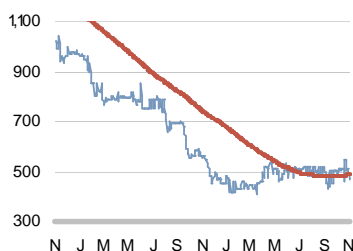


HCI HAMMONIA SHIPPING

**Geringer Überschuss in den ersten 9 Monaten 2010
Sondereffekt lässt positives Ergebnis für Gesamtjahr erwarten.**

Schifffahrt

Branche



Quelle: Bloomberg

Bewertung je Aktie in EUR

Fair Value	623 EUR
52-Wochen-Hoch	575 EUR
52-Wochen-Tief	392 EUR

Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
CDAX	-23,9	-22,6	-37,5

Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	64,4
Anzahl Aktien (Tsd.)	136,4
Volatilität (2010) in % p.a.	44,1
Bloomberg	HHX
ISIN:	DE000A0MPF55

Analyst

Stefan Gäde
Senior Analyst, HSH Nordbank
+49 40 33 33 12029
stefan.gaede@hsh-nordbank.com

472 EUR

Kurs

Mittel

Anlagerisiko

623 EUR

Kursziel

Kaufen

unverändert

Bitte beachten Sie den Disclosure auf der vorletzten Seite.

Die ersten 9 Monate 2010 hat HCI HAMMONIA SHIPPING mit einem geringen Überschuss abgeschlossen. Darin waren Erlöse aus der Umwandlung von Charterforderungen enthalten, die auch im vierten Quartal anfallen werden. Für das Gesamtjahr wird jetzt aufgrund dieses Sondereffektes von einem Überschuss von 1,0 bis 2,0 Mio. EUR ausgegangen.

Die Umsätze verringerten sich in den ersten 9 Monaten 2010 im Vergleich zum Vorjahr um 8,3% auf 45,0 Mio. EUR. Das Reedereiergebnis (EBITDA) sank um 6,6% auf 30,2 Mio. EUR und das EBIT ging um 1,3% auf 12,5 Mio. EUR zurück. Der Periodenüberschuss betrug 0,2 Mio. EUR nach 0,0 Mio. EUR im Vorjahr. Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit verminderte sich um 10,2% auf 17,6 Mio. EUR.

Das Management berichtete außerdem in einer Ad-hoc-Meldung, dass im September und Oktober Aktien der Reedereien CCNI und CSAV verkauft wurden und dem Unternehmen daraus ein Erlös von insgesamt 7,9 Mio. USD zufließen wird. Umgerechnet 6,1 Mio. EUR ergäben sich bei einem Euro-Kurs von 1,30 USD. Zurückzuführen ist die Transaktion auf die Restrukturierung der börsennotierten chilenischen Linienreedereien CSAV und CCNI. Im Rahmen der Restrukturierung verzichtete eine Gruppe von Schiffseignern für einen begrenzten Zeitraum auf einen Teil ihrer Charter und erhielt dafür Aktien. Diese Aktien konnten nun mit einem deutlichen Gewinn veräußert werden. Im 9-Monatsergebnis sind bereits 2,4 Mio. EUR im Umsatz und 1,2 Mio. EUR erfolgsneutral im Eigenkapital berücksichtigt worden.

Der Aufwärtstrend der Poolraten hat sich im dritten Quartal fortgesetzt. Insbesondere der 3.100 TEU-Pool verzeichnete gute Fortschritte. Es muss aber berücksichtigt werden, dass sich aufgrund der Pool-Beschäftigung die Erholung der Charraten erst mit merklicher Verzögerung in den Poolraten widerspiegelt. Das Niveau der Raten ist nach wie vor nicht auskömmlich. Deshalb wurden mit den kreditgebenden Banken Vereinbarungen über die Stundung von Tilgungszahlungen geschlossen bzw. stehen kurz vor dem Abschluss.

	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse in TEUR	1.592	46.712	62.254	62.047	61.003	68.129	84.152	93.432
Schiffsbetriebsergebnis in TEUR	863	32.471	42.639	40.315	39.217	43.859	55.693	61.704
EBITDA (Reedereiergebnis) in TEUR	9.412	30.483	40.583	39.082	35.873	40.366	51.312	56.689
EBITDA-Marge	591,1%	65,3%	65,2%	63,0%	58,8%	59,2%	61,0%	60,7%
EBIT in TEUR	4.089	16.839	13.449	17.876	14.667	19.159	28.126	31.525
EBIT-Marge	256,8%	36,0%	21,6%	28,8%	24,0%	28,1%	33,4%	33,7%
Jahresüberschuss in TEUR	4.485	9.472	-2.752	992	-1.247	3.610	11.697	13.530
Ergebnis je Aktie in EUR	32,88	69,44	-20,18	7,28	-9,14	26,47	85,75	99,19
KGV	-	-	-	64,9	-	17,8	5,5	4,8
Dividende je Aktie in EUR	0,00	20,00	0,00	0,00	0,00	10,00	70,00	80,00
Dividendenrendite	-	-	-	0,0%	0,0%	2,1%	14,8%	16,9%

Quelle: HSH Nordbank

Das Management hat bekannt gegeben, sich in konkreten Verhandlungen mit einer Bank zu befinden, um ein Schiff über die Ausgabe von Genussrechten anzubinden. In der letzten Hauptversammlung wurde ein entsprechender Rahmen für eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage beschlossen.

Das Schiffsportfolio

Das Portfolio der HCI HAMMONIA SHIPPING besteht aus 11 Containerschiffen. Im Einzelnen handelt es sich um drei baugleiche 7.800 TEU-Schiffen (Baujahr 1998), zwei baugleiche 3.100 TEU-Schiffen (Baujahr 2003) und sechs baugleiche 2.500 TEU-Schiffen (Baujahre 2007, 2008, 2009).

