1.842	6,5	4,2	43.356	163	266
7	-2	89	1.588	428	-1%	120,0	28%	3%	1.597	1.122	1.793	9,1	4,2	51.763	145	357
8	-3	49	1.556	192	8%	16,4	9%	-4%	1.145	444	1.106	24,6	4,4	18.965	60	316
9	-4	78	2.276	295	-4%	32,9	11%	-2%	1.763	1.037	1.791	30,5	4,2	36.872	124	297
10	-5	94	3.794	200	-13%	-15,0	-8%	-5%	1.147	445	1.012	-28,0	4,1	28.274	120	236
Σύνολο		754	14.709	2.804	2%	686	24%	2%	10.736	4.803	10.866	6,2	4,1	308.927	1.129	274

* εκ. €

- Υπάρχουν τρεις στατιστικά ξεχωριστές ομαδοποιήσεις: Ομάδες 2/3/4/5 (Stars), Ομάδες -1/1 (Grey), Ομάδες -2/-3/-4/-5 (Zombies)
- Περίπου 41% των ξενοδοχειακών εταιρειών (310) κατατάσσονται στις ομάδες Zombie σε σύγκριση με το 36% (272) που κατατάσσονται στις ομάδες Stars το 2013. Τα Zombies αντιπροσωπεύουν το 40% των ξενοδοχείων, το 44% των κλινών, το 40% των Εσόδων, το 53% του Πάγιου Ενεργητικού, το 52% των Απασχολούμενων Κεφαλαίων και φέρουν το 68% του Καθαρού Δανεισμού του δείγματος
- Από την Ομάδα 5 προς την Ομάδα -5 το περιθώριο EBITDA και το ROCE βαίνουν μειούμενα
- Ο σταθμισμένος μέσος όρος των αστεριών των Zombie εταιρειών είναι υψηλότερος από αυτόν των Star εταιρειών. Επίσης το μέσο ξενοδοχείο στις ομάδες Star έχει περίπου το 77% του μεγέθους του μέσου ξενοδοχείου στις ομάδες Zombie
- Φαίνεται στατιστικά ότι τα ξενοδοχεία μεγαλύτερου μεγέθους και περισσότερων αστερών τείνουν να ανήκουν σε εταιρείες Zombie
- Οι εταιρείες Zombie τείνουν να απασχολούν περισσότερα κεφάλαια χρηματοδοτούμενα κυρίως από δανεισμό

Η επίδραση της οικονομικής κρίσης στις ξενοδοχειακές εταιρείες

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
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
-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%	

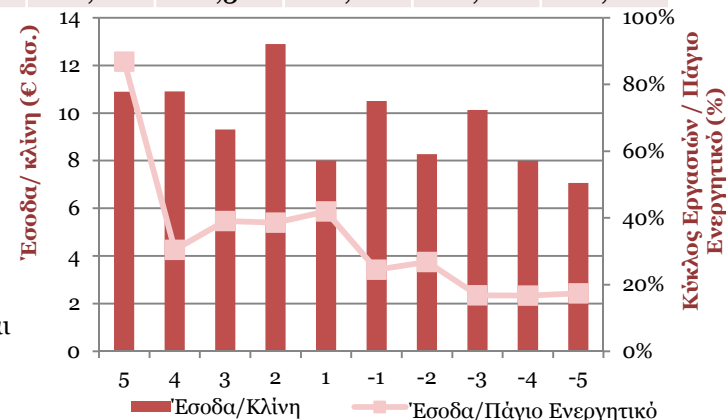
- Περίπου οι μισές ξενοδοχειακές εταιρείες μετακινήθηκαν σε υψηλότερη κατηγορία κατά τη διάρκεια της κρίσης, ενώ το 32% του δείγματος κινήθηκε προς χαμηλότερες κατηγορίες
- Από το 2009 έως το 2013, 92 εταιρείες μετατράπηκαν σε Zombie (-5), 19 εταιρείες μετατράπηκαν σε Star (5), ενώ το 19% παρέμεινε στην ίδια Ομάδα

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
Cagr '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.)	4,0	11,6	9,3	9,8	10,6	16,3	17,9	23,4	22,6	12,2
ROCE	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
Απασχολούμενα Κεφάλαια (σε € εκ.)	4,0	11,0	10,0	8,3	11,6	16,2	20,1	22,6	23,0	10,8
# 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
Κύκλος Εργ./Πάγιο Ενεργ.	0,9	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2

- Καθώς κινούμαστε από την Ομάδα 5 στην Ομάδα -5, για μια τυπική εταιρεία:
 - Η μεγέθυνση του Κύκλου Εργασιών φθίνει
 - Το περιθώριο EBITDA κατά μέσο όρο μειώνεται από πάνω από 30% σε λιγότερο από 10%
 - Ο Κύκλος Εργασιών είναι ελαφρώς υψηλότερος με εξαίρεση τα πραγματικά Zombies
 - Η κερδοφορία μειώνεται σε αρνητικά επίπεδα
 - Απασχολούνται περισσότερα κεφάλαια
 - Απασχολείται περισσότερο προσωπικό
 - Ο Καθαρός Δανεισμός αυξάνεται δυσανάλογα, για τις Ομάδες από -5 ως 2
 - Το πάγιο ενεργητικό αυξάνεται σημαντικά, καθώς σχεδόν διπλασιάζεται στα Zombies
- Συνοπτικά, οι ξενοδοχειακές εταιρείες Star χρησιμοποιούν λιγότερο Πάγιο Ενεργητικό και απασχολούν κεφάλαια πιο παραγωγικά από τις εταιρείες Zombie

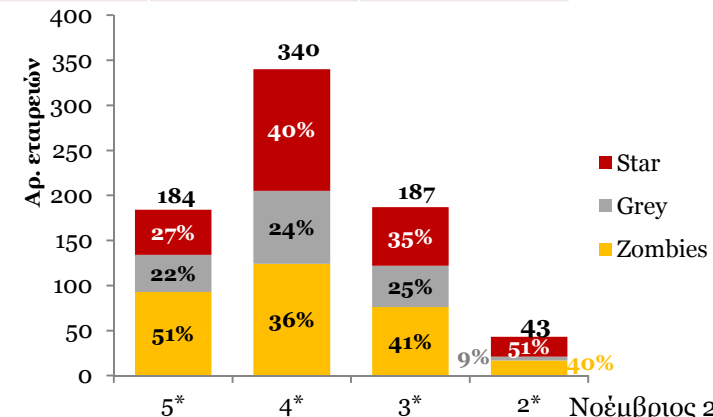


Οι υψηλότερες κατηγορίες αστεριών φαίνεται να είναι πιο πολύ επενδυμένες και λιγότερο βιώσιμες από τις χαμηλότερες κατηγορίες

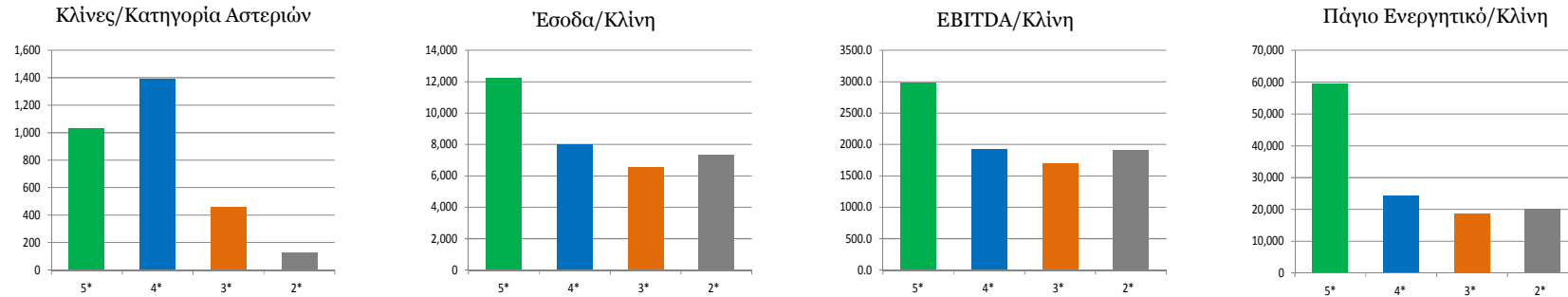
*σε € εκ.

