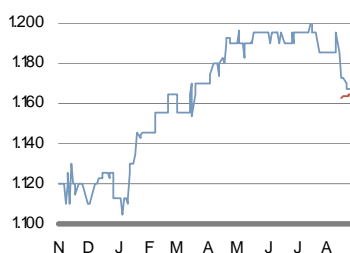


HCI HAMMONIA SHIPPING

Erfreuliche Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr

Schiffsbeteiligungen

Branche



Quelle: Bloomberg

Bewertung je Aktie in EUR

Fair Value	1.425 EUR
52-Wochen-Hoch	1.206 EUR
52-Wochen-Tief	1.115 EUR

Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
CDAX	8,5	4,9	n.a.

Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	159,3
Anzahl Aktien (Tsd.)	136,4
Volatilität in % p.a.	n.a.
Bloomberg	HHX
ISIN:	DE000A0MPF55

Analyst

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

1.167 EUR

Kurs

Mittel

Anlagerisiko

1.425 EUR

Kursziel

Kaufen

unverändert

Bitte beachten Sie den Disclosure auf der vorletzten Seite.

HCI HAMMONIA SHIPPING verzeichnete im ersten Halbjahr 2008 eine erfreuliche Geschäftsentwicklung. Bei einem Umsatz von 14,0 Mio. EUR wurde ein EBIT von 3,8 Mio. EUR und ein Konzernüberschuss von 2,9 Mio. EUR erzielt. Darin sind sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 1,2 Mio. EUR enthalten, bei denen es sich in erster Linie um zahlungsunwirksame Währungsgewinne handelt. Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit lag bei 8,9 Mio. EUR. Da das Unternehmen erst Ende 2007 seine operative Geschäftstätigkeit aufgenommen hat, ist ein Vergleich mit den Vorjahreszahlen nicht möglich. Außerdem muss berücksichtigt werden, dass sich die Flotte noch im Aufbau befindet. Die letzten drei bestellten 2.500 TEU-Schiffe werden voraussichtlich bis Anfang kommenden Jahres abgeliefert sein. 2009 wird HCI HAMMONIA SHIPPING dann voraussichtlich die volle operative Leistungsfähigkeit zeigen können.

Die Lage und die Perspektiven auf dem Markt für Containerschiffe haben sich im zweiten Halbjahr 2008 deutlich eingetrübt. Allerdings werden die in den Döhle-Pools beschäftigten Schiffe erst mit zeitlicher Verzögerung und in einem relativ geringen Ausmaß von dem Druck auf die Charraten betroffen sein.

Unsere Ergebnisprognose für 2008 haben wir von 4,3 auf 6,6 Mio. EUR angehoben. Gründe dafür sind der schwächere Euro, niedrigere Abschreibungen bei den Maersk-Schiffen und höhere sonstige betrieblichen Erträge. Der Jahresüberschuss sollte das Unternehmen in die Lage versetzen, eine Anfangsdividende zu zahlen. Dennoch sinkt unser Fair Value geringfügig von 1.450 auf 1.425 EUR aufgrund höherer Kapitalmarktzinsen und niedrigerer Charraten, die den positiven Effekt eines stärkeren US-Dollars für das Euro-Ergebnis leicht überkompensieren.

Wir bestätigen das Rating Kaufen der HCI HAMMONIA SHIPPING-Aktie mit einem Kursziel von 1.425 EUR auf Sicht von 12 Monaten. Das Anlagerisiko schätzen wir als mittel ein.

	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse in TEUR	1.592	39.789	74.865	85.194	96.037	96.037
Schiffsbetriebsergebnis in TEUR	863	28.694	53.068	59.431	66.314	65.538
EBITDA (Reedereiergebnis) in TEUR	9.412	26.342	49.263	54.742	60.800	60.163
EBITDA-Marge	591,1%	66,2%	65,8%	64,3%	63,3%	62,6%
EBIT in TEUR	4.089	18.052	31.645	35.226	39.312	38.674
EBIT-Marge	256,8%	45,4%	42,3%	41,3%	40,9%	40,3%
Jahresüberschuss in TEUR	4.485	6.574	13.072	15.616	18.049	17.376
Ergebnis je Aktie in EUR	32,88	48,19	95,83	114,48	132,31	127,38
KGV	-	24,2	12,2	10,2	8,8	9,2
Dividende je Aktie in EUR	0,00	35,00	65,00	92,00	106,00	102,00
Dividendenrendite	-	3,0	5,6	7,9	9,1	8,7