Die Flotte von HCI HAMMONIA SHIPPING

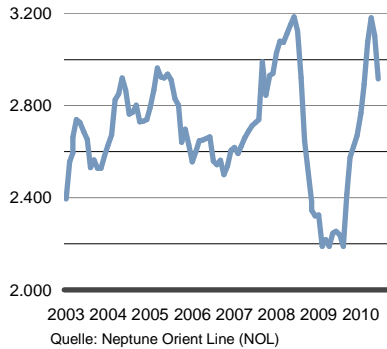
Nr.	Name	Kapazität in TEU	Anschaffungskosten in Tsd. USD	Baujahr bzw. Ablieferung	Beschäftigung	Charterer/ Pool-Manager
1	HAMMONIA FIONIA	7.800	100.000*	1998	feste Zeitcharter	Maersk
2	HAMMONIA DANIA	7.800	100.000*	1998	feste Zeitcharter	Maersk
3	HAMMONIA HAFNIA	7.800	100.000*	1998	feste Zeitcharter	Maersk
4	Saxonia	3.100	45.000	2003	Einnahme-Pool	Döhle
5	Westphalia	3.100	45.000	2003	Einnahme-Pool	Döhle
6	HAMMONIA POMERENIA	2.500	49.025	2007	Einnahme-Pool	Döhle
8	HAMMONIA HOLSATIA	2.500	46.250	2008	Einnahme-Pool	Döhle
7	HAMMONIA TEUTONICA	2.500	46.450	2008	Einnahme-Pool	Döhle
9	HAMMONIA MASSILIA	2.500	46.700	2008	Einnahme-Pool	Döhle
10	HAMMONIA ROMA	2.500	46.650	2009	Einnahme-Pool	Döhle
11	HAMMONIA BAVARIA	2.500	51.165	2009	Einnahme-Pool	Döhle

Quelle: HCI HAMMONIA SHIPPING AG, *Lloyds List

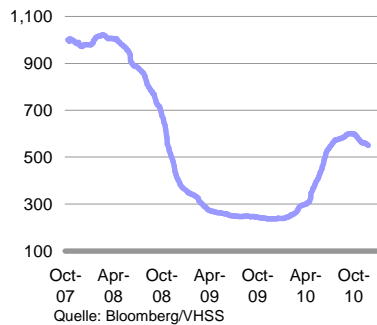
Die Entwicklung des internationalen Containermarktes

Die Erholung auf dem Markt für Containerschiffe ist ins Stocken geraten. Seit dem Sommer befinden sich die Frachtraten für Container auf dem Rückzug. Mit Verzögerung haben auch die Charrerraten in den letzten Wochen leichte Einbußen hinnehmen müssen. Dabei ist das Niveau der Charrerraten in der Breite nach wie vor unbefriedigend. Insbesondere bei den Schiffsklassen mit einer Kapazität von unter 4.000 TEU reichen die Raten nicht aus, um nach der Zahlung von Zinsen auch noch Kredite zu tilgen.

NOL-Frachtrate (USD/FEU)



New ConTex Charterratenindex



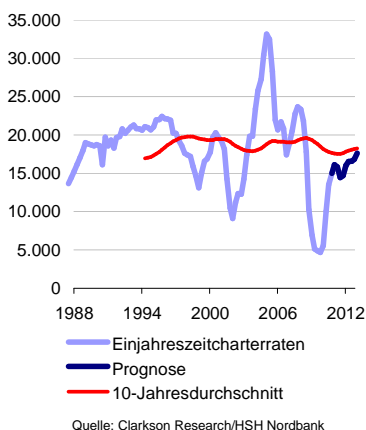
Durchschnittliche Charrerraten für Containerschiffe 12m t/c in T USD/Tag

	Ytd 09	Ytd 10	09-10	10-10
1.000 TEU	1,3	5,5	6,8	6,8
1.700 TEU	4,8	6,3	7,8	7,8
3.000 TEU	5,9	10,5	14,0	14,0
4.500 TEU	9,3	14,8	19,0	19,0

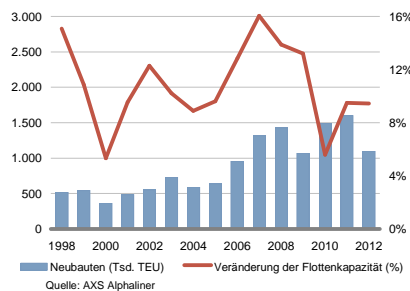
Quelle: RS Platou

Prognose: Container

Einjahres-Zeitcharterraten-Index



Containerschiffe: Neubauten und Veränderung der Flottenkapazität



Containerschiffe Flotte und Orderbuch

Größe TEU	Bestand TEU	Orderbuch TEU	%
< 2.000	2.507	118	5
2.000-2.999	1.824	121	7
3.000-3.999	1.098	151	14
4.000-7.499	5.697	850	15
7.500-9.999	2.262	764	34
10.000-15.500	832	1.782	214
Gesamt	14.220	3.786	27

Quelle: ASX-Alpha-Liner

Im Zuge der überraschend kräftigen Konjunkturerholung ist die Anzahl der auf dem Seeweg transportierten Container von Ende 2009 bis zum Sommer zweistellig gewachsen. Entsprechend rasant konnten die Frachtraten zulegen. Im Sommer wurden sogar historische Höchststände erzielt. Nutznießer dieser Entwicklung sind insbesondere die Linienreedereien wie Maersk oder Hapag Lloyd. Zum Ausdruck kommt der Aufschwung in erster Linie durch das Wiederauffüllen ausgedünnter und durch die Einrichtung neuer Liniendienste. Zurückgegriffen wurde dabei auf die zahlreichen Neubauten und die während der Krise stillgelegten Schiffe. Die positiven Markterwartungen machen sich auch in der Zunahme der Bestellaktivitäten bemerkbar.