Σταθμισμένος μέσος όρος αστεριών	5*	4*	3*	2*
Κύκλος Εργασιών (σε € εκ.)	1.168	1.276	293	67
Cagr '08 - '13	3,0%	2,2%	-0,1%	2,7%
EBITDA (σε € εκ.)	285	303	79	18
Περιθώριο EBITDA	24%	24%	27%	26%
Πάγιο Ενεργητικό (σε € εκ.)	5.881	3.872	832	151
ROCE	1%	3%	4%	5%
Σύνολο Δανειών (σε € εκ.)	2.755	1.648	336	64
Καθαρός Δανεισμός/EBITDA	9,0	4,7	3,0	2,7
# Εταιρειών	184	340	187	43
# Ξενοδοχείων	239	525	289	76
# Κλινών	97.642	154.576	47.727	8.982
Κλίνες/Ξενοδοχείο	409	294	165	118
Κύκλος Εργασιών/Πάγιο Ενεργητικό	0,2	0,3	0,4	0,4
% των εταιρειών που ανήκουν στις Υπερ-ομάδες Zombie (-5/-2)	51%	36%	41%	40%

- Η μεγαλύτερη συγκέντρωση ξενοδοχείων είναι στην κατηγορία 4*
- Καθώς κινούμαστε από την κατηγορία 2* στην 5*:
 - υπάρχει μεγαλύτερη συγκέντρωση κεφαλαίων και δανεισμού. Ειδικότερα στα ξενοδοχεία 5* παρατηρείται χαμηλότερη βιωσιμότητα δανεισμού σε σύγκριση με τις άλλες κατηγορίες
 - μικρότερο ποσοστό κατηγοριοποιείται στις ομάδες Zombie
 - η κερδοφορία μειώνεται
 - η χρήση του Παγίου Ενεργητικού είναι λιγότερο παραγωγική



Λειτουργικά χαρακτηριστικά ανά κατηγορία αστεριών



Κατηγορία Αστεριών	5*	4*	3*	2*
# Κλινών	103.039	139.641	45.762	12.776
Κύκλος Εργασιών/Κλίνη	12.249	7.996	6.544	7.352
ΕΒΙΤΔΑ/Κλίνη	2.983	1.921	1.712	1.907
Κέρδη προ Φόρων/Κλίνη	-932	133	277	61
Πάγιο Ενεργητικό/Κλίνη	59.325	24.383	18.669	20.015
Απασχολούμενα Κεφάλαια/Κλίνη	59.371	24.756	19.683	21.195
Σύνολο Δανείων/Κλίνη	27.944	9.969	7.324	9.293
Κύκλος Εργασιών/Πάγιο Ενεργητικό	0,2	0,3	0,4	0,4

*€

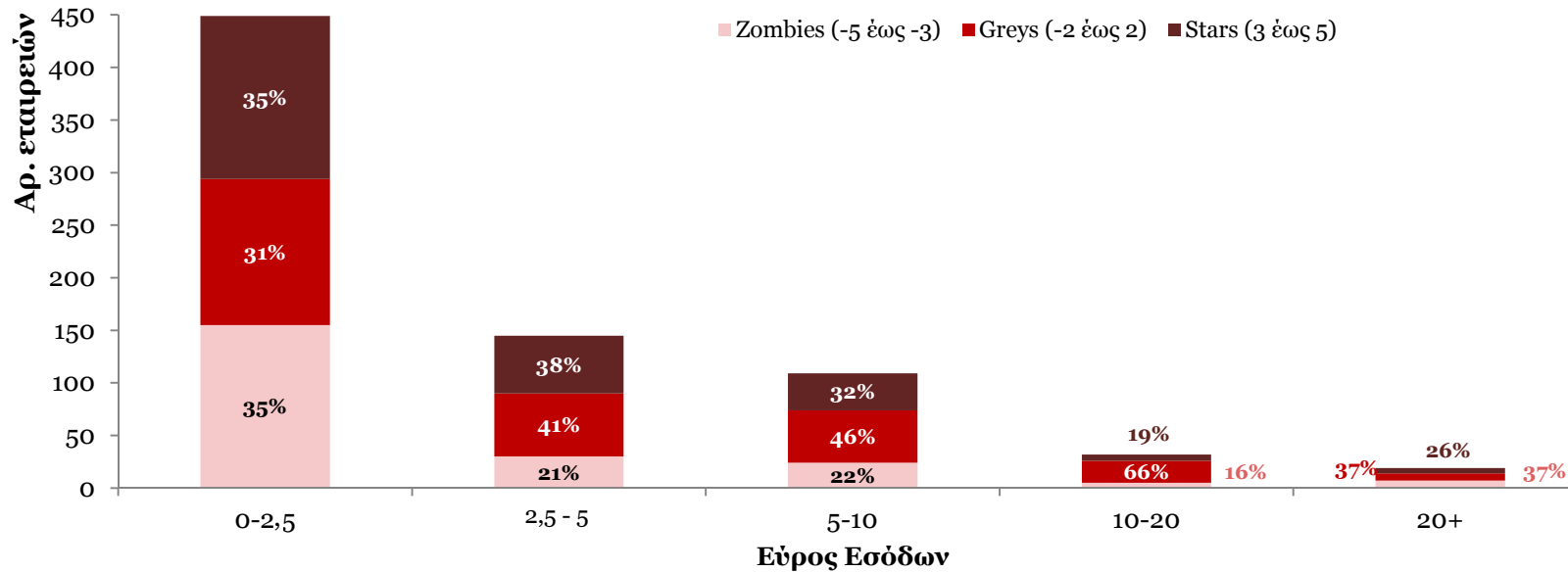
Τα ξενοδοχεία *Zombie* τείνουν να είναι μεγαλύτερα και πολύ λιγότερο παραγωγικά σε σχέση με τα ξενοδοχεία *Star* των κατηγοριών 4* & 5*

Τυπικό Ξενοδοχείο	5*		4*	
	Star	Zombie	Star	Zombie
# Κλινών	92	202	104	124
Κύκλος Εργασιών	1.248	2.321	987	828
EBITDA	416	354	308	99
Περιθώριο EBITDA	33%	15%	31%	12%
Κέρδη προ Φόρων	150	-530	143	-130
Απασχολούμενα Κεφάλαια	4.284	13.961	2.279	3.247
Πάγιο Ενεργητικό	4.361	13.857	2.225	3.237
Σύνολο Δανείων	822	7.476	458	1.714
Κύκλος Εργασιών/Κλίνη	14	12	9	7
EBITDA/Κλίνη	4,5	1,8	3,0	0,8
Κέρδη προ Φόρων/Κλίνη	1,6	-2,6	1,4	-1,0
Κύκλος Εργασιών/Πάγιο Ενεργ.	29%	17%	44%	26%
Απασχολούμενα Κεφ./Κλίνη	47	69	22	26
Πάγιο Ενεργητικό/Κλίνη	47	69	21	26
Σύνολο Δανείων/Κλίνη	8,9	37,1	4,4	13,8

σε € χιλ.

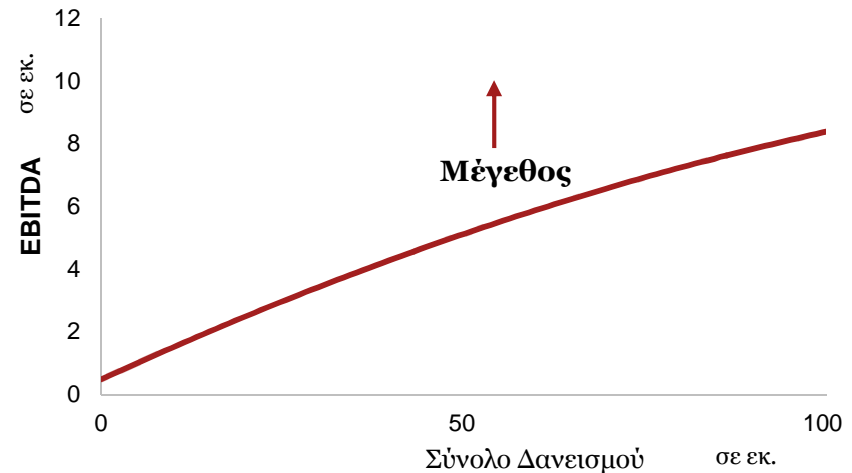
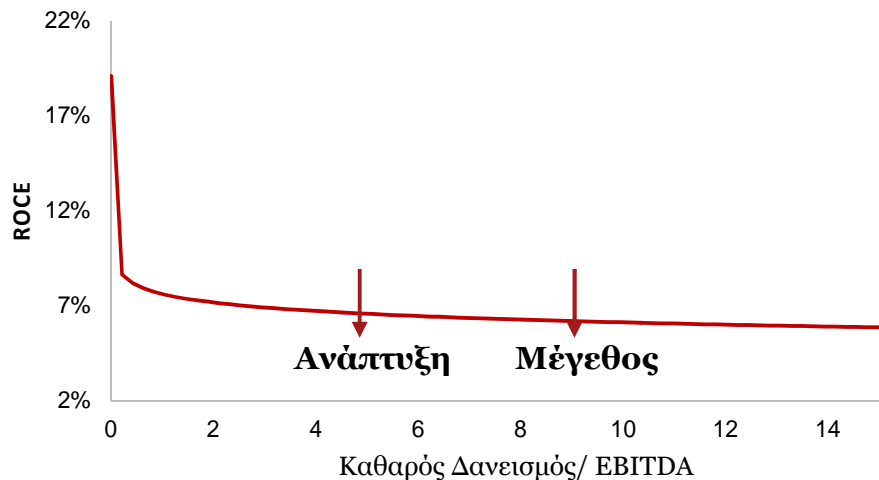
Οι διαφορές στις αποδόσεις είναι λιγότερο αισθητές στα ξενοδοχεία 4*

