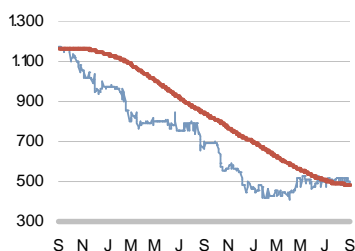


HCI HAMMONIA SHIPPING

Schiffsbeteiligungen

Branche



Quelle: Bloomberg

Bewertung je Aktie in EUR

Fair Value	611 EUR
52-Wochen-Hoch	710 EUR
52-Wochen-Tief	392 EUR

Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
CDAX	-0,6	0,4	-43,0

Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	68,1
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

Ergebnis zum Halbjahr wie angekündigt nahezu ausgeglichen

499 EUR

Kurs

Mittel

Anlagerisiko

611 EUR

Kursziel

Kaufen

unverändert

Bitte beachten Sie den Disclosure auf der vorletzten Seite.

HCI HAMMONIA SHIPPING hat im ersten Halbjahr 2010 wie schon angekündigt ein nahezu ausgeglichenes Ergebnis erzielt. Für das Gesamtjahr bleibt es aber bei der Prognose eines Verlustes, der geringer als im Vorjahr (2,8 Mio. EUR) ausfallen soll.

Der Umsatz sank im ersten Halbjahr 2010 im Vergleich zum Vorjahr um 17,4% auf 29,6 Mio. EUR. Das EBITDA fiel um 17,2% auf 19,7 Mio. EUR und das EBIT um 16,5% auf 8,0 Mio. EUR. Der Halbjahresverlust betrug 0,1 Mio. EUR nach einem Plus von 0,8 Mio. EUR im Vorjahr. Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit ging um 13,7% auf 13,2 Mio. EUR zurück.

Im Halbjahresergebnis ist ein positiver Ergebnisbeitrag von 2,2 Mio. EUR aus der Umwandlung von Charterforderungen enthalten. Im Rahmen der Restrukturierung der chilenischen Linienreederei CSAV hat eine Gruppe von Schiffseignern, deren Schiffe u.a. auch in Döhle-Pools beschäftigt sind, für einen bestimmten Zeitraum auf einen Teil ihrer Charter verzichtet und erhält im Gegenzug CSAV-Aktien. Als anteiligen Wert der dem Pool zustehenden Aktien hat HCI HAMMONIA SHIPPING im Finanzanlagevermögen (Ansprüche aus Aktien) 2,5 Mio. EUR aktiviert. Davon entfallen 2,2 Mio. EUR auf den Umsatz und 0,3 Mio. EUR auf Wertsteigerungen, die erfolgsneutral im Eigenkapital berücksichtigt wurden. Darüber hinaus fällt der Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge von 0,8 auf 2,2 Mio. EUR auf. Er wurde durch Kostenerstattungen für die Ausrüstung zweier 2.500 TEU-Schiffe mit bereits vorhandenen Kränen verursacht. Dafür fielen insgesamt 35 Off-Hire-Tage an.

HCI HAMMONIA berichtet, dass die Poolraten im Laufe des ersten Halbjahres gestiegen sind. Gleichwohl wird der Aufschwung des Containerschiffmarktes aufgrund des Poolkonzeptes mit spürbarer Verzögerung im Ergebnis ankommen. Weil vorläufig noch kein auskömmliches Charterrateniveau erreicht werden kann, hat das Unternehmen im Einvernehmen mit den Banken die Tilgungen der Kredite der Poolschiffe ausgesetzt. Die Verhandlungen über Dauer und Konditionen der tilgungsfreien Zeit sollen in Kürze abgeschlossen werden.

	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse in TEUR	1.592	46.712	62.254	56.500	63.852	68.170	84.202	93.373
Schiffsbetriebsergebnis in TEUR	863	32.471	42.639	34.976	41.076	43.898	55.740	61.647
EBITDA (Reedereiergebnis) in TEUR	9.412	30.483	40.583	36.368	38.073	40.417	51.451	56.742
EBITDA-Marge	591,1%	65,3%	65,2%	64,4%	59,6%	59,3%	61,1%	60,8%
EBIT in TEUR	4.089	16.839	13.449	15.162	16.867	19.211	28.266	31.578
EBIT-Marge	256,8%	36,0%	21,6%	26,8%	26,4%	28,2%	33,6%	33,8%
Jahresüberschuss in TEUR	4.485	9.472	-2.752	-1.683	536	3.094	11.393	13.183
Ergebnis je Aktie in EUR	32,88	69,44	-20,18	-12,34	3,93	22,68	83,52	96,64
KGV	-	-	-	-	127,0	22,0	6,0	5,2
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%	2,0%	14,0%	16,0%