Allerdings hat die gute Stimmung in den vergangenen Wochen einen Dämpfer erhalten. Vor dem Hintergrund rückläufiger Umschlagsmengen im letzten Quartal fordert der anhaltende Neubauboom jetzt seinen Tribut. So liefen allein in den ersten 9 Monaten dieses Jahres 228 Containerschiffe vom Stapel. Alphaliner rechnet für das Gesamtjahr 2010 mit einem Anstieg der Weltflottenkapazität von 9,5% auf 14,3 Mio. TEU und 2011 nochmals mit einer Ausweitung von 9,1%. Der Charratenindex New ConTex büßte seit Mitte September 8,0% ein. Wir gehen jedoch davon aus, dass der Containerschiffmarkt seinen Erholungskurs im Frühjahr wieder aufnehmen wird. Motor ist die Weltkonjunktur, deren Wachstum sich 2011 - wenngleich weniger dynamisch - fortsetzen sollte. Darum dürfte die Anzahl der transportierten Container weiter kräftig zulegen. Wir sehen ein Plus von bis zu 10%. Einem schnellen Anstieg der Charraten steht aber das Überangebot an Tonnage entgegen. Aus diesem Grund erwarten wir ab dem zweiten Halbjahr 2011 lediglich eine langsame Rückkehr zu auskömmlichen Raten.

Einschätzung, Bewertung und Rating

Die Teilnahme der Einnahme-Pools an der Restrukturierung der chilenischen Linienreedereien war erfolgreich. Die damit verbundenen Erträge aus dem Aktienverkauf kommen schneller und höher als erwartet. Aus diesem Grund wird HCI HAMMONIA SHIPPING dieses von den Rahmenbedingungen her schwierige Geschäftsjahr mit einem Gewinn abschließen können. Wir rechnen mit einem Plus von 1,0 Mio. EUR. In unserer letzten Analyse waren wir noch von einem deutlichen Verlust von 1,7 Mio. EUR ausgegangen. Erfreulich ist darüber hinaus der sich abzeichnende Ausbau der Schiffsflotte.

In folgenden Punkten haben wir unsere Prognose verändert:

- Die Sondererträge aus dem Aktienverkauf wurden mit 5,9 Mio. EUR im Umsatz berücksichtigt. Zuvor waren es rund 3,0 Mio. EUR verteilt auf 2010 und 2011.
- Die Charraten der Poolschiffe haben wir für 2010 geringfügig angepasst, bei den 2.500 TEU-Schiffen nach unten und bei den 3.100 TEU-Schiffen nach oben.
- Für 2011 haben wir unsere Prognose des Eurokurses gegenüber dem US-Dollar von 1,30 auf 1,36 USD angehoben.

Unsere Bewertung führt zu einem Fair Value von 623 EUR je Aktie. Das Rating der HCI HAMMONIA SHIPPING-Aktie belassen wir auf Kaufen. Das Kursziel auf Sicht von 12 Monaten ist 623 EUR (zuvor 611 EUR). Das Anlagerisiko schätzen wir als mittel ein.

Bitte beachten Sie die Sensitivitätsanalyse im Tabellenanhang unter Economic Value Added.

Gewinn- und Verlustrechnung

per 31.12. in Tsd. EUR	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	1.592	46.712	62.254	62.047	61.003	68.129	84.152	93.432
Schiffsbetriebskosten	729	14.241	19.615	21.731	21.785	24.270	28.459	31.727
Schiffsbetriebsergebnis	863	32.471	42.639	40.315	39.217	43.859	55.693	61.704
Personalkosten	0	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiger betrieblicher Aufwand	919	5.399	3.900	4.233	4.344	4.493	5.381	6.015
sonstiges Beteiligungsergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0
sonstiger betrieblicher Ertrag	9.468	3.411	1.844	3.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Ergebnis aus Verkauf "assets for sale"	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA (Reedereiergebnis)	9.412	30.483	40.583	39.082	35.873	40.366	51.312	56.689
Amortization Impairment	4.880	5	0	0	0	0	0	0
Abschreibungen	444	13.639	22.263	21.207	21.207	21.207	23.185	25.164
Wertminderungen	0	0	4.872	0	0	0	0	0
EBIT	4.089	16.839	13.449	17.876	14.667	19.159	28.126	31.525
Zinserträge	474	1.407	330	344	160	98	116	135
Zinsaufwand	56	8.594	16.169	16.867	15.714	15.247	16.095	17.679
Zinsergebnis	418	-7.188	-15.840	-16.523	-15.554	-15.149	-15.979	-17.545
sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	4.507	9.651	-2.391	1.353	-887	4.010	12.148	13.981
EE-Steuer Aufwand	22	179	362	360	360	400	450	450
Ergebnis nach Steuern	4.485	9.472	-2.752	993	-1.247	3.610	11.698	13.531
Ergebnisanteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss	4.485	9.472	-2.752	993	-1.247	3.610	11.698	13.531
Ausschüttungsquote in %	0	29	0	0	0	38	82	81
Ausschüttung	0	2.728	0	0	0	1.364	9.549	10.913
Anzahl der Aktien in Tsd.	136	136	136	136	136	136	136	136
Ergebnis je Aktie	32,88	69,44	-20,18	7,28	-9,14	26,47	85,75	99,19
Dividende je Aktie	0,00	20,00	0,00	0,00	0,00	10,00	70,00	80,00