Το μέγεθος δε φαίνεται να σχετίζεται με την οικονομική κατάσταση των ξενοδοχειακών εταιρειών



- Το ποσοστό των Star εταιρειών κυμαίνεται μεταξύ 19% - 38% στις παραπάνω ομάδες
- Οι μεγάλες εταιρείες με έσοδα άνω των €10 εκ. ετησίως είναι κυρίως Grey
- Στις εταιρείες με έσοδα από €2,5 εκ. έως €20 εκ., το ποσοστό των Zombie μειώνεται όσο αυξάνεται το μέγεθος, ενώ το ποσοστό των Grey αυξάνεται
- Οι μικρές εταιρείες με έσοδα λιγότερα από €2,5 εκ. ετησίως, προέρχονται από Star και Zombie εταιρείες, με ποσοστό 35% στην καθεμία

Η απόδοση των Απασχολούμενων Κεφαλαίων μειώνεται όσο αυξάνεται το μέγεθος, η ανάπτυξη και η βιωσιμότητα του χρέους μιας εταιρείας. Το EBITDA τείνει να αυξάνεται γρηγορότερα από τον Κύκλο Εργασιών



$$\ln(\text{ROCE}) = \alpha_1 \ln R + \alpha_2 \ln(D/\text{EBITDA}) + \alpha_3 \ln(\Delta R/R) \text{ 2013-2008}$$

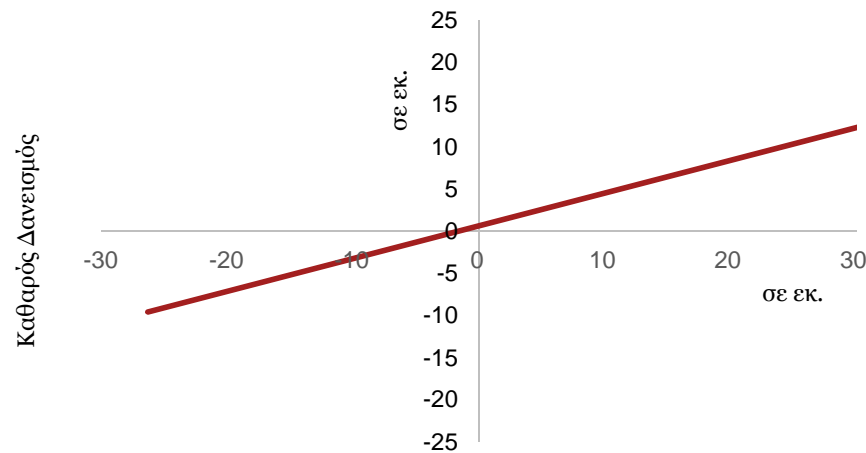
	$\ln R$	$\ln(D/\text{EBITDA})$	$\ln(\Delta R/R)$ 2013-2008	Προσαρμοσμένο R ²
α_1	α_2	α_3		
Σύνολο	-0,21	-0,03	-0,013	0,97

$$\ln(\text{EBITDA}) = \alpha_1 \ln R + \alpha_2 \ln D$$

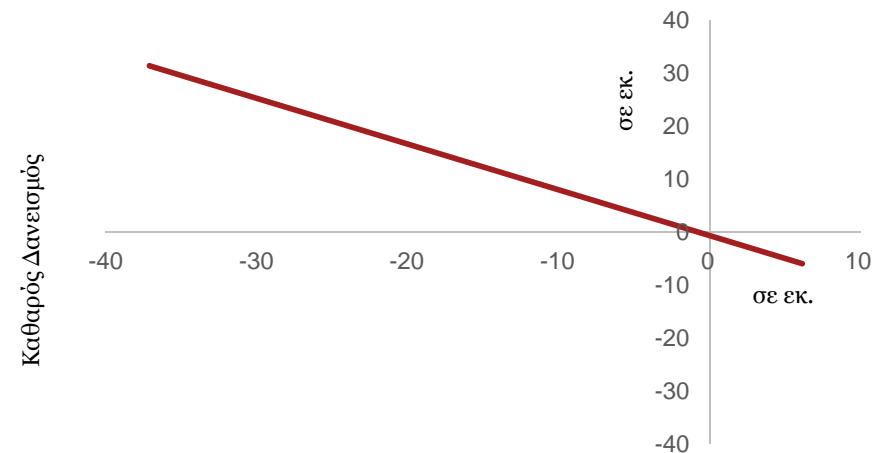
	$\ln R$	$\ln D$	Προσαρμοσμένο R ²
α_1	α_2		
Σύνολο	0,89	0,02	0,99

Η χρήση των κεφαλαίων φαίνεται να κατευθύνεται από τις επενδύσεις και την εξυπηρέτηση τόκων

$\Delta \text{ Net Debt} = a_1 \text{ EBITDA} + a_2 \text{ CapEx} + a_3 \text{ Interest} + a_4 \Delta \text{ Share Capital} + a_5 \Delta \text{ CA} + a_6 \Delta \text{ CL}$							
	EBITDA	CapEx	Interest	Share Capital	$\Delta \text{ Current Assets}$	$\Delta \text{ Current Liabilities}$	Προσαρμοσμένο R^2
	a_1	a_2	a_3	a_4	a_5	a_6	
Total	-0,07	0,47	-0,42	-0,03	0,53	-0,39	0,67



Σ Capex 2008-2013



Τόκοι

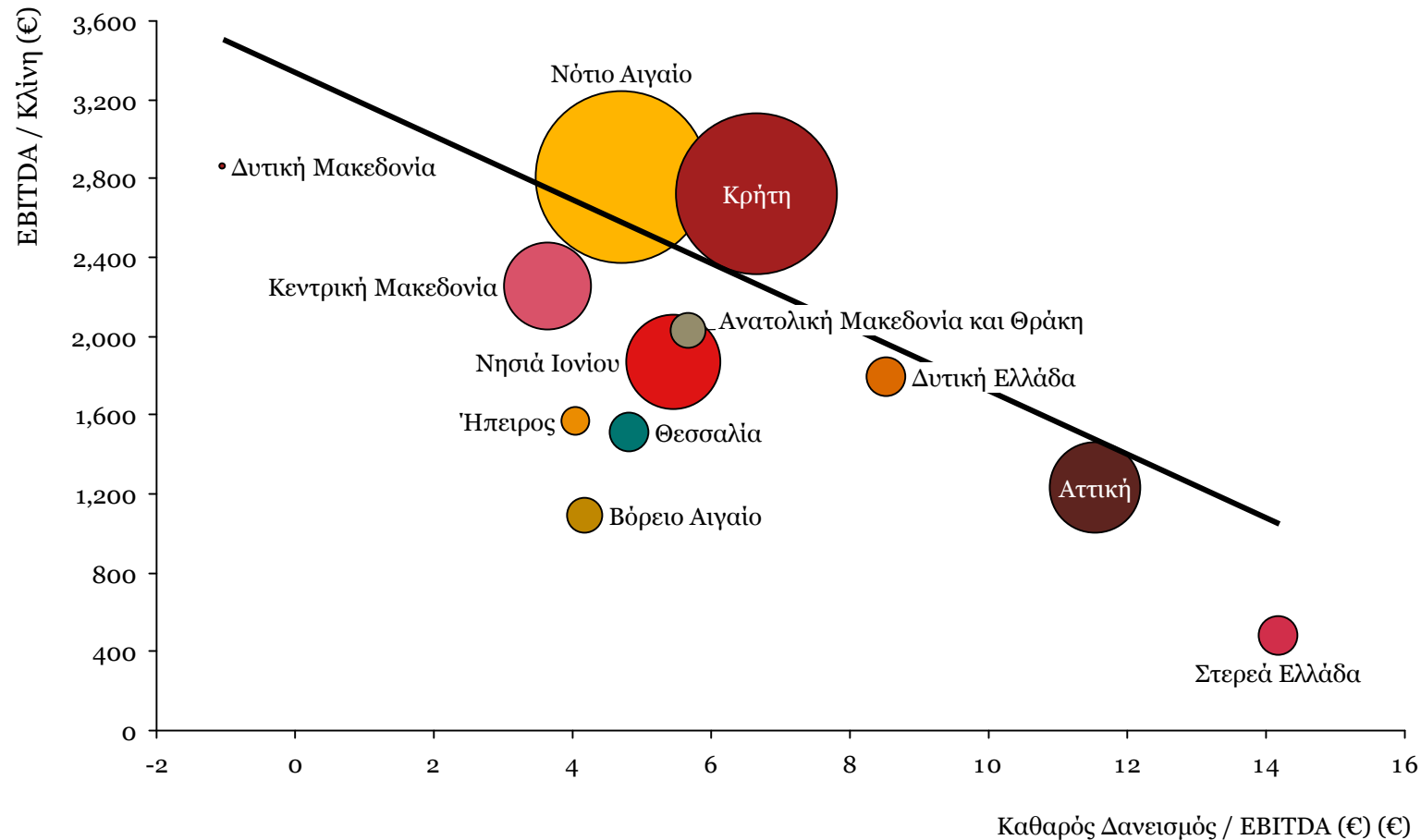
- Μικρό μέρος του EBITDA χρησιμοποιείται για την αποπληρωμή των δανείων
- Η αποπληρωμή των τόκων τροφοδοτείται, κατά κύριο λόγο, μέσω δανεισμού
- Οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις χρηματοδοτούνται από το Κυκλοφορούν Ενεργητικό
- Ένα πολύ μικρό μέρος από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου πηγαίνουν στην αποπληρωμή δανείων