Quelle: HSH Nordbank

Erfreuliche Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr**Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr**

Im ersten Halbjahr 2008 war die Geschäftsentwicklung von HCI HAMMONIA SHIPPING erfreulich. Bei einem Umsatz von 14,0 Mio. EUR wurde ein EBIT von 3,8 Mio. EUR und ein Konzernüberschuss von 2,9 Mio. EUR erzielt. Darin sind sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 1,2 Mio. EUR enthalten, bei denen es sich in erster Linie um zahlungsunwirksame Währungsgewinne handelt. Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit lag bei 8,9 Mio. EUR. Beachtenswert ist die Eigenkapitalposition in der Bilanz. Hierin spiegeln sich die Zeitwertveränderungen von Derivaten in Cashflow Hedges und der Ausgleichsposten zur Währungsumrechnung wider. Zusammen ergibt sich daraus eine erfolgsneutrale Belastung von 3,7 Mio. EUR.

Da das Unternehmen erst Ende 2007 seine operative Geschäftstätigkeit aufgenommen hat, ist ein Vergleich mit den Vorjahreszahlen nicht aussagefähig. Außerdem muss berücksichtigt werden, dass sich die Flotte noch im Aufbau befindet. Deshalb trugen noch nicht alle Schiffe in vollem Umfang zum Umsatz bei. Die letzten drei bestellten 2.500 TEU-Schiffe werden voraussichtlich bis Ende diesen bzw. Anfang kommenden Jahres abgeliefert. 2009 wird HCI HAMMONIA SHIPPING dann voraussichtlich die volle operative Leistungsfähigkeit zeigen können.

Schiffsportfolio

Das Portfolio der HCI HAMMONIA SHIPPING besteht aus acht Containerschiffen. Darüber hinaus werden drei bestellte Containerschiffe Ende 2008 bzw. Anfang 2009 abgeliefert. Im Einzelnen besteht die Flotte aus drei baugleichen 7.400 TEU-Schiffen (Baujahr 1998), zwei baugleichen 3.100 TEU-Schiffen (Baujahr 2003) und sechs baugleichen 2.500 TEU-Schiffen (Baujahre 2007, 2008 und 2009).

Die Flotte der HCI HAMMONIA SHIPPING

Nr. Name	Kapazität in TEU	Anschaffungskosten in Mio. USD	Baujahr bzw. Ablieferungsdatum	Beschäftigung 2008		Charterer/ Pool-Manager
1 HAMMONIA FIONIA	7.400	100.000	1998	feste Zeitcharter	ab 30.04.	Maersk
2 HAMMONIA DANIA	7.400	100.000	1998	feste Zeitcharter	ab 06.05.	Maersk
3 HAMMONIA HAFNIA	7.400	100.000	1998	feste Zeitcharter	ab 16.05.	Maersk
4 Saxonia	3.100	45.000	2003	Einnahme-Pool	ab 01.01.	Döhle
5 Westphalia	3.100	45.000	2003	Einnahme-Pool	ab 01.01.	Döhle
6 HAMMONIA POMERENIA	2.500	49.025	2007	Einnahme-Pool	ab 01.01.	Döhle
8 HAMMONIA HOLSATIA	2.500	46.250	2008	Einnahme-Pool	ab 22.05.	Döhle
7 HAMMONIA TEUTONICA	2.500	46.450	2008	Einnahme-Pool	ab 09.06.	Döhle
9 HAMMONIA MASSILIA	2.500	46.700	Ende 2008	Einnahme-Pool	-	Döhle
10 HAMMONIA ROMA	2.500	46.650	Ende 2008	Einnahme-Pool	-	Döhle
11 HAMMONIA BAVARIA	2.500	51.165	Anfang 2009	Einnahme-Pool	-	Döhle
Summe		676.240				

Quelle: HCI HAMMONIA SHIPPING AG

Sehr günstige Kaufpreise für einen Teil der Schiffe.

Aufgrund der zum Teil sehr günstigen Kaufpreise, vor allem für die 2.500 und 3.100 TEU-Schiffe, verfügt HCI HAMMONIA SHIPPING schon heute über nicht unerhebliche stille Reserven. Zwar können die in den Döhle-Pools beschäftigten Schiffe erst nach einer zehnjährigen Betriebsdauer weiterveräußert werden, dafür erwirtschaftet das Unternehmen aber einen entsprechend höheren Cashflow und hat damit einen Sicherheitspuffer, der auch in Zeiten rückläufiger Chartererträge eine attraktive Ausschüttung ermöglichen sollte.