Quelle: HSH Nordbank

Bilanz

per 31.12. in Tsd. EUR	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Langfristiges Vermögen								
Geschäfts-/Firmenwert	0	0	0	0	0	0	0	0
Übriges immat. Vermögen	9.227	1.770	4	4	4	4	4	4
Sachanlagen	96.685	439.862	450.693	429.487	408.280	387.074	416.196	443.340
Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0	0	0
Forderungen und sonstiges Vermögen lgfr.	327	12	1.055	0	0	0	0	0
aktive latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0	0
akt. Rechnungsabgrenzung lgfr.	0	0	0	0	0	0	0	0
	106.239	441.644	451.752	429.491	408.284	387.078	416.200	443.344
Kurzfristiges Vermögen								
Vorräte	334	1.669	1.462	1.951	1.860	2.074	2.555	2.833
Forderungen aus L&L	81	2.311	947	1.951	1.860	2.074	2.555	2.833
sonstige kurzfr. Ford. u. Vermögen	564	810	2.695	1.626	1.550	1.728	2.129	2.361
kurzfr. finanzielle Vermögenswerte/ Finanzinstrumente	0	0	12	0	0	0	0	0
Effektive Ertragsteueransprüche	0	0	0	0	0	0	0	0
Liquide Mittel	49.380	20.643	15.967	22.766	9.300	10.369	12.773	14.165
akt. Rechnungsabgrenzung kurzfr.	0	0	0	0	0	0	0	0
eigene Anteile	0	0	0	0	0	0	0	0
	50.358	25.432	21.083	28.295	14.571	16.245	20.011	22.191
Aktiva	156.597	467.076	472.835	457.786	422.855	403.323	436.211	465.536
Eigenkapital								
Gezeichnetes Kapital	136.414	136.414	136.414	136.414	136.414	136.414	136.414	136.414
Kapitalrücklage	9.772	9.772	9.772	9.772	9.772	9.772	9.772	9.772
Sonstiges Eigenkapital	5.844	9.670	7.900	10.434	9.188	12.798	23.131	27.113
	152.030	155.856	154.086	156.620	155.374	158.984	169.317	173.299
Langfristige Verbindlichkeiten								
lgfr. sonstige und Steuer-Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0
lgfr. Finanzschulden/-kredite	0	267.438	275.813	260.000	250.000	230.000	250.000	250.000
übrige zinstragende Verbindl.	0	0	0	0	0	0	0	0
lgfr. Verbindlichkeiten L&L	0	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige lgfr. Verbindlichkeiten/Derivate	2.382	17.670	5.193	12.000	8.000	5.000	3.000	3.000
passive latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0	0
pass. Rechnungsabgrenzung lgfr.	0	0	0	0	0	0	0	0
	2.382	285.109	281.006	272.000	258.000	235.000	253.000	253.000
Kurzfristige Verbindlichkeiten								
Sonstige kurzfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0
gesamt kurzfr. Finanzschulden/-kredite	82	23.341	30.296	25.704	6.156	5.693	9.527	34.452
kurzfr. Verbindlichkeiten L&L	619	1.541	993	1.626	1.550	1.728	2.129	2.361
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	1.485	1.030	5.919	1.301	1.240	1.383	1.703	1.889
Effektive Ertragsteuerverbindlichkeit	0	200	535	535	535	535	535	535
pass. Rechnungsabgrenzung kurzfr.	0	0	0	0	0	0	0	0
	2.186	26.111	37.743	29.166	9.482	9.339	13.894	39.237
Passiva	156.597	467.076	472.835	457.786	422.855	403.323	436.211	465.536

Quelle: HSH Nordbank

Kapitalflussrechnung

per 31.12. in Tsd. EUR	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss	9.472	-2.752	992	-1.247	3.610	11.697	13.530
- Ergebnisanteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
+ Abschreibungen, Amortisation, Neubewertung	13.644	25.151	21.207	21.207	21.207	23.185	25.164
- Zunahme Net Working Capital	3.144	-4.350	4.398	-122	285	641	371
- Zunahme Igfr. Forderungen u. sonst. Vermögen	-315	1.043	-1.055	0	0	0	0
+ Zunahme Igfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0
+ Zunahme sonst. Igfr. Verbindl.	0	0	0	0	0	-2.000	0
- Auflösung von abgegrenzten Subventionen	0	0	0	0	0	0	0
- Zunahme lat. Steuern u. RAP	0	0	0	0	0	0	0
- Gewinne aus Anlagenabgängen	0	0	0	0	0	0	0
- at-equity Beteiligungsergebnis	0	0	0	0	0	0	0
+/- sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge	4.700	-3.248	0	0	0	0	0
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	24.989	22.457	18.856	20.082	24.532	32.242	38.323
- Investitionen	314.901	52.252	0	0	0	52.308	52.308
+ Desinvestitionen (Erlös aus Anlagenabgang)	0	0	0	0	0	0	0
+/- Einzahlungen/Auszahlungen "assets for sale"	0	0	0	0	0	0	0
Cash Flow aus Investitionen	-314.901	-52.252	0	0	0	-52.308	-52.308
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	0	0	0	0	0	0	0
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	290.697	15.330	-20.405	-29.547	-20.463	23.833	24.925
- Dividendenzahlung	0	2.728	0	0	0	1.364	9.549
+/- sonstige Finanztransaktionen	-29.521	12.518	8.349	-4.000	-3.000	0	0
Cash Flow aus Finanzierung	261.176	25.120	-12.056	-33.547	-23.463	22.469	15.376
Finanzmittelbestand Anfang	49.380	20.643	15.967	22.766	9.300	10.369	12.773
Veränderung Finanzmittel	-28.737	-4.676	6.800	-13.466	1.069	2.403	1.392
Finanzmittelbestand Ende	20.643	15.967	22.767	9.300	10.369	12.773	14.165