Γεωγραφική κατανομή των ξενοδοχείων του δείγματος

Η συγκέντρωση των ξενοδοχείων Stars & Zombies

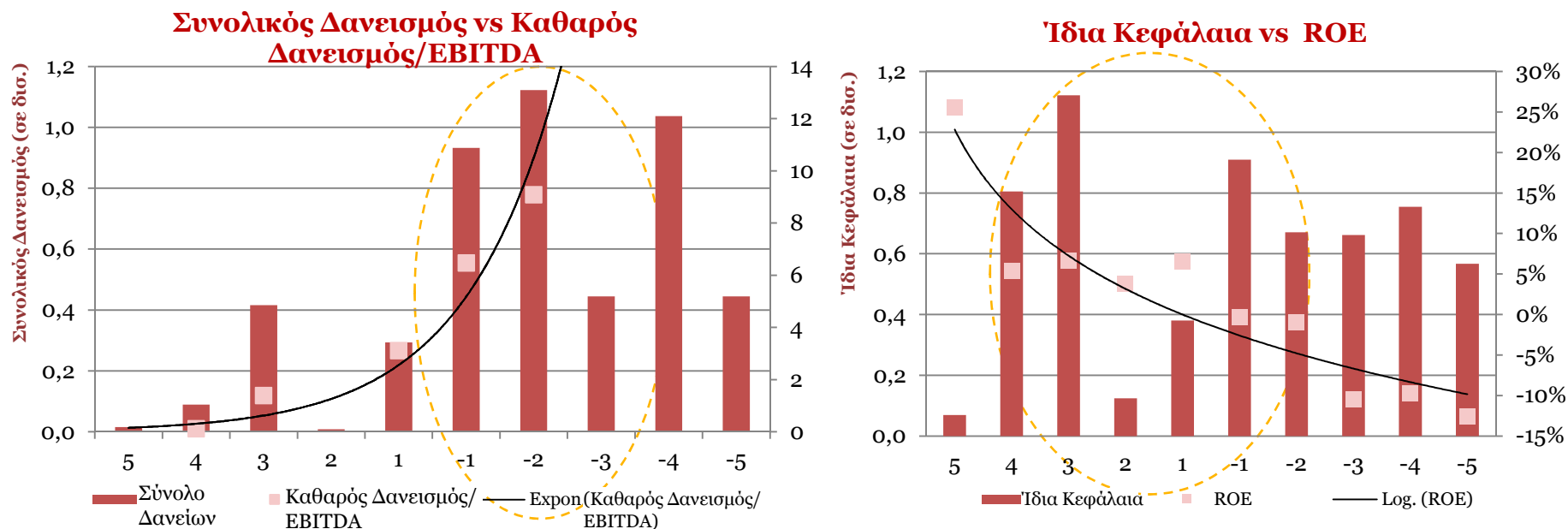
Περιφέρεια	% Zombies	% Grey	% Stars
Αττική	60%	20%	19%
Στερεά Ελλάδα	75%	17%	8%
Κεντρική Μακεδονία	55%	18%	27%
Κρήτη	27%	22%	51%
Ανατολική Μακεδονία και Θράκη	53%	26%	21%
Ήπειρος	60%	10%	30%
Νησιά Ιονίου	29%	20%	51%
Βόρειο Αιγαίο	47%	33%	20%
Πελοπόννησος	61%	28%	11%
Νότιο Αιγαίο	26%	30%	44%
Θεσσαλία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

Υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ βιωσιμότητας δανεισμού και λειτουργικής απόδοσης (EBITDA/Κλίνη)



Αναδιαρθρώνοντας το χρέος

Το 63% των Δανείων και το 44% των Ιδίων Κεφαλαίων είναι συγκεντρωμένα στις Ομάδες Zombie (-2/-5)

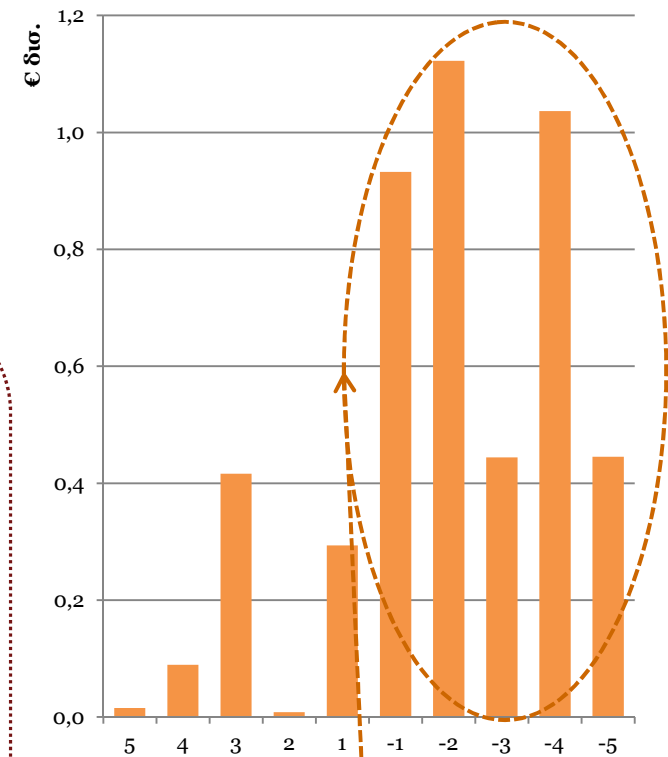


- Παρότι η κεφαλαιακή δομή είναι συντηρητική (Καθαρός Δανεισμός/Απασχολούμενα Κεφάλαια=40%), ένας μεγάλος αριθμός ξενοδοχείων δε μπορεί να εξυπηρετήσει τα δάνειά του
- Τα ξενοδοχεία των κατηγοριών Zombie εμφανίζονται υπερ-επενδυμένα και υπερ-κεφαλαιοποιημένα με αρνητική απόδοση ιδίων κεφαλαίων
- Ο δείκτης ROE μειώνεται με τα ίδια κεφάλαια ενώ τα ίδια κεφάλαια, και γενικά τα απασχολούμενα κεφάλαια, τείνουν να αυξάνονται καθώς κινούμαστε από την Ομάδα 5 στην Ομάδα -5

Το μεγαλύτερο μέρος του συνολικού δανεισμού του δείγματος (€4 δισ.) συγκεντρώνεται στις ομάδες Grey και Zombie αντιμετωπίζοντας προβλήματα εξυπηρέτησης

