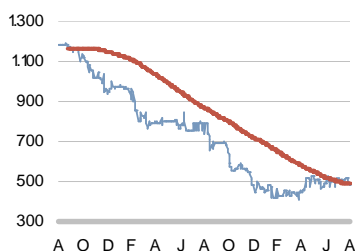


## HCI HAMMONIA SHIPPING

### Schiffsbeteiligungen

Branche



Quelle: Bloomberg

### Bewertung je Aktie in EUR

Fair Value	613 EUR
52-Wochen-Hoch	790 EUR
52-Wochen-Tief	392 EUR

### Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
CDAX	-9,8	4,5	-55,2

### Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	70,3
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

**Sonderertrag in Höhe von 3,8 Mio. USD im Zusammenhang mit der Restrukturierung eines Charterers**

515 EUR

Kurs

Mittel

Anlagerisiko

613 EUR

Kursziel

Kaufen

unverändert

**Bitte beachten Sie den Disclosure auf der vorletzten Seite.**

HCI HAMMONIA SHIPPING hat bekannt gegeben, dass das Ergebnis 2010 besser als erwartet ausfallen wird. Im Zuge der Restrukturierung eines Charterers ist ein finanzieller Vermögensgegenstand ergebniswirksam zu erfassen. Im ersten Halbjahr 2010 ergibt sich ein positiver Effekt von 2,7 USD. Deshalb geht das Unternehmen von einem nahezu ausgeglichenen Halbjahresergebnis aus. Für das Gesamtjahr wird ein positiver Effekt von 3,8 Mio. USD (rund 2,8 Mio. EUR) erwartet. Trotzdem rechnet das Unternehmen weiterhin mit einem Verlust, der aber geringer als der des Vorjahres (-2,8 Mio. EUR) ausfallen soll.

Der Ergebniseffekt resultiert aus der erfolgreichen Restrukturierung des chilenischen Containerliner CSAV. Im Rahmen der Restrukturierung von CSAV hat eine Gruppe von Schiffseignern, die ihre Schiffe an CSAV verchartert haben, für einen bestimmten Zeitraum auf einen Teil ihrer Charter verzichtet und im Gegenzug CSAV-Aktien erhalten.

Im Vergleich zu unserer letzten Prognose des Jahresergebnisses von -3,2 Mio. EUR ergibt sich eine weitere Abweichung. Wir erwarten jetzt ein Minus von 1,7 Mio. EUR. Ursache dafür ist die Dollarschwäche der letzten Wochen, die angesichts der verhaltenen US-Konjunkturerwartungen anhalten dürfte. Wir haben deshalb unsere Prognose des Durchschnittskurses des Euros für 2010 von 1,30 auf 1,35 USD angehoben. 2011 gehen wir unverändert von 1,30 USD aus.

Unsere neue Bewertung kommt auf einen Fair Value von 613 EUR je Aktie. Wir belassen das Rating der HCI HAMMONIA SHIPPING-Aktie auf Kaufen. Das Kursziel auf Sicht von 12 Monaten reduzieren wir von 625 auf 613 EUR. Das Anlagerisiko schätzen wir als mittel ein.

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

**Nächster Termin:** Halbjahresbericht am 30. August 2010

	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	35.629	41.076	43.898	55.740	61.647
EBITDA (Reedereiergebnis) in TEUR	9.412	30.483	40.583	35.303	38.073	40.417	51.451	56.742
EBITDA-Marge	591,1%	65,3%	65,2%	62,5%	59,6%	59,3%	61,1%	60,8%
EBIT in TEUR	4.089	16.839	13.449	14.096	16.867	19.211	28.266	31.578
EBIT-Marge	256,8%	36,0%	21,6%	24,9%	26,4%	28,2%	33,6%	33,8%
Jahresüberschuss in TEUR	4.485	9.472	-2.752	-1.704	544	3.094	11.392	13.183
Ergebnis je Aktie in EUR	32,88	69,44	-20,18	-12,49	3,98	22,68	83,51	96,64
KGV	-	-	-	-	-	22,7	6,2	5,3
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%	1,9%	13,6%	15,5%