Quelle: HSH Nordbank

Kennzahlen

per 31.12.	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
<u>Kennzahlen in %:</u>							
Brutto-Marge	71,6	69,4	66,6	64,9	64,9	66,6	66,4
EBITDA-Marge	60,8	63,3	60,1	57,9	58,4	60,3	60,0
EBIT-Marge	33,6	21,0	27,5	23,7	27,7	33,0	33,4
Umsatzrendite vor Steuern	19,3	-3,7	2,1	-1,4	5,8	14,3	14,8
Umsatzrendite nach Steuern	18,9	-4,3	1,5	-2,0	5,2	13,7	14,3
Steuerquote	1,9	-15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapitalrendite	6,2	-1,8	0,6	-0,8	2,3	7,1	7,9
ROIC	5,3	2,2	4,2	3,7	5,0	6,7	7,0
Ausschüttungsquote	28,8	0,0	0,0	0,0	50,0	80,0	80,0
<u>Kennzahlen absolut:</u>							
Netto-Verschuldung / EK Buchwert	1,7	1,9	1,7	1,6	1,4	1,5	1,6
Gesamtverschuldung / EK Buchwert	1,9	2,0	1,8	1,6	1,5	1,5	1,6
EK Buchwert / Bilanzsumme	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Netto-Verschuldung / EK Marktwert	1,7	1,9	1,7	1,6	1,4	1,5	1,6
Gesamtverschuldung / EK Marktwert	1,9	2,0	1,8	1,6	1,5	1,5	1,6
EK Marktwert / Invested Capital	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
FCF / Verschuldung	-1,0	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0
Investitionen / CF aus lf. Gesch.	12,6	2,3	0,0	0,0	0,0	1,6	1,4
Net Working Capital / Umsatz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investitionen / Umsatz	6,3	0,8	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6
<u>Bewertungskennzahlen:</u>							
aktueller Börsenkurs in EUR			472,00				
Marktkapitalisierung in Mio. EUR			64,4				
EV in Mio. EUR			327,3				
EV / Sales			5,0	5,3	4,7	3,8	3,5
EV / EBITDA			8,4	9,1	8,1	6,4	5,8
EV / EBIT			18,3	22,3	17,1	11,6	10,4
KUV			1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
KGV			64,9	-51,6	17,8	5,5	4,8
<u>Net Asset Value</u>							
Net Asset Value in Mio. EUR	161.856	154.086	154.086	156.620	155.373	158.984	169.317
NAV in EUR je Aktie	1.130	1.149	1.149	1.139	1.166	1.242	1.271

Quelle: HSH Nordbank

Economic Value Added

in Tsd. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatz	62.047	61.003	68.129	84.152	93.432
EBIT	17.876	14.667	19.159	28.126	31.525
+/- Zugänge/Abgänge stille Reserven	0	0	0	0	0
- cash operating taxes	-449	27	-120	-364	-419
+Bereinigungen	0	0	0	0	0
NOPAT	17.427	14.693	19.039	27.762	31.106
Invested Capital Jahresanfang	444.228	419.558	402.230	384.308	416.071
Invested Capital Jahresende	419.558	402.230	384.308	416.071	443.586
Invested Capital Durchschnitt	431.893	410.894	393.269	400.190	429.829
Capital Charge (IC*WACC)	29.557	28.977	29.572	31.554	33.858
ROIC in %	4,07	3,58	4,84	6,94	7,24
WACC in %	6,84	7,05	7,52	7,88	7,88
Spread ROIC - WACC in %	-2,77	-3,48	-2,68	-0,95	-0,64
EVA	-11.971	-14.284	-10.533	-3.792	-2.752
WACC	6,84	7,05	7,52	7,88	7,88
Diskontfaktoren	0,9937	0,9282	0,8633	0,8002	0,7418
Barwerte	-11.895	-13.259	-9.093	-3.034	-2.042

Barwerte Planungsphase	-39.323
+ Barwert Fade-Out	-26.846
= Market Value Added	-66.169
+ Net Asset Value am Jahresanfang	154.086
= Shareholder Value vor Dritten	87.917
- Anteile Dritter am Jahresanfang	2.964
= Shareholder Value in Tsd. EUR	84.953
Anzahl ausstehende Aktien in Tsd.	136,4
Shareholder Value je Aktie in EUR	623
Prämie/Discount zum Net Asset Value in%	-44,9

Sensitivitätsanalyse in Tsd. EUR

Beta	Terminal Growth		
	2,5%	3,0%	3,5%
1,50	662	657	652
1,60	628	623	617
1,70	597	591	585

Zinsannahmen

Risikofreier Zins	4,00
Risikoprämie Markt	4,10
Beta relevered	1,60
EK-Zins	10,56
EK-Gewicht	23,53
FK-Zins vor Steuern	5,70
Steuerquote	0,00
WACC in 2010	6,84

Quelle: HSH Nordbank

Kennzahlenvergleich der Peer-Group von HCI HAMMONIA SHIPPING

	Währung	Kurs Vortag	52 Wochen		Performance in %			Marktkap. Mio. USD
			hoch	tief	1 M	3 M	12 M	
Danaos	USD	3,92	5,25	3,50	-15,9	-3,5	-13,4	413,8
Rickmers Maritime	SGD	0,38	0,43	0,25	0,0	4,1	7,0	121,8
Seaspan	USD	12,98	15,05	8,60	-3,8	15,5	42,4	882,4
HCI HAMMONIA SHIPPING	EUR	472,00	565,00	392,00	-7,3	-10,0	-16,8	84,4

	EV / EBITDA		EV / EBIT		KGV		Dividendenrendite in %	
	2010e	2011e	2010e	2011e	2010e	2011e	2010e	2011e
Danaos	10,8	7,9	16,5	11,9	8,3	7,7	0,0	0,0
Rickmers Maritime	7,2	7,3	n.a.	n.a.	3,1	3,0	8,2	8,2
Seaspan	9,6	6,8	14,7	10,2	11,6	8,2	3,6	4,3
Durchschnitt	9,2	7,3	15,6	11,0	7,7	6,3	3,9	4,2
HCI HAMMONIA SHIPPING	9,1	9,9	19,8	24,2	-	-	0,0	0,0

Quelle: Bloomberg/HSB Nordbank

SWOT-Analyse

Strenghts

- Die drei 7.800 TEU-Schiffe sichern mit ihren langfristigen Charterverträgen einen stabilen Cashflow.
- Die Beschäftigung von Schiffen in den von der Peter Döhle-Schiffahrts-KG gemanagten Einnahme-Pools hat auch in einem sehr unerfreulichen Umfeld für überdurchschnittliche Charraten gesorgt.

Weaknesses

- Vor dem Hintergrund starker Überkapazitäten hat die Erholung des Containerschiffmarktes relativ spät eingesetzt.
- Die Krise der Containerschiffahrt hat auch die Einnahme-Pools sehr stark beeinträchtigt.
- Im Falle einer Erholung fallen i.d.R. die Poolraten zunächst noch eine gewisse Zeit und steigen anschließend langsamer als der Markt an.