- Το ερώτημα είναι **ποιο είναι το ύψος των δανειακών κεφαλαίων που πρέπει να αναδιարθρωθούν ή να αναχρηματοδοτηθούν προκειμένου να καταστεί βιώσιμο το χρέος των εταιρειών του δείγματος**
- Η άσκηση πραγματοποιήθηκε σε επίπεδο εταιρείας:

1. Ο δείκτης Καθαρός Δανεισμός/ EBITDA τέθηκε ίσος με 5 ως το ανώτερο ανεκτό όριο βιωσιμότητας του χρέους
2. Για τον υπολογισμό χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος του EBITDA των ετών 2011, 2012 και 2013
3. Για κάθε εταιρεία που παρουσίαζε αρνητικό μέσο EBITDA θεωρήθηκε ότι τα δανειακά κεφάλαια είναι αδύνατον να αποπληρωθούν (“Παγιδευμένα Δάνεια”)
4. Για κάθε εταιρεία που παρουσίαζε θετικό EBITDA υπολογίστηκε το ύψος των δανειακών κεφαλαίων που απαιτούν αναχρηματοδότηση (“Αναχρηματοδοτούμενα Δάνεια”) βασιζόμενοι στα όρια βιωσιμότητας του χρέους (Καθαρός Δανεισμός/ EBITDA=5)
5. Τα “Παγιδευμένα Δάνεια” και τα “Αναχρηματοδοτούμενα Δάνεια” αθροίστηκαν ανά ομάδα και κατηγορία αστεριών

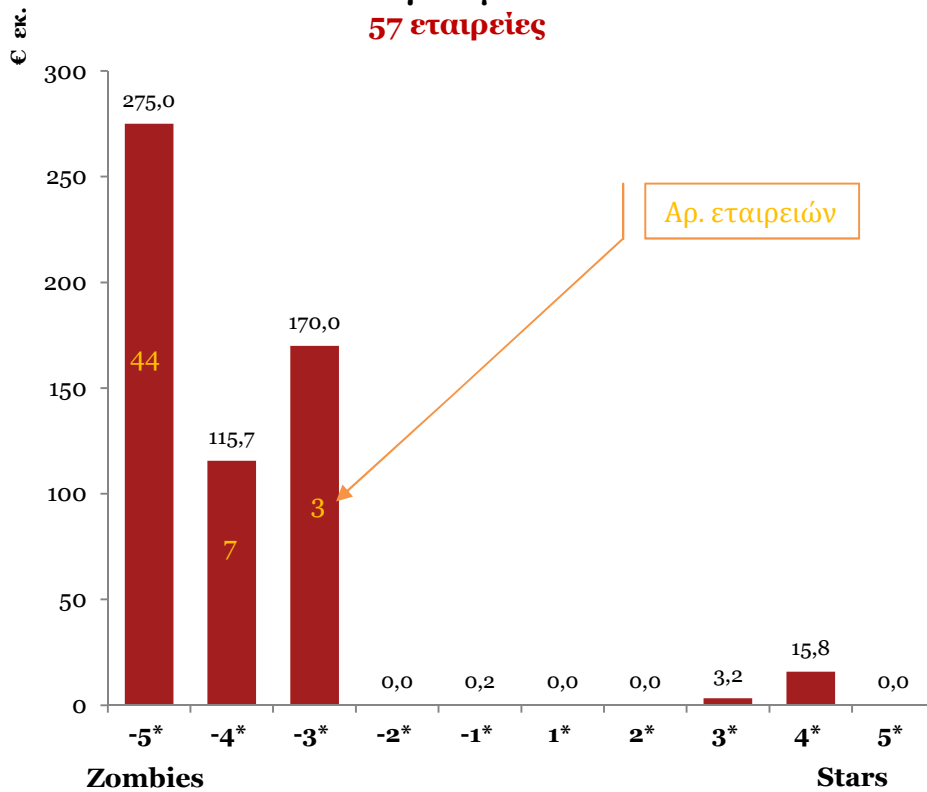


Το σύνολο των δανείων των ομάδων από -5* ως -1* υπολογίζεται σε €4 δισ., μέρος του οποίου απεικονίζει τα εταιρικά ΜΕΔ των Ελληνικών τραπεζών

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

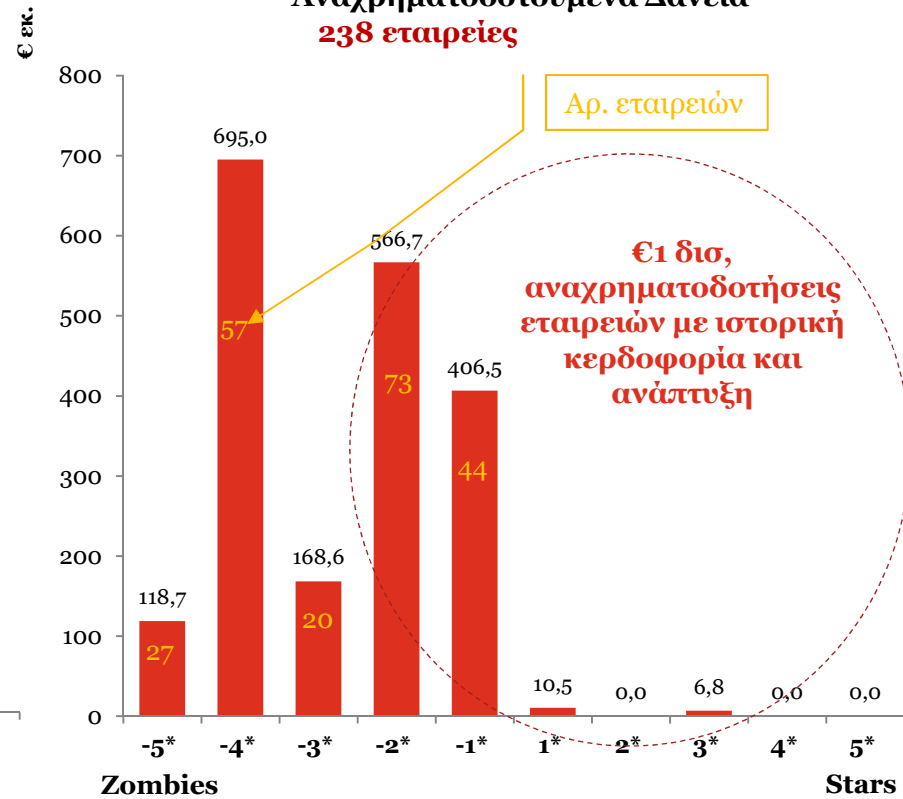
...διαγράφουν ή αναδιαρθρώσουν περίπου €0,6 δισ. (12% των δανείων του δείγματος) για να απελευθερωθούν περιουσιακά στοιχεία κυρίως από τα Zombies

**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**



Αναδιάρθρωνοντας το χρέος

Μεταβολές του ορίου εξυπηρέτησης του δανεισμού (Net Debt/ EBITDA) έχουν μικρή σχετική επίπτωση στα προς αναδιάρθρωση και αναχρηματοδότηση δάνεια (ανάλυση ευαισθησίας)

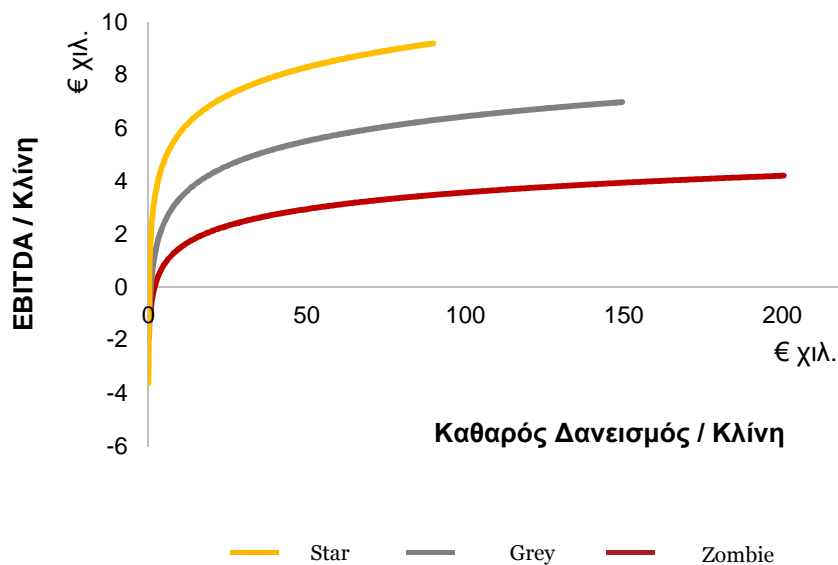
€ δισ. Συνολικά Μεγέθη	Αναχρηματοδοτούμενα Δάνεια		Παγιδευμένος Δανεισμός		Σύνολο Αρχικών Δανείων	Μετά την Αναδιάρθρωση	Μείωση (%)	
	Αριθμός Εταιρειών	Υψος Δανείων	Αριθμός Εταιρειών	Υψος Δανείων				
ND/E=5	Σταθμισμένος μέσος όρος αστεριών							
2*	7	12	4	8	64	44	-30,7%	
3*	55	116	10	6	336	214	-36,4%	
4*	94	595	25	128	1.648	925	-43,9%	
5*	82	1.249	18	438	2.755	1.067	-61,2%	
Σύνολο	238	1.973	57	580	4.803	2.251	-53,1%	
Συνολική Αναδιάρθρωση		€2,5 δισ. / 295 Εταιρείες						