Quelle: HSH Nordbank

## 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	20.870	22.776	24.271	28.461	31.725
<b>Schiffsbetriebsergebnis</b>	<b>863</b>	<b>32.471</b>	<b>42.639</b>	<b>35.629</b>	<b>41.076</b>	<b>43.898</b>	<b>55.740</b>	<b>61.647</b>
Personalkosten	0	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiger betrieblicher Aufwand	919	5.399	3.900	4.127	4.463	4.481	5.289	5.906
sonstiges Beteiligungsergebnis	0	0	0	2.800	460	0	0	0
sonstiger betrieblicher Ertrag	9.468	3.411	1.844	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Ergebnis aus Verkauf "assets for sale"	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA (Reedereiergebnis)</b>	<b>9.412</b>	<b>30.483</b>	<b>40.583</b>	<b>35.303</b>	<b>38.073</b>	<b>40.417</b>	<b>51.451</b>	<b>56.742</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>4.089</b>	<b>16.839</b>	<b>13.449</b>	<b>14.096</b>	<b>16.867</b>	<b>19.211</b>	<b>28.266</b>	<b>31.578</b>
Zinserträge	474	1.407	330	123	92	101	116	135
Zinsaufwand	56	8.594	16.169	15.563	16.055	15.818	16.539	18.080
<b>Zinsergebnis</b>	<b>418</b>	<b>-7.188</b>	<b>-15.840</b>	<b>-15.440</b>	<b>-15.963</b>	<b>-15.717</b>	<b>-16.424</b>	<b>-17.945</b>
sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>4.507</b>	<b>9.651</b>	<b>-2.391</b>	<b>-1.344</b>	<b>904</b>	<b>3.494</b>	<b>11.842</b>	<b>13.633</b>
EE-Steueraufwand	22	179	362	360	360	400	450	450
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>4.485</b>	<b>9.472</b>	<b>-2.752</b>	<b>-1.704</b>	<b>544</b>	<b>3.094</b>	<b>11.392</b>	<b>13.183</b>
Ergebnisanteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4.485</b>	<b>9.472</b>	<b>-2.752</b>	<b>-1.704</b>	<b>544</b>	<b>3.094</b>	<b>11.392</b>	<b>13.183</b>
Ausschüttungsquote in %	0	29	0	0	0	44	84	83
<b>Ausschüttung</b>	<b>0</b>	<b>2.728</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1.364</b>	<b>9.549</b>	<b>10.913</b>
Anzahl der Aktien in Tsd.	136	136	136	136	136	136	136	136
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>32,88</b>	<b>69,44</b>	<b>-20,18</b>	<b>-12,49</b>	<b>3,98</b>	<b>22,68</b>	<b>83,51</b>	<b>96,64</b>
<b>Dividende je Aktie</b>	<b>0,00</b>	<b>20,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>10,00</b>	<b>70,00</b>	<b>80,00</b>

Quelle: HSH Nordbank

## Bilanz

per 31.12. in Tsd. EUR	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
<b>Langfristiges Vermögen</b>								
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
	<b>106.239</b>	<b>441.644</b>	<b>451.752</b>	<b>433.291</b>	<b>412.544</b>	<b>391.338</b>	<b>420.460</b>	<b>447.604</b>
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>								
Vorräte	334	1.669	1.462	1.725	1.946	2.075	2.556	2.831
Forderungen aus L&L	81	2.311	947	1.725	1.946	2.075	2.556	2.831
sonstige kurzfr. Ford. u. Vermögen	564	810	2.695	1.437	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	8.625	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
	<b>50.358</b>	<b>25.432</b>	<b>21.083</b>	<b>13.512</b>	<b>15.240</b>	<b>16.255</b>	<b>20.022</b>	<b>22.178</b>
<b>Aktiva</b>	<b>156.597</b>	<b>467.076</b>	<b>472.835</b>	<b>446.803</b>	<b>427.785</b>	<b>407.593</b>	<b>440.483</b>	<b>469.782</b>
<b>Eigenkapital</b>								
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	7.738	8.282	11.376	21.404	25.038
	<b>152.030</b>	<b>155.856</b>	<b>154.086</b>	<b>153.924</b>	<b>154.468</b>	<b>157.562</b>	<b>167.590</b>	<b>171.223</b>
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>								
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
	<b>2.382</b>	<b>285.109</b>	<b>281.006</b>	<b>263.000</b>	<b>253.000</b>	<b>233.000</b>	<b>253.000</b>	<b>253.000</b>
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>								
Sonstige kurzfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0
gesamt kurzfr. Finanzschulden/-kredite	82	23.341	30.296	26.757	16.864	13.384	15.524	40.776
kurzfr. Verbindlichkeiten L&L	619	1.541	993	1.437	1.621	1.729	2.130	2.359
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	1.485	1.030	5.919	1.150	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
	<b>2.186</b>	<b>26.111</b>	<b>37.743</b>	<b>29.879</b>	<b>20.317</b>	<b>17.031</b>	<b>19.893</b>	<b>45.558</b>
<b>Passiva</b>	<b>156.597</b>	<b>467.076</b>	<b>472.835</b>	<b>446.803</b>	<b>427.785</b>	<b>407.593</b>	<b>440.483</b>	<b>469.782</b>