Opportunities

- Schiffahrt ist langfristig ein Wachstumsmarkt.
- Der zyklische Schiffahrtmarkt bietet Opportunitäten bei Schiffspreisen und Charraten, die gewinnbringend genutzt werden können.

Threats

- Der zyklische Schiffahrtmarkt hat in der Vergangenheit immer wieder zu hohen Schwankungen bei den Charraten und Schiffspreisen geführt. Das kann negative Auswirkungen auf das Unternehmensergebnis und den Wert des Schiffsportfolios haben.
- Überkapazitäten der Containerschiffsflotte können die Charraten unter Druck setzen.

Das HSH Nordbank-Bewertungsmodell für Schifffahrtsaktien

Diese Bewertung basiert auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfbareren Quellen, die wir für verlässlich erachten, bezogen hat. Zudem wurden vom Unternehmen veröffentlichte Daten und Prognosen verwendet.

Im Mittelpunkt unserer Betrachtung steht der faire Wert des Unternehmens. Diesen leiten wir aus dem NAV-Konzept und der am Shareholder Value ausgerichteten Economic Value Added Analyse (EVA[®]) ab. Durch diesen Ansatz wird transparent, wie hoch bei Schiffsaktiengesellschaften der Ab- bzw. Zuschlag zum NAV ausfällt. Das Verfahren bewertet die Unternehmen individuell anhand ihrer Fähigkeit, Wertsteigerungen zu realisieren, ihrer Rentabilität und ihrer Strategie.

Die Eigenkapitalkosten werden gemäß des CAPM abgeleitet. Als risikofreier Zins dient die Rendite 10jähriger Bundesanleihen, wobei wir uns am aktuellen Rand orientieren. Die Risikoprämie wird anhand der durchschnittlichen Aktienmarkttrendite des CDAX seit 1985 und dem jeweils gültigen risikofreien Zins berechnet. Für europäische Gesellschaften nehmen wir die durchschnittliche Aktienmarkttrendite des S&P Euro 350 seit 1988 als Basis. Am Anfang jedes Kalenderquartals werden die Werte für den risikofreien Zins und die Marktprämie aktualisiert. Das individuelle Unternehmensrisiko wird durch den Beta-Faktor berücksichtigt. Die gesamten Kapitalkosten setzen sich aus Eigen- und Fremdkapitalkosten zusammen. Dafür wird der WACC – weighted average cost of capital – verwendet.

Für die Unternehmensbewertung arbeiten wir mit einem mehrstufigen Modell, um den Wachstumspfad des Unternehmens im Zeitablauf abzubilden. Wir machen eine Planungsrechnung für i.d.R. 5 Jahre. Danach folgt eine Fade-out Phase mit vereinfachten Annahmen. In der letzten Phase wird mittels einer ewigen Rente ein Terminal Value ermittelt. Dabei unterstellen wir eine konstante Wachstumsrate, mit der sich das Unternehmen der allgemeinen Marktentwicklung annähert.

Der Unternehmenswert wird mittels der Economic Value Added-Analyse (EVA[®]) als Summe aus dem investierten Eigenkapital zu Marktwerten – also dem Net Asset Value – und dem Market Value Added (MVA) – also der Wertschöpfung über das investierte Kapital hinaus – berechnet. Der MVA ist die Addition aller künftigen diskontierten EVA[®], die jeweils den Umfang der Wertschöpfung bzw. Wertvernichtung anzeigen. Der EVA[®] ist die Differenz aus dem betrieblichen Gewinn nach Steuern (NOPAT) und den absoluten Kapitalkosten, die anhand des WACC und des investierten Kapitals berechnet werden. Das investierte Kapital umfasst Eigenkapital inklusive Anteile Dritter und stiller Reserven, die Verschuldung und die Pensionsrückstellungen.

Die Multiplikatoren bieten hingegen nur eine relative Bewertung und sagen nichts über das absolute Bewertungsniveau. Sie sind zudem stark abhängig von der Marktstimmung. Zur Bestimmung des fairen Wertes setzen wir keine Multiplikatoren ein. Die Angabe von Multiplikatoren ist rein informativ und soll nur einen Überblick über das relative Bewertungsniveau geben.

Definition des Net Asset Value

Marktwerte der Schiffe (inklusive stille Reserven)	
+ Addition der übrigen Vermögensgegenstände	
= Brutto Asset Value	
./. Verbindlichkeiten (zinstragende und zinslose)	
= Net Asset Value (NAV)	
: Anzahl der ausgegebenen Aktien	
= NAV je Aktie	

HSH Nordbank Bewertungsmodell für Schifffahrtsunternehmen

Marktwerte der Schiffe (enthalten die stillen Reserven)	fordern Kapitalkosten
+ Sonstiges Vermögen	
./. Verbindlichkeiten des Unternehmens	
= Net Asset Value (NAV)	statische Betrachtung
Eigenkapital zu Buchwerten	dynamische Betrachtung
+ stille Reserven des Schiffsportfolios	
+ Netto-Finanzverbindlichkeiten	
+ Pensionsrückstellungen	
= Investiertes Kapital	fordern Kapitalkosten
X Kapitalkosten (WACC) gewichtet nach Marktwerten	
= Capital Charge	
NOPAT	
./. Capital Charge	
= Economic Value Added (EVA [®])	Wertzuwachs bzw. -abbau
EVA [®] aller Perioden mit WACC diskontiert	
= Market Value Added (MVA)	Discount bzw. Premium
./. Anteile Dritter am Eigenkapital	
+ Net Asset Value (NAV)	
= Shareholder Value / FairValue	