Sicherheitspuffer durch hohen Cashflow und Pool-Beschäftigung

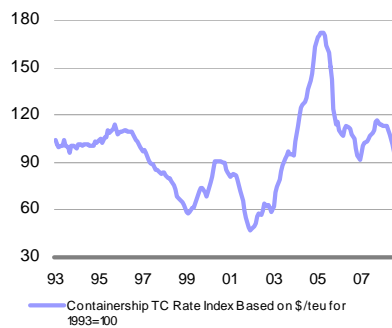
Ein zweiter wichtiger Risikopuffer ist die Beschäftigung von Schiffen in den von der Peter Döhle-Schiffahrts-KG gemanagten Einnahme-Pools. Die beiden 3.100 TEU-Schiffe werden in einem Pool eingesetzt, der sich aus 18 Schiffen dieser Größenklasse zusammensetzt. Die sechs 2.500 TEU-Schiffe werden in einen 2.500 TEU-Pool aufgenommen, der heute bereits über 40 Schiffe beschäftigt und dessen Mitgliederanzahl bis Ende 2009 voraussichtlich 57 erreichen wird.

Lage und die Perspektiven auf dem Markt für Containerschiffe im zweiten Halbjahr 2008 deutlich eingetrübt

Marktumfeld

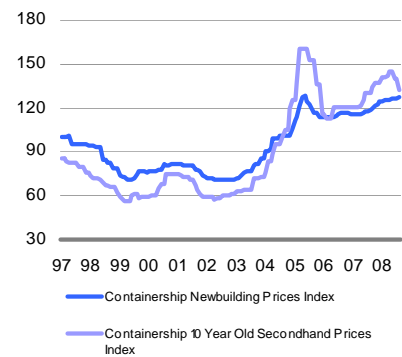
Die Lage und die Perspektiven auf dem Markt für Containerschiffe haben sich im zweiten Halbjahr 2008 deutlich eingetrübt. Grund dafür sind die Verlangsamung des weltweiten Wirtschaftswachstums und die große Anzahl von Neubauten, die jetzt auf eine sich abschwächende Nachfrage trifft. Laut Clarkson Research sind die Charraten mit einer Laufzeit von 6 bis 12 Monaten in den Segment 2.500 und 3.500 TEU in den letzten Wochen um bis zu 30% gesunken. Während die Neubaupreise geringe Steigerungen zu verzeichnen hatten, gab es bei den gebrauchten Schiffen leichte Preisermäßigungen. Dennoch spiegeln deutlich geringere Transaktions- und Bestellvolumen die zunehmende Skepsis der Marktteilnehmer wider.

Containership Time Charter Index



Quelle: Clarkson Research

Schiffspreise (Indices)



Quelle: Clarkson Research

Angesichts der konjunkturellen Abkühlung und neu auf den Markt drängenden Kapazitäten rechnen wir mit einem Angebotsüberhang und weiteren Rückgängen der Charraten bis ins erste Halbjahr 2009. Für einen begrenzten Rückgang spricht vor allem die Verringerung der Fahrgeschwindigkeit der Schiffe (Slow Steaming), um Treibstoffkosten zu sparen. Darüber hinaus gibt es zunehmend Meldungen von Stornierungen und Verschiebungen von Bestellungen. Ab Mitte 2009 sehen wir bei einer wieder mehr Dynamik entfaltenden Weltwirtschaft gute Aussichten für eine Erholung der Charraten.

Durchschnittliche Charraten für Containerschiffe in Tsd. USD/Tag

Moderne Schiffe	Ytd 07	Ytd 08	Juni 08	Juli 08	August 08
1.000 TEU	11,8	12,3	12,0	12,0	11,6
1.700 TEU	15,0	16,6	17,3	16,5	13,3
3.000 TEU	23,5	27,7	30,0	27,5	24,3
4.500 TEU	29,3	34,1	37,0	36,5	29,5

Quelle: RS Platou Oslo

**Pool-Schiffe mit Verzögerung
und mit geringem Ausmaß vom
Druck auf Charraten betroffen**

Einschätzung, Bewertung und Rating

Die Lage und die Perspektiven auf dem Markt für Containerschiffe haben sich im zweiten Halbjahr 2008 deutlich eingetrübt. Der Druck auf die Charraten wird sich auch bei HCI HAMMONIA SHIPPING bemerkbar machen. Allerdings werden die in den Döhle-Pools beschäftigten Schiffe erst mit zeitlicher Verzögerung und in einem relativ geringen Ausmaß betroffen sein. Wir rechnen nicht vor Ende des ersten Quartals 2009 mit spürbar niedrigeren Poolraten auf USD-Basis. Nicht betroffen sind die drei großen Maersk-Schiffe, für die eine feste Charter vereinbart wurde.