Quelle: HSH Nordbank

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	Anschaffungs- kosten in Tsd. USD	Baujahr bzw. Ablieferung	Beschäftigung 2010	Charterer/ Pool- Manager
1	HAMMONIA FIONIA	7.800	100.000*	1998	feste Zeitcharter ab 01.01.	Maersk
2	HAMMONIA DANIA	7.800	100.000*	1998	feste Zeitcharter ab 01.01.	Maersk
3	HAMMONIA HAFNIA	7.800	100.000*	1998	feste Zeitcharter ab 01.01.	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 01.01.	Döhle
7	HAMMONIA TEUTONICA	2.500	46.450	2008	Einnahme-Pool ab 01.01.	Döhle
9	HAMMONIA MASSILIA	2.500	46.700	2008	Einnahme-Pool ab 01.01.	Döhle
10	HAMMONIA ROMA	2.500	46.650	2009	Einnahme-Pool ab 01.01.	Döhle
11	HAMMONIA BAVARIA	2.500	51.165	2009	Einnahme-Pool ab 01.01.	Döhle
Summe			376.240			

Quelle: HCI HAMMONIA SHIPPING AG

* Quelle: Lloyds List

Die Entwicklung des internationalen Containermarktes

Der konjunkturelle Aufwärtstrend hat den Markt für Containerschiffe in den vergangenen Monaten beflügelt. Dies spiegelt sich vor allem in Frachtraten für Container, den Umschlägen von Containern in den großen Häfen und in den Gewinnen der Liner wider, die alle kräftige Anstiege aufweisen können.

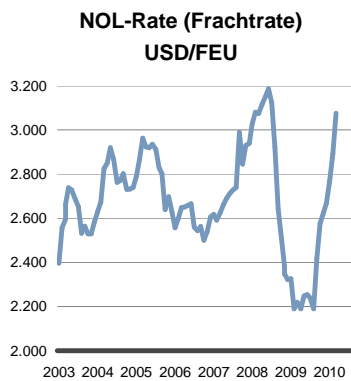
Der IWF hat seine Prognosen für das laufende Jahr nochmals heraufgesetzt und geht davon aus, dass das Welt-BIP um 4,6% (zuvor: 3,9%) und der Welt-handel um 9,0% (5,8%) wachsen wird. Vor diesem Hintergrund ist ein Wachstum des Seecontainerverkehrs von rund 10% wahrscheinlich. Untermauert wird dies durch die Umschlagszahlen der großen Häfen in Asien, in Europa (Nord-range) und an der Westküste der USA.

Entsprechend hat sich die Beschäftigungslage der weltweiten Containerschiffsflotte deutlich verbessert. Anfang August waren nur noch 135 Schiffe mit einer Kapazität von rund 0,2 Mio. TEU ohne Beschäftigung. Ebenfalls deutlich wird der Aufschwung an den jüngsten Zwischenergebnissen der Linienreedereien. So hat Maersk die Prognose des Nettoergebnisses für das Gesamtjahr 2010 auf über 4 Mrd. USD angehoben. Im Vorjahr musste der dänische Marktführer noch einen Verlust von 2,1 Mio. USD bekannt geben.

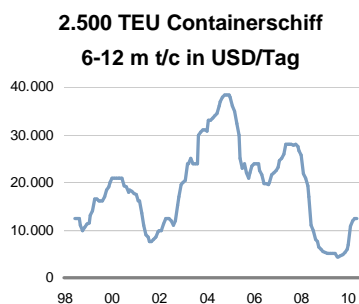
Der zurückkehrende Optimismus macht sich auch wieder in den Bestellungen neuer Schiffe durch Liner wie Evergreen oder NOL bemerkbar. Evergreen hat sogar angekündigt, 100 neue Containerschiffe bauen zu lassen. Das Orderbuch umfasst aktuell 565 Schiffe mit einer Kapazität von 3,8 Mio. TEU aus. Das entspricht 27,1% der aktuellen Flotte. Da mit weniger Stornierungen und Verschiebungen von Bauaufträgen zu rechnen ist, gehen wir davon aus, dass die Containerschiffsflotte dieses Jahr um bis zu 10% wachsen wird.