Glossar

Beta-Faktor	Im Beta-Faktor spiegelt sich das individuelle Unternehmensrisiko wider.
CAPM	Capital Asset Pricing Model: Kapitalmarktmodell, mit dem ein Zusammenhang zwischen Anlagerisiko und erwarteter Anlagerendite hergestellt wird.
Cash Operating Taxes	Einkommen- und Ertrag-Steuer auf den operativen Gewinn, d.h. EE-Steuer minus Steuervorteil des Zinsaufwands aus Fremd-finanzierung.
DCF-Analyse	Discounted Cashflow-Analyse: Verfahren zur Unternehmensbewertung im Rahmen des Shareholder Value-Gedankens.
EBIT	Earnings before interest and taxes: Gewinn vor Zinsergebnis und EE-Steuer.
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation: Gewinn vor Abschreibungen, Amortisation, Zinsergebnis, EE-Steuer.
EV	Enterprise Value: Summe aus Marktkapi-talisierung, Pensionsrückstellungen und Netto-Verschuldung.
EVA®	Jährlicher betrieblicher Übergewinn als Diffe-renz zwischen betrieblichem Gewinn nach Steuern (NOPAT) und Kapitalkosten be-zogen auf das investierte Kapital. Ist EVA® positiv, so kann in dem betreffenden Jahr der Wert des Unternehmens gesteigert werden.
EVA®-Analyse	Economic Value Added-Analyse: Verfahren zur Unternehmensbewertung im Rahmen des Shareholder Value-Gedankens.
FFO	Funds from Operations; Cashflow aus operativem Geschäft bereinigt um die Veränderung des Net Working Capital
Free Cashflow	Zahlungsstrom, der zur Verteilung an die Eigenkapitalgeber und Fremdkapitalgeber zur Verfügung steht, d.h. vor Zinsen und Dividenden, aber nach Investitionen und nach Steuern.
Goodwill	Erworbener Geschäfts- oder Firmenwert. Ein Goodwill ergibt sich, wenn bei einem Unternehmenskauf der Kaufpreis über dem Buchwert und den eventuell vorhandenen stillen Reserven des gekauften Unternehmens liegt.
Invested Capital	Investiertes (verzinsliches) Kapital: Eigenkapital inklusive Anteile Dritter, Pensionsrückstellungen, Netto-Verschuldung und Barwert der off-balance Leasingverbindlichkeiten.
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis: Bewertungskennzahl. Mit dem "KGV"-fachen des Gewinns wird ein Unternehmen an der Börse bewertet.
Marktkapitalisierung	Aktienkurs multipliziert mit der Anzahl der Aktien.
Multiple	Multiplikator: zum Vergleich von Unternehmen werden Bewertungsmultiplikatoren gebildet, z.B. KGV oder EV/ EBIT.
MVA	Market Value Added: Differenz zwischen dem Marktwert und dem Buchwert des Eigenkapitals, d.h. der Wert des Unternehmens, der über den Buchwert hinausgeht. Konzeptionell ist MVA der Barwert aller künftigen EVA®s.
NAV	Net Asset Value: Summe aller Vermögensgegenstände zu Buchwerten plus stille Reserven z.B. bei Immobilien oder Schiffen abzüglich der Verbindlichkeiten.
Net Working Capital	Netto-Umlaufvermögen: Differenz zwischen Umlaufvermögen (ohne liquide Mittel und kurzfristige Wertpapiere) und nichtverzinslichen kurzfristigen Verbindlichkeiten.
Netto-Verschuldung	Verschuldung minus liquide Mittel und Wertpapiere des Umlaufvermögens.
NOPAT	Net Operating Profit after Taxes: Betrieblicher Gewinn nach Steuern.
Peer-Group	Gruppe von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen.
Risikoprämie	Über den risikofreien Zins hinaus geforderte Verzinsung des Eigenkapitals.
ROIC	Return on invested capital: NOPAT geteilt durch investiertes Kapital. Der ROIC ist die mit dem eingesetzten, investierten Kapital erzielte Rendite.
Shareholder Value	Unter Shareholder Value wird der Marktwert des Eigenkapitals verstanden.
SWOT-Analyse	Analyse der Stärken und Schwächen sowie der Chancen und Risiken eines Unternehmens.
Terminal Value	Residualwert: nach der expliziten Prognosephase wird mit einer ewigen Rente "bis unendlich" weitergerechnet.
Verschuldung	Verzinsliche Verbindlichkeiten.
WACC	Weighted average cost of capital: Diskontierungszins, der als gewichtete Summe aus Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten berechnet wird.

HSH Nordbank Aktien-Rating

Das Ratingsystem der HSH Nordbank umfasst die Handlungsempfehlungen **Kaufen**, **Halten** und **Verkaufen**. Das Rating einer Aktie basiert auf der Kombination von erwarteter Rendite für die kommenden zwölf Monate und dem Anlagerisiko.

Die **erwartete Rendite** setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen.

Das **Anlagerisiko** einer Aktie ergibt sich aus einem Vergleich der annualisierten Volatilität* der täglichen prozentualen Kursveränderungen mit den entsprechenden Volatilitäten aller Aktien des Gesamtmarktes. Als Äquivalent für den Gesamtmarkt haben wir die Titel des DJ STOXX600® Europe ausgewählt. Dieser Index umfasst die 600 größten Unternehmen in Europa. Für alle diese Aktien werden die annualisierten Volatilitäten der täglichen prozentualen Kursveränderungen ermittelt.

Ausgehend vom Median** aller Volatilitäten werden drei Risikoklassen bestimmt:

- **Niedriges Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie ist mindestens 15% kleiner als der Median.
- **Mittleres Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie liegt in einer Bandbreite von jeweils bis zu 15% unter bzw. über dem Median.
- **Hohes Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie ist mindestens 15% größer als der Median.