€ δισ. Συνολικά Μεγέθη	Αναχρηματοδοτούμενα Δάνεια		Παγιδευμένος Δανεισμός		Σύνολο Αρχικών Δανείων	Μετά την Αναδιάρθρωση	Μείωση (%)	
	Αριθμός Εταιρειών	Υψος Δανείων	Αριθμός Εταιρειών	Υψος Δανείων				
ND/E=6	Σταθμισμένος μέσος όρος αστεριών							
2*	7	11	4	8	64	45	-29,3%	
3*	46	100	10	6	336	230	-31,4%	
4*	82	503	25	128	1.648	1.017	-38,3%	
5*	69	1.105	18	438	2.755	1.212	-56,0%	
Σύνολο	204	1.719	57	580	4.803	2.504	-47,9%	
Συνολική Αναδιάρθρωση		€2,3 δισ. / 261 Εταιρείες						

€ δισ. Συνολικά Μεγέθη	Αναχρηματοδοτούμενα Δάνεια		Παγιδευμένος Δανεισμός		Σύνολο Αρχικών Δανείων	Μετά την Αναδιάρθρωση	Μείωση (%)	
	Αριθμός Εταιρειών	Υψος Δανείων	Αριθμός Εταιρειών	Υψος Δανείων				
ND/E=7	Σταθμισμένος μέσος όρος αστεριών							
2*	6	10	4	8	64	46	-28,1%	
3*	38	87	10	6	336	243	-27,6%	
4*	72	425	25	128	1.648	1.096	-33,5%	
5*	63	986	18	438	2.755	1.330	-51,7%	
Σύνολο	179	1.508	57	580	4.803	2.715	-43,5%	
Συνολική Αναδιάρθρωση		€2,1 δισ. / 236 Εταιρείες						

Η δυνατότητα δανεισμού είναι συνάρτηση της κερδοφορίας

- Το δείγμα των 754 ξενοδοχείων για το 2013 φέρει δάνεια ύψους €4,8 δισ., εκ των οποίων τα €3 δισ. βρίσκονται στις ομάδες -2 έως -5
- Παρά το γεγονός ότι τα ο δανεισμός υποστηρίζεται από €10,7 δισ. Πάγιο Ενεργητικό, δεν μπορεί να εξυπηρετηθεί από τις ταμειακές ροές των εταιρειών
- Οι ομάδες Star πρακτικά δεν έχουν δανεισμό και θεωρητικά οι ταμειακές τους ροές δύνανται να εξυπηρετήσουν επιπλέον δανεισμό
- Ο Κύκλος Εργασιών/Πάγιο Ενεργητικό υπολογίζεται στο 26% για τις εταιρείες του δείγματος, και μαζί με τα αρνητικά περιθώρια, αναδεικνύουν την πολύ χαμηλή απόδοση στη χρήση των περιουσιακών στοιχείων

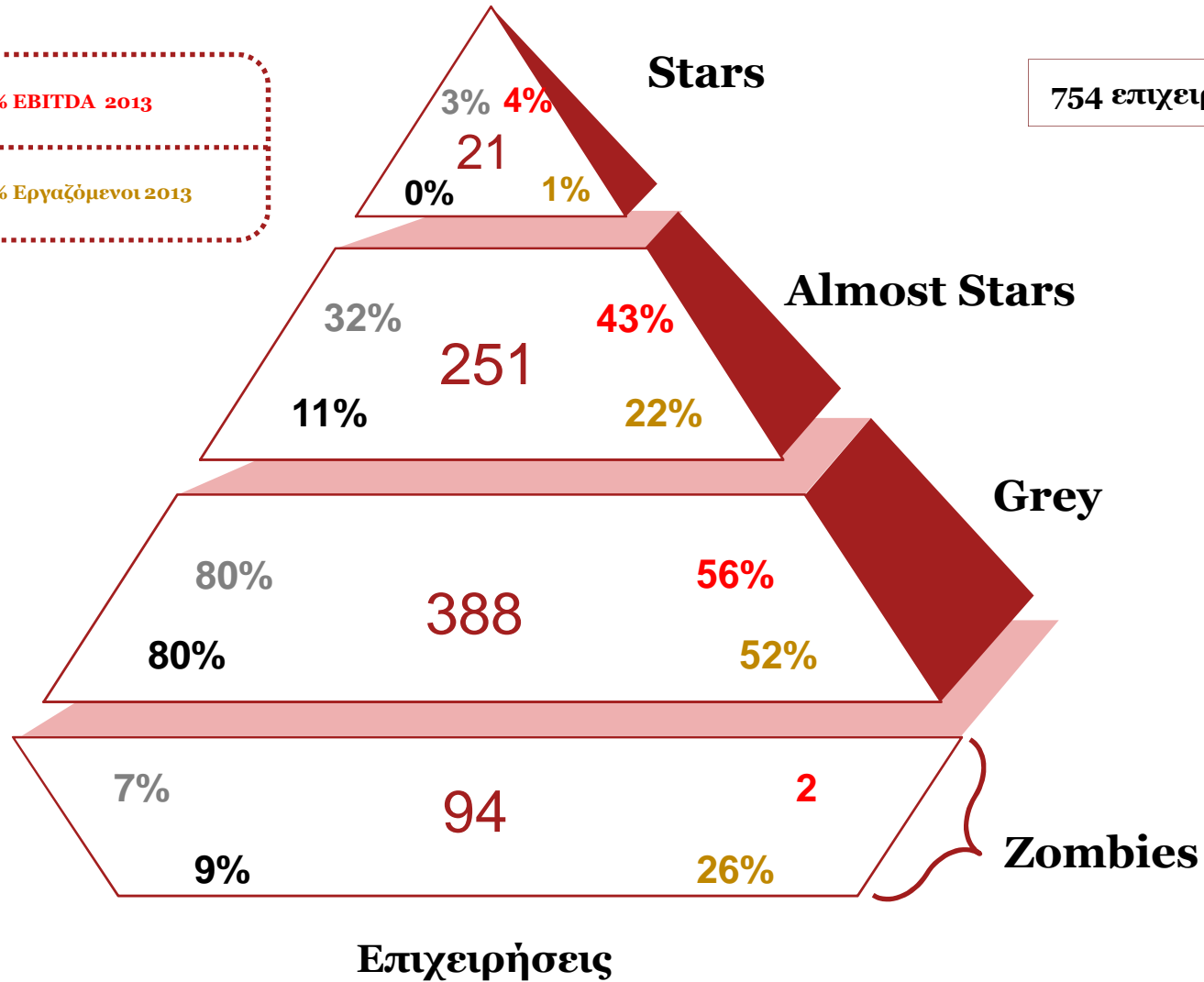


$\ln(\text{Καθαρός Δανεισμός/Κλίνη}) = a + b_1 \ln(\text{EBITDA/Κλίνη}) + b_2 \ln(\text{Εσοδα/Κλίνη})$				
	Σταθερά	$\ln(\text{EBITDA})/$ Κλίνη	$\ln(\text{Εσοδα})$ /Κλίνη)	Προσαρμοσμένο R^2
	a	b1	b2	
Star	-2,80	0,98	0,34	0,41
Grey	-1,65	0,96	0,36	0,41
Zombie	1,45	0,44	0,57	0,43