Vor dem Hintergrund der jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten haben wir unsere Dollarprognose angepasst und erwarten nun einen etwas schwächeren Euro. In der Euro-Gewinnrechnung sollte dadurch ein großer Teil der Rückgänge der Charraten kompensiert werden.

Unsere wichtigsten Annahmen in der Prognoserechnung sind:

- **US-Dollar**
Den Durchschnittskurs des Euro sehen wir 2008 bei 1,52 USD, 2009 bei 1,43 und bis 2011 auf 1,30 USD zurückgehen.
- **Chartererträge**
Bei den Charraten der Pool-Schiffe rechnen wir mit einem leichten Rückgang in den Jahren 2009 und 2010.
- **Schiffsbetriebskosten**
Die Quote der Schiffsbetriebskosten, die Bereederung, operative Schiffskosten (v.a. Personalkosten und Schmieröl), und zeitanteilige Werftkosten berücksichtigt, steigt von rund 28% auf 32%. Ursache dafür sind vor allem die steigenden Kosten bei konstanten bzw. leicht sinkenden Chartererlösen.
- **Abschreibungen**
Als wirtschaftliche Nutzungsdauer der Schiffe unterstellt HCI HAMMONIA SHIPPING 25 Jahre. Bei den 12 Jahre alten Maersk-Schiffen wird von einer Restnutzungsdauer von 19 Jahren ausgegangen.
- **Steuern**
Aufgrund der Tonnagesteuer sind die Erträge aus den Ein-Schiffs-Gesellschaften weitestgehend steuerfrei. Als Steuerquote wurde konstant 3,0% angesetzt.
- **Ausschüttung**
Wir gehen in den Jahren ab 2010 von einer konstanten Ausschüttungsquote von 80% aus.
- **Investitionen**
Der freie Cashflow wird für weitere Schiffsinvestments genutzt.
- **Finanzierung/Kreditzinsen**
Die Finanzierung erfolgt in USD. Der Kreditzins wird von uns mit 6,50% veranschlagt.

Ergebnisniveau 2008 nach oben revidiert.

Unveränderte

**Dividendenprognose:
Anfangsdividende für 2008;
65,00 EUR für 2009**

Unsere Ergebnisprognose für 2008 haben wir von 4,3 auf 6,6 Mio. EUR angehoben. Gründe dafür sind der schwächere Euro, niedrigere Abschreibungen bei den Maersk-Schiffen, bei denen eine Lebensdauer von 31 Jahren (statt 25 Jahren) unterstellt wird, und höhere sonstige betrieblichen Erträge. Der Jahresüberschuss sollte das Unternehmen in die Lage versetzen, eine Anfangsdividende zu zahlen. Die angestrebte Mindestdividende von 65,00 EUR pro Aktie wird HCI HAMMONIA SHIPPING voraussichtlich ab 2009 zahlen können. 2009 erwarten wir einen Ergebnissprung rund 13,1 Mio. EUR.

Der empirische Beta-Faktor der Aktie, der sich nahe 0,0 befindet, hat aufgrund der geringen Kursbewegungen und Handelsaktivitäten praktisch keine Aussagekraft. Wir haben den Beta-Faktor auf 1,2 festgesetzt.

Auf Basis unseres EVA[®]-Modelles kommen wir zu einem Unternehmenswert von 194,3 Mio. EUR. Das entspricht einem Fair Value pro Aktie von 1.425 EUR (zuvor 1.450 EUR). In dem niedrigeren Fair Value kommen höhere Kapitalmarktzinsen und niedrigere Charraten zum Ausdruck, die den positiven Effekt eines stärkeren US-Dollars für das Euro-Ergebnis leicht überkompensieren.