Alle drei Monate wird die Einstufung einer Aktie in eine Anlagerisikoklasse aktualisiert. Dafür wird der Median aus allen Aktien des Gesamtmarktes neu ermittelt. Von diesem aktuellen Median werden neue absolute Grenzen zwischen den Risikoklassen festgelegt, die wiederum jeweils 15% unter bzw. über dem Median liegen. Die Aktie wird anhand ihrer Volatilität einer Risikoklasse zugeordnet. Für die Berechnung der Volatilitäten werden die täglichen prozentualen Kursveränderungen der zwölf Monate vor dem vierteljährlichen Aktualisierungstichtag genommen.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Kauf** bei einer erwarteten Rendite von über:

- 10% bei einem niedrigen Anlagerisiko,
- 15% bei einem mittleren Risiko sowie
- 20% bei einem hohen Risiko.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Halten** bei einer erwarteten Rendite:

- von 0% bis 10% bei einem niedrigen Anlagerisiko,
- von 0% bis 15% bei einem mittleren Risiko sowie,
- von 0% bis 20% bei einem hohen Risiko.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Verkauf**, wenn die erwartete Rendite kleiner als 0% ist.

Eine Aktualisierung bzw. Bestätigung des Ratings erfolgt mindestens einmal im Kalenderjahr. Sowohl das Rating als auch das Kursziel gelten für die kommenden 12 Monate.

* Volatilität: Maß zur Risikomessung. Die Volatilität ist die Standardabweichung einer Zufallsvariablen (hier der prozentualen Aktienkursveränderungen).

** Median: mittelster Wert einer Menge von Werten, hier dem DJSTOXX600®-Index. Der Median ist der mittlere Wert einer Grundgesamtheit/Stichprobe bei ungerader Anzahl von Werten, bei gerader Anzahl von Werten wird er aus dem arithmetischen Mittelwert der beiden mittleren Werte ermittelt.

Übersicht HSH Nordbank Aktien-Rating

Aktien-Rating HSH Nordbank	Rendite aus Kursveränderung und Dividende				
	unter 0%	0% bis 10%	10% bis 15%	15% bis 20%	ab 20%
niedrig	Verkauf	Halten	Kauf	Kauf	Kauf
Anlagerisiko mittel	Verkauf	Halten	Halten	Kauf	Kauf
hoch	Verkauf	Halten	Halten	Halten	Kauf

Ratings der HSH Nordbank

	Coverage	
	insgesamt	Inv.Bank.-Aktivitäten
Kaufen	71%	0%
Halten	29%	0%
Verkaufen	0%	0%

Quelle: HSH Nordbank, Inv.-Bank. = Investmentbanking

HCI HAMMONIA SHIPPING – Kursverlauf und Empfehlungen (siehe Tabelle)



Quelle: Bloomberg/HSH Nordbank

Empfehlungen der letzten 24 Monate

lfd. Nr.	Rating	Datum	Kursziel EUR	Schlusskurs Vortag EUR
1	Kaufen	09.12.2008	1.198	1.040
2	Kaufen	03.04.2008	1.110	782
3	Halten	20.05.2009	858	797
4	Halten	10.09.2009	642	670
5	Halten	29.10.2009	578	554
6	ausgesetzt	12.11.2009	---	586
7	Halten	01.12.2009	573	557
8	Kaufen	28.05.2010	625	510
9	Kaufen	20.08.2010	613	515
10	Kaufen	10.09.2010	611	499
11	Kaufen	30.11.2010	623	472

Quelle: HSH Nordbank

Rechtliche Hinweise

Disclosure

Die HSH Nordbank AG oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hält an der Gesellschaft, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand dieser Finanzanalyse sind, Beteiligungen von mehr als 5% des Grundkapitals (Stand: 03.11.2010).

Bei allen in dieser Analyse angegebenen Kursen handelt es sich bei deutschen Unternehmen um den XETRA-Schlusskurs, bei ausländischen Unternehmen um den Schlusskurs der jeweiligen Heimatbörse des jeweils dem Datum der Analyse vorangegangenen Handelstages.

Die HSH Nordbank AG hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern

Die HSH Nordbank als für die Erstellung und Weitergabe dieser Analyse verantwortliches Kreditinstitut unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60349 Frankfurt am Main.

Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten ohne Bekanntgabe des Rating-Ergebnisses zur sachlichen Prüfung zugeleitet. Sachliche Richtigstellungen von Seiten des Emittenten wurden bei inhaltlicher Zustimmung von Seiten des Erstellers anschließend in der Analyse berücksichtigt. Der Emittent hat keinen Einfluss auf das Rating-Ergebnis genommen.

Disclaimer

Die in dieser Analyse veröffentlichten Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfbar Quellen, die wir für verlässlich erachten, bezogen hat. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernehmen wir keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen.

Die Aussagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben, sondern lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe. Sie stellen insbesondere kein Angebot zum Kauf oder Verkauf im rechtlichen Sinn dar. Ihre Lektüre kann daher eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Dafür stehen Ihnen unsere Mitarbeiter gerne zur Verfügung. Die HSH Nordbank AG kann nicht für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Veröffentlichung oder deren Inhalte entstanden sind oder die in einer anderen Weise im Zusammenhang mit diesen Dokumenten stehen.

Anschrift

HSH Nordbank AG
Gerhart-Hauptmann-Platz 50
20095 Hamburg

Martensdamm 6
24103 Kiel

www.hsh-nordbank.com
Bloomberg: HSHR <Go>

Redaktion und Ansprechpartner

Research

Dirk Gojny, CFA, CEFA (Head)
Telefon +49-40-33 33-118 56
dirk.gojny@hsh-nordbank.com

Öl & Gas-Research

Sintje Diek
Telefon +49-40-33 33-128 20
sintje.diek@hsh-nordbank.com

Transport-Research

Claudia Erdmann, CFA, CEFA
Telefon +49-40-33 33-118 84
claudia.erdmann@hsh-nordbank.com

Immobilien-Research

Stefan Goronczy, CEFA
Telefon +49-40-33 33-120 23
stefan.goronczy@hsh-nordbank.com

Schifffahrts-Research

Stefan Gäde
Telefon +49-40-33 33-120 29
stefan.gaede@hsh-nordbank.com

Wind-Energie-Research

Arndt Krakau
Telefon +49-40-33 33-115 48
arndt.krakau@hsh-nordbank.com

Equity Sales

Horst Gutbier
Telefon +49-431-900-25221
horst.gutbier@hsh-nordbank.com