Trotz der vielen erfreulichen Nachrichten ist die Erholung bei den Trampreedern, wie HCI HAMMONIA SHIPPING, noch nicht voll angekommen. Die Charraten, die die Linienreedereien zahlen, reichen trotz des Aufwärtstrends der letzten Wochen oftmals nicht aus, um die Kredite mit Zinsen und Tilgung zu bedienen. Betroffen sind insbesondere die kleineren Größenklassen bis zu einer Kapazität von 4.000 TEU.

Wir erwarten, dass die Charraten angesichts des weiterhin bestehenden Überangebots von kleineren Schiffen erst im Laufe des kommenden Jahres ein auskömmliches Niveau erreichen werden.

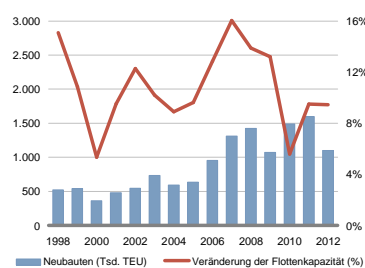


Quelle: Neptune Orient Line (NOL)



Quelle: Clarkson Research

Containerschiffe: Neubauten und Veränderung der Flottenkapazität



Quelle: AXS-Alphaliner

Containerschiffe Flotte und Orderbuch

Größe TEU	Bestand TEU	Orderbuch TEU	%
< 2.000	2.510	133	5
2.000-2.999	1.818	101	6
3.000-3.999	1.073	87	8
4.000-7.499	5.608	939	17
7.500-9.999	2.219	631	28
10.000-15.500	660	1.875	284
Gesamt	13.888	3.767	27

Quelle: AXS-Alphaliner

Einschätzung, Bewertung und Rating

Wir haben in unserer Prognoserechnung die höheren sonstigen betrieblichen Erträge und etwas höhere Zinsaufwendungen berücksichtigt. Unter dem Strich ergibt sich dadurch keine wesentliche Ergebnisveränderung. Wir rechnen nach wie vor mit einem Jahresverlust von 1,7 Mio. EUR.

Unser Fair Value beträgt 611 EUR (vorher 613 EUR) je Aktie. Das Rating der HCI HAMMONIA SHIPPING-Aktie belassen wir auf Kaufen. Das Kursziel auf Sicht von 12 Monaten ist 611 EUR. Das Anlagerisiko schätzen wir als mittel ein.

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

Nächster Termin: 9-Monatsbericht am 19. November 2010

Gewinn- und Verlustrechnung

per 31.12. in Tsd. EUR	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	1.592	46.712	62.254	56.500	63.852	68.170	84.202	93.373
Schiffsbetriebskosten	729	14.241	19.615	21.524	22.776	24.271	28.461	31.725
Schiffsbetriebsergebnis	863	32.471	42.639	34.976	41.076	43.898	55.740	61.647
Personalkosten	0	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiger betrieblicher Aufwand	919	5.399	3.900	4.208	4.463	4.481	5.290	5.906
sonstiges Beteiligungsergebnis	0	0	0	2.800	460	0	0	0
sonstiger betrieblicher Ertrag	9.468	3.411	1.844	2.800	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	36.368	38.073	40.417	51.451	56.742
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	15.162	16.867	19.211	28.266	31.578
Zinserträge	474	1.407	330	124	93	101	116	135
Zinsaufwand	56	8.594	16.169	16.609	16.064	15.817	16.539	18.079
Zinsergebnis	418	-7.188	-15.840	-16.485	-15.971	-15.716	-16.423	-17.944
sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	4.507	9.651	-2.391	-1.323	896	3.494	11.843	13.633
EE-Steueraufwand	22	179	362	360	360	400	450	450
Ergebnis nach Steuern	4.485	9.472	-2.752	-1.683	536	3.094	11.393	13.183
Ergebnisanteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss	4.485	9.472	-2.752	-1.683	536	3.094	11.393	13.183
Ausschüttungsquote in %	0	29	0	0	0	44	84	83
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	-12,34	3,93	22,68	83,52	96,64
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	3.800	4.260	4.260	4.260	4.260
Forderungen und sonstiges Vermögen Igfr.	327	12	1.055	0	0	0	0	0
aktive latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0	0
akt. Rechnungsabgrenzung Igfr.	0	0	0	0	0	0	0	0
	106.239	441.644	451.752	433.291	412.544	391.338	420.460	447.604
Kurzfristiges Vermögen								
Vorräte	334	1.669	1.462	1.779	1.946	2.075	2.556	2.831
Forderungen aus L&L	81	2.311	947	1.779	1.946	2.075	2.556	2.831
sonstige kurzfr. Ford. u. Vermögen	564	810	2.695	1.482	1.621	1.729	2.130	2.359
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	8.895	9.728	10.375	12.780	14.156
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	13.935	15.240	16.255	20.022	22.178
Aktiva	156.597	467.076	472.835	447.226	427.785	407.593	440.483	469.782
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	7.759	8.294	11.389	21.418	25.052
	152.030	155.856	154.086	153.945	154.480	157.575	167.603	171.238
Langfristige Verbindlichkeiten								
Igfr. sonstige und Steuer-Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0
Igfr. 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
Igfr. Verbindlichkeiten L&L	0	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige Igfr. Verbindlichkeiten/Derivate	2.382	17.670	5.193	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
passive latente Steuern	0	0	0	0	0	0	0	0
pass. Rechnungsabgrenzung Igfr.	0	0	0	0	0	0	0	0
	2.382	285.109	281.006	263.000	253.000	233.000	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	27.078	16.851	13.370	15.510	40.762
kurzfr. Verbindlichkeiten L&L	619	1.541	993	1.482	1.621	1.729	2.130	2.359
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	1.485	1.030	5.919	1.186	1.297	1.383	1.704	1.887
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	30.282	20.304	17.018	19.879	45.544
Passiva	156.597	467.076	472.835	447.226	427.785	407.593	440.483	469.782