Rating unverändert Kaufen

Kursziel 1.425 EUR

Wir bestätigen das Rating Kaufen für die HCI HAMMONIA SHIPPING-Aktie. Das Kursziel ist 1.425 EUR auf Sicht von 12 Monaten. 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	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	1.592	39.789	74.865	85.194	96.037	96.037
Schiffsbetriebskosten	729	11.095	21.797	25.763	29.723	30.499
Schiffsbetriebsergebnis	863	28.694	53.068	59.431	66.314	65.538
Personalkosten	0	0	0	0	0	0
Sonstiger betrieblicher Aufwand	919	3.552	3.805	4.688	5.514	5.375
sonstiges Beteiligungsergebnis	0	0	0	0	0	0
sonstiger betrieblicher Ertrag	9.468	1.200	0	0	0	0
Ergebnis aus Verkauf "assets for sale"	0	0	0	0	0	0
EBITDA (Reedereiergebnis)	9.412	26.342	49.263	54.742	60.800	60.163
Amortization Impairment	4.880	0	0	0	0	0
Abschreibungen	444	8.291	17.618	19.517	21.488	21.488
EBIT	4.089	18.052	31.645	35.226	39.312	38.674
Zinserträge	474	783	111	120	136	144
Zinsaufwand	56	12.057	18.280	19.246	20.840	20.905
Zinsergebnis	418	-11.274	-18.169	-19.126	-20.704	-20.761
sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	4.507	6.777	13.477	16.099	18.608	17.913
EE-Steueraufwand	22	203	404	483	558	537
Ergebnis nach Steuern	4.485	6.574	13.072	15.616	18.049	17.376
Ergebnisanteile Dritter	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss	4.485	6.574	13.072	15.616	18.049	17.376
Ausschüttungsquote in %	0	73	68	80	80	80
Ausschüttung	0	4.774	8.867	12.550	14.460	13.914
Anzahl der Aktien in Tsd.	136	136	136	136	136	136
Ergebnis je Aktie	32,88	48,19	95,83	114,48	132,31	127,38
Dividende je Aktie	0,00	35,00	65,00	92,00	106,00	102,00

Quelle: HSH Nordbank

Bilanz

per 31.12. in Tsd. EUR	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Langfristiges Vermögen						
Geschäfts-/Firmenwert	0	0	0	0	0	0
Übriges immat. Vermögen	9.227	9.227	9.227	9.227	9.227	9.227
Sachanlagen	96.685	418.427	434.102	464.956	495.775	474.287
Finanzanlagen	0	0	0	0	0	0
Anteile at equity Beteiligungen	0	0	0	0	0	0
Immobilienanlagen als Finanzinvestition	0	0	0	0	0	0
Biologische Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0
Forderungen und sonstiges Vermögen lgfr.	327	410	749	852	960	960
aktive latente Steuern	0	0	0	0	0	0
akt. Rechnungsabgrenzung lgfr.	0	0	0	0	0	0
	106.239	428.064	444.078	475.035	505.963	484.475
Kurzfristiges Vermögen						
Vorräte	334	1.230	2.246	2.556	2.881	2.881
Forderungen aus L&L	81	1.230	2.246	2.556	2.881	2.881
sonstige kurzfr. Ford. u. Vermögen	564	820	1.497	1.704	1.921	1.921
kurzfr. Finanzielle Vermögenswerte/ Finanzinstrumente	0	0	0	0	0	0
Effektive Ertragsteueransprüche	0	0	0	0	0	0
Liquide Mittel	48.482	3.689	3.743	4.260	4.802	4.802
akt. Rechnungsabgrenzung kurzfr.	0	0	0	0	0	0
eigene Anteile	0	0	0	0	0	0
lgfr. Vermögen "assets for sale"	0	0	0	0	0	0
	49.461	6.968	9.732	11.075	12.485	12.485
Aktiva	155.700	435.032	453.811	486.110	518.448	496.960
Eigenkapital						
Gezeichnetes Kapital	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
Sonstiges Eigenkapital	4.481	6.521	16.853	26.103	31.602	34.518
	150.667	152.707	163.039	172.289	177.788	180.704
Langfristige Verbindlichkeiten						
Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0
lgfr. sonstige und Steuer-Rückstellungen	0	0	0	0	0	0
lgfr. Finanzschulden/-kredite	0	250.000	270.000	290.000	320.000	300.000
übrige zinstragende Verbindl.	0	0	0	0	0	0
stille Beteiligungen	0	0	0	0	0	0
Gesellschafterdarlehen	0	0	0	0	0	0
lgfr. Verbindlichkeiten L&L	0	0	0	0	0	0
Sonstige lgfr. Verbindlichkeiten	2.382	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
Bestand abgegrenzte Subventionen	0	0	0	0	0	0
passive latente Steuern	0	0	0	0	0	0
pass. Rechnungsabgrenzung lgfr.	0	0	0	0	0	0
	2.382	253.000	273.000	293.000	323.000	303.000
Kurzfristige Verbindlichkeiten						
Sonstige kurzfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0
gesamt kurzfr. Finanzschulden/-kredite	548	27.686	14.777	17.414	13.819	9.414
kurzfr. Verbindlichkeiten L&L	619	820	1.497	1.704	1.921	1.921
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	1.485	820	1.497	1.704	1.921	1.921
Effektive Ertragsteuerverbindlichkeit	0	0	0	0	0	0
pass. Rechnungsabgrenzung kurzfr.	0	0	0	0	0	0
Schulden aus "assets for sale"	0	0	0	0	0	0
	2.651	29.325	17.772	20.822	17.660	13.255
Passiva	155.700	435.032	453.811	486.110	518.448	496.960