Αναδιαρθρώνοντας τον κλάδο

Η πυραμίδα αξίας του Ελληνικού Ξενοδοχειακού Κλάδου

% Κύκλος Εργασιών 2013	% EBITDA 2013
% Σύνολο Δανείων 2013	% Εργαζόμενοι 2013



Πολιτικές διαχείρισης επιχειρηματικού χρέους και χρηματοδότησης της ανάπτυξης

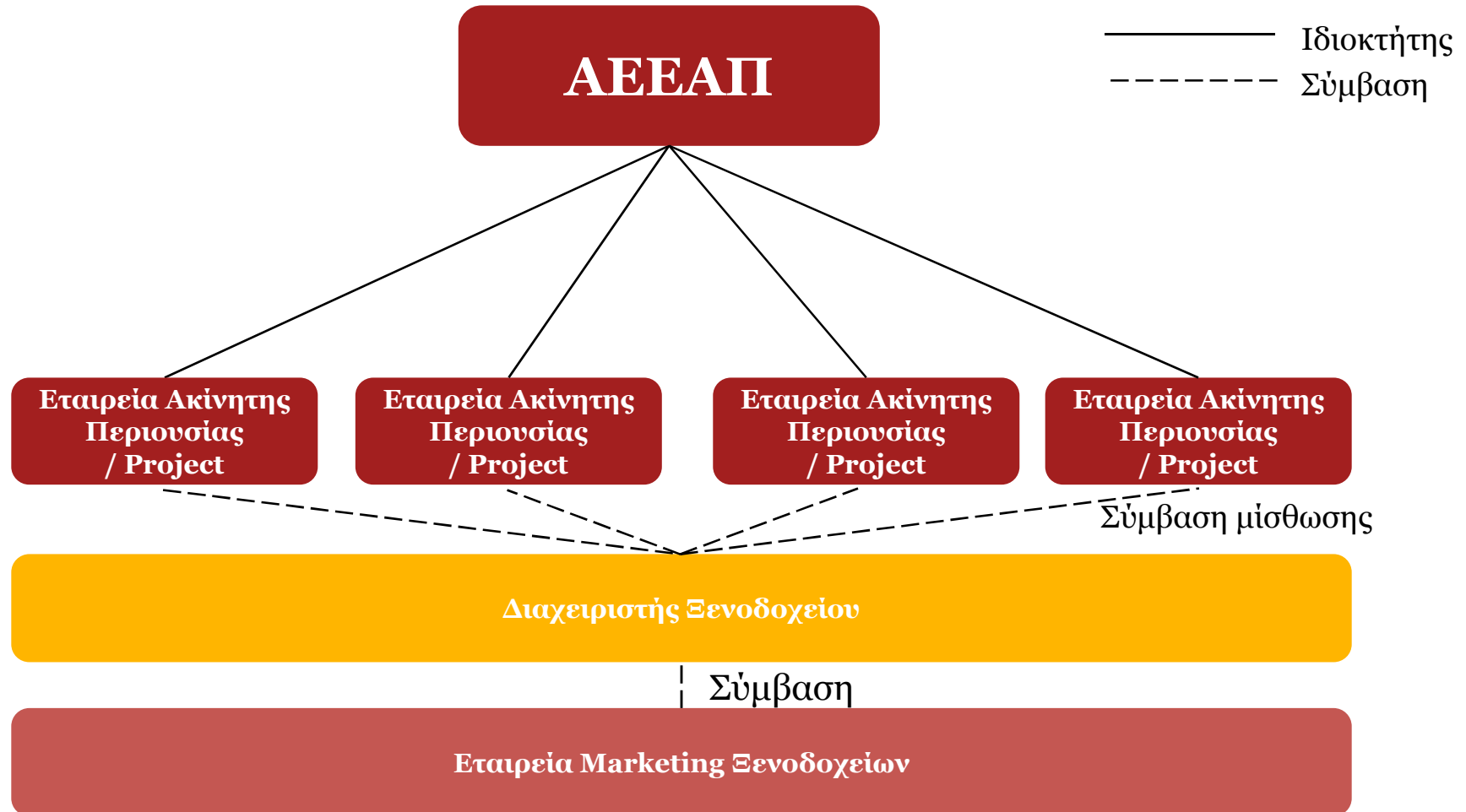
A/A	Πολιτική	Αριθμός Εταιρειών	Επίπτωση στις τράπεζες (Δάνεια υψηλού ρίσκου)	Επίπτωση στις επιχειρήσεις	Εκτιμώμενη κινητοποίηση κεφαλαίων τρίτων
1	Εκκαθάριση των εταιρειών με συστηματικά αρνητικές ταμειακές χρηματοροές και εκκαθάριση Παγίου Ενεργητικού	~55	✓ Έως €0,6 δισ. απώλειες εξαιτίας της αναδιάρθρωσης	✓ Πτώχευση	✓ ~€0,3 δισ. για αγορά παγίων από άλλες ξενοδοχειακές εταιρείες ή ΑΕΕΑΠ
2	Αναδιάρθρωση δανείων εταιρειών με προσδοκώμενη βελτίωση προοπτικών	~250	✓ Έως €1 δισ. αναδιάρθρωση/νέα χρηματοδότηση ✓ Βελτίωση κερδοφορίας στα ΜΕΔ και αντιλογισμός προβλέψεων	✓ Αύξηση εσόδων ✓ Βελτίωση EBITDA και EBT	✓ €0,3 δισ. για αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου
3	Αναχρηματοδότηση δανείων εταιρειών με καλή απόδοση στο παρελθόν	~115	✓ Αναχρηματοδότηση €1 δισ.	✓ Νέα απασχολούμενα κεφάλαια ✓ Αύξηση εσόδων ✓ Βελτίωση EBITDA και EBIT	✓ €0,3 δισ. για αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου
Συνολικό Αποτέλεσμα			✓ €0,6 δισ. διαγραφή δανείων ✓ €1 δισ. αναδιάρθρωση δανείων ✓ €1 δισ. νέα χρηματοδότηση	✓ Βελτίωση της κερδοφορίας και ανάπτυξη	✓ €0,9 δισ. επενδύσεις τρίτων

Αναδιάρθρωση μέσω των ΑΕΕΑΠ

- Η ίδρυση Ανώνυμων Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία μπορεί να δημιουργήσει κρίσιμη μάζα και οικονομίες κλίμακας στο ξενοδοχειακό κλάδο, γεγονός που θα βελτιώσει την οικονομική εικόνα των ξενοδοχείων
- Επιπλέον, οι ΑΕΕΑΠ, σύμφωνα με τον νόμο Ν 2778/1999, όπως τροποποιήθηκε πρόσφατα, αποτελούν ένα ιδιαίτερα ελκυστικό μέσο για επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία έχοντας ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς
- Η αναβάθμιση του επιπέδου των ξενοδοχειακών μονάδων προϋποθέτει αναδιάρθρωση του ξενοδοχειακού κλάδου διαχωρίζοντας τις ξενοδοχειακές υπηρεσίες από την ιδιοκτησία των ακινήτων μέσα από την ίδρυση Ανώνυμων Εταιρειών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ)
- Ο συνδυασμός των ΑΕΕΑΠ με μεγάλες εταιρείες διαχείρισης ξενοδοχείων θα δώσει στον κλάδο το αναγκαίο μέγεθος ώστε να καταστεί παγκοσμίως ανταγωνιστικός. Ιδιαίτερα όσον αφορά το marketing και τις κρατήσεις κλινών διεθνώς, η συγκέντρωση μπορεί να δώσει ώθηση στις τιμές και να δημιουργήσει ειδικά τουριστικά προϊόντα “non high season” τα οποία θα βελτιώσουν τη πληρότητα και τα οικονομικά μεγέθη των ξενοδοχείων
- Οι αποδόσεις των ξενοδοχειακών ΑΕΕΑΠ, όπως φαίνεται και στον πίνακα, είναι υψηλότερες σε σχέση με τις μη ξενοδοχειακές ΑΕΕΑΠ