Quelle: HSH Nordbank

Kapitalflussrechnung

per 31.12. in Tsd. EUR	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss	9.472	-2.752	-1.683	536	3.094	11.393	13.183
- 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	4.168	222	173	641	367
- Zunahme lgfr. Forderungen u. sonst. Vermögen	-315	1.043	-1.055	0	0	0	0
+ Zunahme lgfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0
+ Zunahme sonst. lgfr. Verbindl.	0	0	0	0	0	0	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	-3.800	-460	0	0	0
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	24.989	22.457	12.610	21.060	24.128	33.937	37.981
- 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	-19.031	-20.227	-23.481	22.140	25.252
- Dividendenzahlung	0	2.728	0	0	0	1.364	9.549
+/- sonstige Finanztransaktionen	-29.521	12.518	-651	0	0	0	0
Cash Flow aus Finanzierung	261.176	25.120	-19.682	-20.227	-23.481	20.776	15.703
Finanzmittelbestand Anfang	49.380	20.643	15.967	8.895	9.728	10.375	12.780
Veränderung Finanzmittel	-28.737	-4.676	-7.072	833	648	2.405	1.376
Finanzmittelbestand Ende	20.643	15.967	8.895	9.728	10.375	12.780	14.156

Quelle: HSH Nordbank

Kennzahlen

per 31.12.	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
<u>Kennzahlen in %:</u>							
Brutto-Marge	71,6	69,4	63,7	64,9	64,9	66,6	66,4
EBITDA-Marge	60,8	63,3	61,3	58,7	58,4	60,4	60,1
EBIT-Marge	33,6	21,0	25,6	26,0	27,8	33,2	33,5
Umsatzrendite vor Steuern	19,3	-3,7	-2,2	1,4	5,1	13,9	14,4
Umsatzrendite nach Steuern	18,9	-4,3	-2,8	0,8	4,5	13,4	14,0
Steuerquote	1,9	-15,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapitalrendite	6,2	-1,8	-1,1	0,3	2,0	7,0	7,8
ROIC	5,3	2,2	3,4	4,1	4,9	6,6	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	1,8	1,7	1,5	1,5	1,6
Gesamtverschuldung / EK Buchwert	1,9	2,0	1,9	1,7	1,5	1,6	1,7
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	1,8	1,7	1,5	1,5	1,6
Gesamtverschuldung / EK Marktwert	1,9	2,0	1,9	1,7	1,5	1,6	1,7
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	0,3	0,0	0,0	1,5	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	0,1	0,0	0,0	0,6	0,6
<u>Bewertungskennzahlen:</u>							
aktueller Börsenkurs in EUR			499,00				
Marktkapitalisierung in Mio. EUR			68,1				
EV in Mio. EUR			346,3				
EV / Sales			5,8	5,3	5,0	4,1	3,7
EV / EBITDA			9,5	9,1	8,6	6,7	6,1
EV / EBIT			22,8	20,5	18,0	12,2	11,0
KUV			1,1	1,0	1,0	0,8	0,7
KGV			-40,4	127,0	22,0	6,0	5,2
<u>Net Asset Value</u>							
Net Asset Value in Mio. EUR	161.856	154.086	154.086	153.945	154.480	157.575	167.603
NAV in EUR je Aktie	1.130	1.129	1.129	1.133	1.156	1.229	1.256
Quelle: HSH Nordbank							