Quelle: HSH Nordbank

Kapitalflussrechnung

per 31.12. in Tsd. EUR	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss	6.574	13.072	15.616	18.049	17.376
- Ergebnisanteile Dritter	0	0	0	0	0
+ Abschreibungen, Amortisation, Neubewertung	8.291	17.618	19.517	21.488	21.488
- Zunahme Net Working Capital	2.764	1.355	413	434	0
- Zunahme Igfr. Forderungen u. sonst. Vermögen	83	339	103	108	0
+ Zunahme Igfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme sonst. Igfr. Verbindl.	619	0	0	0	0
- Auflösung von abgegrenzten Subventionen	0	0	0	0	0
- Zunahme lat. Steuern u. RAP	0	0	0	0	0
- Gewinne aus Anlagenabgängen	0	0	0	0	0
- at-equity Beteiligungsergebnis	0	0	0	0	0
+/- sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge	0	0	0	0	0
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	12.636	28.997	34.617	38.996	38.864
- Investitionen	335.033	35.794	50.370	52.308	0
+ Desinvestitionen (Erlös aus Anlagenabgang)	0	0	0	0	0
+/- Einzahlungen/Auszahlungen "assets for sale"	0	0	0	0	0
Cash Flow aus Investitionen	-335.033	-35.794	-50.370	-52.308	0
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	277.138	7.092	22.637	26.404	-24.405
+ Zunahme stille Beteiligungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Gesellschafterdarlehen	0	0	0	0	0
- Dividendenzahlung	0	4.774	8.867	12.550	14.460
Cash Flow aus Finanzierung	277.138	2.317	13.770	13.854	-38.864
Finanzmittelbestand Anfang	48.482	3.223	-1.257	-3.240	-2.698
Veränderung Finanzmittel	-45.259	-4.480	-1.984	542	0
Finanzmittelbestand Ende	3.223	-1.257	-3.240	-2.698	-2.698

Quelle: HSH Nordbank

Kennzahlen

per 31.12.	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
<u>Kennzahlen in %:</u>					
Brutto-Marge	72,93	70,89	69,76	69,05	68,24
EBITDA-Marge	64,27	65,80	64,26	63,31	62,65
EBIT-Marge	44,04	42,27	41,35	40,93	40,27
Umsatzrendite vor Steuern	16,53	18,00	18,90	19,38	18,65
Umsatzrendite nach Steuern	16,04	17,46	18,33	18,79	18,09
Steuerquote	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Eigenkapitalrendite	4,33	8,28	9,31	10,31	9,69
ROIC	13,01	6,75	6,95	7,33	7,30
Ausschüttungsquote	72,63	67,83	80,00	80,00	80,00
<u>Kennzahlen absolut:</u>					
Netto-Verschuldung / EK Buchwert	1,79	1,72	1,76	1,85	1,69
Gesamtverschuldung / EK Buchwert	1,82	1,75	1,78	1,88	1,71
EK Buchwert / Bilanzsumme	0,35	0,36	0,35	0,34	0,36
Netto-Verschuldung / EK Marktwert	1,54	1,47	1,52	1,61	1,48
Gesamtverschuldung / EK Marktwert	1,56	1,49	1,54	1,64	1,50
EK Marktwert / Invested Capital	0,39	0,41	0,40	0,38	0,40
FCF / Verschuldung	-1,05	0,05	0,01	0,02	0,19
Investitionen / CF aus If. Gesch.	26,51	1,23	1,46	1,34	0,00
Net Working Capital / Umsatz	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Investitionen / Umsatz	8,17	0,48	0,59	0,54	0,00
<u>Bewertungskennzahlen:</u>					
aktueller Börsenkurs in EUR	1.168				
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	159,3				
EV in Mio. EUR	433				
EV / Sales	10,6	5,8	5,1	4,5	4,5
EV / EBITDA	16,4	8,8	7,9	7,1	7,2
EV / EBIT	24,0	13,7	12,3	11,0	11,2
KUV	3,9	2,1	1,9	1,7	1,7
KGV	24,2	12,2	10,2	8,8	9,2
<u>Net Asset Value</u>					
Net Asset Value in Mio. EUR	156.667	177.667	191.759	199.769	204.028
NAV in EUR je Aktie	1.149	1.303	1.406	1.465	1.496

Bei der Berechnung des Enterprise Values wurde die erwartete Verschuldung zum Jahresende benutzt.