Φορολογικά Οφέλη	ΑΕΕΑΠ	Χώρα	Χαρτοφυλάκιο Ακίνητης Περιουσίας	2014	NAV (εκ.)	P/ BV	
				Μερισματική απόδοση (%)		Q2 2015	Q3 2015
✓ Μηδενικός φόρος μεταβίβασης για εξαγορά περιουσιακών στοιχείων	Diamond Hospitality	ΗΠΑ	Ξενοδοχεία	2,76%	1.823	1,22x	1,41x
	Sunstone Hotel Investors	ΗΠΑ	Ξενοδοχεία	3,09%	2.381	1,24x	1,44x
	American Hotels Income Properties	Καναδάς	Ξενοδοχεία	8,93%	197	1,31x	1,07x
	Hersha Hospitality Trust	ΗΠΑ	Ξενοδοχεία	3,70%	753	1,97x	2,15x
	RLJ Lodging Trust	ΗΠΑ	Ξενοδοχεία	3,10%	2.176	1,47x	1,67x
	M.O. Ξενοδοχειακών ΑΕΕΑΠ					1,44x	1,55x
✓ Μειωμένος φόρος εισοδήματος βάσει της αξίας των περιουσιακών στοιχείων	Klepierre*	Γαλλία	Λιανεμπόριο, γραφεία & βιομηχανικά κτίρια	4,34%	7.592	1,92x	2,89x
	Immobiliare Grande Distribuzione	Ιταλία	Εμπορικά πολυκαταστήματα	5,81%	968	0,63x	0,62x
✓ Μηδενικός φόρος στη διανομή μερισμάτων (απαλλαγή ακόμα και σε επίπεδο επενδυτή)	Land Securities Group	ΗΒ	Γραφεία, εμπορικά κέντρα, αποθήκες	2,54%	11.188	0,89x	0,93x
	Affine	Γαλλία	Βιομηχανικά & Εμπορικά	6,59%	298	0,51x	0,45x
	Beffimo	Βέλγιο	Εταιρικά Κτίρια	5,73%	1.231	1,01x	1,14x
✓ Μειωμένος ετήσιος φόρος ακίνητης περιουσίας	Grivalia	Ελλάδα	Εταιρικά Κτίρια	3,96%	869	0,91x	0,88x
	Trastor	Ελλάδα	Εταιρικά Κτίρια	9,00%	71	1,08x	1,09x
	MIG ΑΕΕΑΠ	Ελλάδα	Εταιρικά Κτίρια	0	40	0,89x	0,90x
		M.O. Μη ξενοδοχειακών ΑΕΕΑΠ					0,98x

Τυπική δομή ΑΕΕΑΠ και συμβάσεις

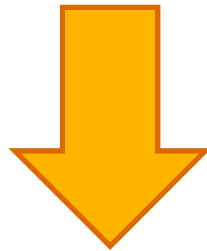


Οι ΑΕΕΑΠ μπορούν να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη του τουρισμού

Ξενοδοχειακή ΑΕΕΑΠ

Αποκλειστικά ξενοδοχεία τουριστικών προορισμών

- Ιδιοκτήτες ή οφειλέτες ξενοδοχείων τουριστικών προορισμών που συνέβαλαν στις ΑΕΕΑΠ
- Μια διαχειρίστρια εταιρεία
- Συμβάσεις marketing με διεθνείς operators

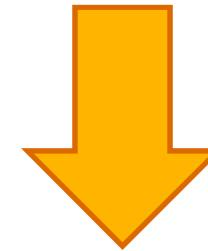


- Ξεκάθαρη δομή
- Σταθερές αποδόσεις
- Προφίλ χαμηλού ρίσκου
- Ανάπτυξη μόνο μέσω εξαγορών

Ξενοδοχειακή και Αναπτυξιακή ΑΕΕΑΠ

Ξενοδοχεία τουριστικών προορισμών ΚΑΙ οικόπεδα για ανάπτυξη ξενοδοχειακών μονάδων

- Ιδιοκτήτες ή οφειλέτες πολυτελών ξενοδοχείων/ξενοδοχείων τουριστικών προορισμών που συνέβαλαν στις ΑΕΕΑΠ
- Ιδιοκτήτες ή οφειλέτες εκτάσεων για ανάπτυξη (π.χ. πολυτελών κατοικιών) που συνέβαλαν στις ΑΕΕΑΠ
- Μια διαχειρίστρια εταιρεία
- Συμβάσεις marketing με διεθνείς operators



- Ξεκάθαρη δομή
- Υψηλότερη προσδοκώμενη οργανική ανάπτυξη
- Αναπτυξιακό/κατασκευαστικό ρίσκο
- Προφίλ υψηλότερου ρίσκου
- Υψηλότερες αποδόσεις

Συμπεράσματα

Συμπεράσματα

- Η Ελλάδα αποτελεί ένα σημαντικό παγκόσμιο τουριστικό προορισμό, με 22 εκ. αφίξεις τουριστών το 2014, αυξημένες από 18 εκ. το 2013
- 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 404.779 δωμάτια και 780.721 κλίνες, τα οποία είναι συγκεντρωμένα κυρίως στην Κρήτη, το Νότιο Αιγαίο, την Κεντρική Μακεδονία και τα νησιά του Ιονίου
- Ο ξενοδοχειακός κλάδος συνολικά είναι υπερ-κεφαλαιοποιημένος αλλά όχι υπερχρεωμένος, με την τρέχουσα κερδοφορία να μην είναι επαρκής για να αμειφθούν τα απασχολούμενα κεφάλαια
- Οι ξενοδοχειακές εταιρείες είναι υπερ-επενδυμένες και υπερ-κεφαλαιοποιημένες, αλλά με υγιείς κεφαλαιακές δομές. Την ίδια στιγμή, ο Κύκλος Εργασιών είναι περιορισμένος καθώς δεν έχει σημαντική άνοδο εδώ και 5 χρόνια και η κερδοφορία είναι ανεπαρκής για να ανταμείψει τα απασχολούμενα κεφάλαια
- Περίπου 41% των ξενοδοχειακών εταιρειών (310) κατατάσσονται στις ομάδες Zombie σε σύγκριση με το 36% (272) που κατατάσσονται στις ομάδες Stars το 2013. Τα Zombies αντιπροσωπεύουν το 40% των ξενοδοχείων, το 44% των κλινών, το 40% των εσόδων, το 53% του πάγιου ενεργητικού, το 52% των απασχολούμενων κεφαλαίων και φέρουν το 68% του καθαρού χρέους του δείγματος
- Το μεγαλύτερο μέρος του συνολικού δανεισμού του δείγματος (€4 δισ.) συγκεντρώνεται στις ομάδες Grey και Zombie αντιμετωπίζοντας προβλήματα εξυπηρέτησης
- Για την αναχρηματοδότηση του ξενοδοχειακού κλάδου, σε έναν εύλογο χρονικό ορίζοντα, οι τράπεζες θα πρέπει να διαγράψουν ή να αναδιρθώσουν περίπου €0,6 δισ. (12% των δανείων του δείγματος) για να απελευθερωθούν περιουσιακά στοιχεία κυρίως από τα Zombies καθώς και να αναδιρθώσουν/αναχρηματοδοτήσουν περίπου €2 δισ. (41% των δανείων του δείγματος) για να επανέλθει η συμβατότητα με την λειτουργική κερδοφορία
- Παρά το γεγονός ότι ο τουρισμός συμβάλλει κατά 9,5% στο Α.Ε.Π., τα Ελληνικά ξενοδοχεία είναι μικρά με τα τυπικά έσοδα να κυμαίνονται από €2.1 έως €4.8 εκ.. Το μικρό μέγεθος των ξενοδοχειακών εταιρειών και των ξενοδοχειακών μονάδων εμποδίζει την ανάπτυξη και την κερδοφορία
- Η στρατηγική για τον ξενοδοχειακό κλάδο βασίζεται στην στροφή της αγοράς προς τις μεγάλες ξενοδοχειακές εταιρείες με:
 - ✓ Απελευθέρωση περιουσιακών στοιχείων από εταιρείες Zombie και εξαγορά τους από εταιρείες Star και Grey
 - ✓ Αναδιάρθρωση δανείων και διευκόλυνση συγχωνεύσεων με εταιρείες Star και Grey
 - ✓ Ομαδοποίηση περιουσιακών στοιχείων των ξενοδοχείων σε ΑΕΕΑΠ και διευκόλυνση δημιουργίας μεγάλων εταιρειών διαχείρισης ξενοδοχείων

Πηγές

- *Eurostat*
- *Τράπεζα της Ελλάδος*
- *Ξενοδοχειακό Επιμελητήριο Ελλάδος*
- *Σύνδεσμος Ελληνικών Τουριστικών Επιχειρήσεων (ΣΕΤΕ)*
- *Ι.Τ.Ε.Π., Εξελίξεις στον Τουρισμό και στην Ελληνική Ξενοδοχεία (2013)*
- *Υπουργείο Τουρισμού (Από δεδομένα που παρέχονται από τουριστικές εταιρείες)*

© 2015 PricewaterhouseCoopers Business Solutions A.E. Με επιφύλαξη όλων των νομίμων δικαιωμάτων.

Η επωνυμία 'PwC' αναφέρεται στο δίκτυο των εταιρειών μελών και/ή σε μία ή περισσότερες από τις εταιρείες μέλη, κάθε μία από τις οποίες αποτελεί μια ξεχωριστή νομική οντότητα. Για περισσότερες πληροφορίες παρακαλούμε επισκεφθείτε το www.pwc.com/structure.

PwC