Economic Value Added

in Tsd. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatz	56.500	63.852	68.170	84.202	93.373
EBIT	15.162	16.867	19.211	28.266	31.578
+/- Zugänge/Abgänge stille Reserven	0	0	0	0	0
- cash operating taxes	-449	-27	-105	-355	-409
+Bereinigungen	0	0	0	0	0
NOPAT	14.713	16.840	19.106	27.910	31.169
Invested Capital Jahresanfang	444.228	432.128	411.604	390.570	420.333
Invested Capital Jahresende	432.128	411.604	390.570	420.333	447.844
Invested Capital Durchschnitt	438.178	421.866	401.087	405.452	434.089
Capital Charge (IC*WACC)	29.564	29.637	29.939	31.777	34.022
ROIC in %	3,39	3,99	4,76	6,88	7,18
WACC in %	6,75	7,03	7,46	7,84	7,84
Spread ROIC - WACC in %	-3,35	-3,03	-2,70	-0,95	-0,66
EVA	-14.692	-12.797	-10.833	-3.866	-2.854
WACC	6,75	7,03	7,46	7,84	7,84
Diskontfaktoren	0,9796	0,9153	0,8518	0,7899	0,7324
Barwerte	-14.393	-11.714	-9.227	-3.054	-2.090

Barwerte Planungsphase	-40.477
+ Barwert Fade-Out	-27.252
= Market Value Added	-67.729
+ Net Asset Value am Jahresanfang	154.086
= Shareholder Value vor Dritten	86.357
- Anteile Dritter am Jahresanfang	2.964
= Shareholder Value in Tsd. EUR	83.393
Anzahl ausstehende Aktien in Tsd.	136,4
Shareholder Value je Aktie in EUR	611
Prämie/Discount zum Net Asset Value in%	-45,9

Sensitivitätsanalyse in Tsd. EUR

Beta	Terminal Growth		
	2,5%	3,0%	3,5%
1,50	649	644	639
1,60	617	611	606+
1,70	586	581	575

Zinsannahmen

Risikofreier Zins	4,00
Risikoprämie Markt	4,10
Beta relevered	1,60
EK-Zins	10,56
EK-Gewicht	23,13
FK-Zins vor Steuern	5,60
Steuerquote	0,00
WACC in 2010	6,75

Quelle: HSH Nordbank

Kennzahlenvergleich der Peer-Group von HCI HAMMONIA SHIPPING

	Währung	Kurs	52 Wochen		Performance in %			Marktkap. Mio. USD
		Vortag	hoch	tief	1 M	3 M	12 M	
Danaos	USD	3,79	6,99	3,50	-10,8	-2,8	0,5	410,6
Rickmers Maritime	SGD	0,37	0,43	0,25	0,0	1,4	-9,9	115,2
Seaspan	USD	11,23	13,78	7,27	4,4	3,0	51,1	772,8
HCI HAMMONIA SHIPPING	EUR	499,00	710,00	392,00	-6,9	2,1	-31,4	86,4

	EV / EBITDA		EV / EBIT		KGV		Dividendenrendite in %	
	2010e	2011e	2010e	2011e	2010e	2011e	2010e	2011e
Danaos	10,8	7,9	16,1	12,1	5,1	5,1	0,0	0,0
Rickmers Maritime	7,7	7,9	9,6	9,7	3,8	4,2	8,5	8,9
Seaspan	9,4	7,0	14,2	9,8	9,6	6,8	4,2	5,3
Durchschnitt	9,3	7,6	13,3	10,5	6,2	5,4	4,2	4,7
HCI HAMMONIA SHIPPING	9,8	9,4	23,6	21,2	-	127,0	0,0	0,0

Quelle: Bloomberg/HSH 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 Aktienmarktrendite des CDAX seit 1985 und dem jeweils gültigen risikofreien Zins berechnet. Für europäische Gesellschaften nehmen wir die durchschnittliche Aktienmarktrendite 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 Wertschaffung 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.

* 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	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
4	Kaufen	09.12.2008	1.198	1.040
5	Kaufen	03.04.2008	1.110	782
6	Halten	20.05.2009	858	797
7	Halten	10.09.2009	642	670
8	Halten	29.10.2009	578	554
9	ausgesetzt	12.11.2009	---	586
10	Halten	01.12.2009	573	557
11	Kaufen	28.05.2010	625	510
12	Kaufen	20.08.2010	613	515
13	Kaufen	10.09.2010	611	499

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: 03.09.2010).

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 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.

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