Quelle: HSH Nordbank

Economic Value Added

in Tsd. EUR	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Umsatz	40.989	74.865	85.194	96.037	96.037
EBIT	18.052	31.645	35.226	39.312	38.674
+/- Zugänge/Abgänge stille Reserven	18.960	3.760	-1.240	-1.240	-1.240
- cash operating taxes	-565	-953	-1.060	-1.183	-1.165
+Bereinigungen	0	0	0	0	0
NOPAT	17.487	30.693	34.165	38.128	37.510
Invested Capital Jahresanfang	108.733	451.664	472.793	502.923	533.045
Invested Capital Jahresende	451.664	472.793	502.923	533.045	510.316
Invested Capital Durchschnitt	280.198	462.228	487.858	517.984	521.680
Capital Charge (IC*WACC)	19.322	31.913	33.747	35.778	35.922
ROIC in %	13,01	7,45	6,75	7,12	6,95
WACC in %	6,90	6,90	6,92	6,91	6,89
Spread ROIC - WACC in %	6,11	0,55	-0,17	0,21	0,07
EVA	17.124	2.540	-822	1.110	348
WACC	6,90	6,90	6,92	6,91	6,89
Diskontfaktoren	0,9812	0,9178	0,8584	0,8030	0,7512
Barwerte	16.802	-706	261	1.659	1.434

Barwerte Planungsphase	19.580
+ Barwert Fade-Out	18.172
= Market Value Added	37.753
+ Net Asset Value am Jahresanfang	156.667
= Shareholder Value vor Dritten	194.420
- Anteile Dritter am Jahresanfang	0
= Shareholder Value in Tsd. EUR	194.420
Anzahl ausstehende Aktien in Tsd.	136,4
Shareholder Value je Aktie in EUR	1.425
Prämie/Discount zum Net Asset Value in%	24,1

Sensitivitätsanalyse in Tsd. EUR

Beta	Terminal Growth		
	2,5%	3,0%	3,5%
1,10	1.465	1.471	1.478
1,20	1.420	1.425	1.430
1,30	1.377	1.381	1.382

Zinsannahmen

Risikofreier Zins	4,50
Risikoprämie Markt	2,70
Beta relevered	1,20
EK-Zins	7,74
EK-Gewicht	41,18
FK-Zins vor Steuern	6,50
Steuerquote	3,00
WACC in 2008	6,90

Quelle: HSH Nordbank

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, der auf der EVA[®]-Analyse basiert. Dieses Verfahren bewertet die Unternehmen individuell anhand ihres Potenzials, 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 ist als Differenz zwischen dem risikofreien Zins und der Aktienmarktrendite berechnet. Da eine möglichst langfristige und breite Betrachtung sinnvoll ist, haben wir über den Zeitraum von 1980 bis heute ein geometrisches Mittel mit dem CDAX als Bezugsindex ermittelt. Für europäische Gesellschaften nehmen wir die Aktienmarktrendite des FTSE Eurotop 300 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. Der WACC ist die gewichtete Summe aus Eigen- und Fremdkapitalkosten, wobei die Gewichtung entsprechend der Anteile des Eigenkapitals zu Marktwerten und der Verschuldung am investierten Kapital erfolgt. Den steuerlichen Vorteilen der Fremdfinanzierung wird dadurch Rechnung getragen, daß im WACC der Fremdkapitalzins nach Steuern (mit Hilfe der durchschnittlichen Steuerquote) eingesetzt wird.

Mittels der Economic Value Added-Analyse (EVA[®]) berechnet man den Unternehmenswert als Summe aus dem investierten Kapital zu Buchwerten und dem Market Value Added (MVA), also der Wertschöpfung über den Buchwert hinaus. Den Shareholder Value ermitteln wir dann genau wie bei der Discounted Cashflow-Analyse. Den MVA erhält man, wenn man alle künftigen EVA[®]'s diskontiert und addiert. Der EVA[®] gibt den Betrag der Wertschaffung im betreffenden Jahr an, sofern er positiv ist. Ist er negativ, so hat das Unternehmen Wert vernichtet. Man ermittelt EVA[®]'s als Differenz aus dem betrieblichen Gewinn nach Steuern (NOPAT) und den absoluten Kapitalkosten. Die Kapitalkosten werden anhand des WACC's berechnet. Die Basis dafür ist das investierte Kapital. Man erhält mit dem EVA[®] also eine Art Übergewinn. Wert wird geschaffen, wenn der erzielte Gewinn größer ist als die Kapitalkosten. Das investierte Kapital ermitteln wir über die Passiv-Seite. Es umfasst das Eigenkapital inklusive Anteile Dritter, die Netto-Verschuldung, Pensionsrückstellungen und den Barwert der Leasingverbindlichkeiten. Diskontiert werden die EVA[®]'s mit dem WACC.

Für die Unternehmensbewertung arbeiten wir mit einem mehrstufigen Modell, um den Wachstumspfad des Unternehmens im Zeitablauf abzubilden. Wir ermitteln die NOPATs über die ersten 10 Jahre explizit auf Basis unserer Pla-

nungsrechnung. Danach folgt eine Fade-out Phase mit vereinfachten Annahmen. Dabei unterstellen wir eine konstante Wachstumsrate, mit der sich das Unternehmen der allgemeinen Marktentwicklung annähert.

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	

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 sechs 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 halbjährlichen 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.

* 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

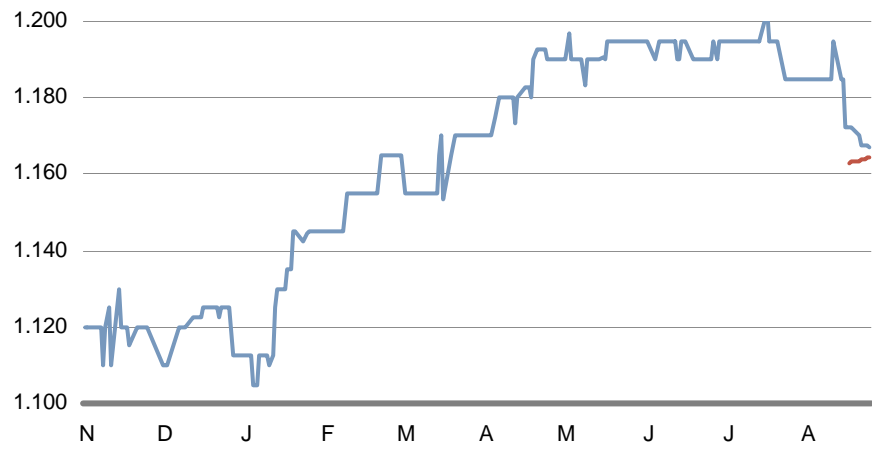
	Coverage insgesamt	Inv.Bank.- Aktivitäten
Kaufen	46%	67%
Halten	42%	33%
Verkaufen	13%	0%

Coverage bei Inv-Bank.-Aktivität:

HCI HAMMONIA SHIPPING	Rating:	Kaufen
HHLA	Rating:	Halten
m-u-t	Rating:	Kaufen

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

HCI HAMMONIA SHIPPING – Kursverlauf und Empfehlungen (siehe Tabelle)



Quelle: Boomborg/HSH Nordbank

Empfehlungen der letzten 24 Monate

lfd. Nr.	Rating	Datum	Kursziel EUR	Schlusskurs Vortag EUR
1	Erstrating			
	Kaufen	07.04.2008	1.496	1.155
2	Kaufen	19.06.2008	1.450	1.195
3	Kaufen	19.09.2008	1.425	1.167

Quelle: HSH Nordbank

Disclosure / Rechtliche Hinweise

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 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.

Die HSH Nordbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt.

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 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.

Die HSH Nordbank AG oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen war in den vorangegangenen zwölf Monaten an der Führung eines Konsortiums für eine Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse sind.

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: 03.09.2008).

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

Wind-Energie-Research

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

Öl & Gas-Research

Andy Sommer
Telefon +49-40-33 33-120 64
andy.sommer@hsh-nordbank.com

Finanzdienstleister-Research

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

Immobilien-Research

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

Steffen Wollnik, CFA

Telefon +49-40-33 33-119 28
steffen.wollnik@hsh-nordbank.com

Transport-Research

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

Equity Sales

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

Die in dieser Analyse veröffentlichten Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfbaren 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.

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.