Quelle: HSH Nordbank

## Kapitalflussrechnung

per 31.12. in Tsd. EUR	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss	9.472	-2.752	-1.704	544	3.094	11.392	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	4.096	294	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	-1.860	-3.800	-460	0	0	0
<b>Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>24.989</b>	<b>23.845</b>	<b>12.661</b>	<b>20.996</b>	<b>24.128</b>	<b>33.936</b>	<b>37.980</b>
- 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
<b>Cash Flow aus Investitionen</b>	<b>-314.901</b>	<b>-52.252</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-52.308</b>	<b>-52.308</b>
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	0	0	0	0	0	0	0
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	290.697	15.330	-19.352	-19.893	-23.480	22.140	25.252
- Dividendenzahlung	0	2.728	0	0	0	1.364	9.549
+/- sonstige Finanztransaktionen	-29.521	3.695	-651	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus Finanzierung</b>	<b>261.176</b>	<b>16.297</b>	<b>-20.003</b>	<b>-19.893</b>	<b>-23.480</b>	<b>20.776</b>	<b>15.703</b>
<b>Finanzmittelbestand Anfang</b>	<b>49.380</b>	<b>20.643</b>	<b>20.643</b>	<b>13.301</b>	<b>14.404</b>	<b>15.052</b>	<b>17.457</b>
<b>Veränderung Finanzmittel</b>	<b>-28.737</b>	<b>-12.111</b>	<b>-7.342</b>	<b>1.103</b>	<b>648</b>	<b>2.405</b>	<b>1.376</b>
<b>Finanzmittelbestand Ende</b>	<b>20.643</b>	<b>8.532</b>	<b>13.301</b>	<b>14.404</b>	<b>15.052</b>	<b>17.457</b>	<b>18.832</b>

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	61,4	58,7	58,4	60,4	60,1
EBIT-Marge	33,6	21,0	24,5	26,0	27,8	33,2	33,5
Umsatzrendite vor Steuern	19,3	-3,7	-2,3	1,4	5,1	13,9	14,4
Umsatzrendite nach Steuern	18,9	-4,3	-3,0	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	0,4	2,0	7,0	7,8
ROIC	5,3	2,2	3,2	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	2,2	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			515,00				
Marktkapitalisierung in Mio. EUR			70,3				
EV in Mio. EUR			348,4				
EV / Sales			6,1	5,4	0,0	4,1	3,7
EV / EBITDA			9,9	9,2	0,0	6,8	6,1
EV / EBIT			24,7	20,7	0,0	12,3	11,0
KUV			1,2	1,1	0,0	0,8	0,7
KGV			-41,2	129,3	0,0	6,2	5,3
<u>Net Asset Value</u>							
Net Asset Value in Mio. EUR	161.856	154.086	154.086	153.924	154.468	157.562	167.590
NAV in EUR je Aktie	1.130	1.129	1.129	1.133	1.155	1.229	1.256

Quelle: HSH Nordbank

## Economic Value Added

in Tsd. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatz	57.500	64.852	69.170	85.202	94.373
<b>EBIT</b>	<b>14.096</b>	<b>16.867</b>	<b>19.211</b>	<b>28.266</b>	<b>31.578</b>
+/- Zugänge/Abgänge stille Reserven	0	0	0	0	0
- cash operating taxes	-449	-27	-105	-355	-409
+Bereinigungen	0	0	0	0	0
<b>NOPAT</b>	<b>13.648</b>	<b>16.840</b>	<b>19.106</b>	<b>27.911</b>	<b>31.169</b>
Invested Capital Jahresanfang	444.228	432.056	411.604	390.570	420.333
Invested Capital Jahresende	432.056	411.604	390.570	420.333	447.844
Invested Capital Durchschnitt	438.142	421.830	401.087	405.452	434.089
Capital Charge (IC*WACC)	28.400	29.638	29.939	31.776	34.022
ROIC in %	3,15	3,99	4,76	6,88	7,18
WACC in %	6,48	7,03	7,46	7,84	7,84
Spread ROIC - WACC in %	-3,33	-3,03	-2,70	-0,95	-0,66
<b>EVA</b>	<b>-14.593</b>	<b>-12.798</b>	<b>-10.833</b>	<b>-3.866</b>	<b>-2.853</b>
WACC	6,48	7,03	7,46	7,84	7,84
Diskontfaktoren	0,9772	0,9131	0,8496	0,7879	0,7306
Barwerte	-14.261	-9.204	-2.084	-2.652	-2.252

Barwerte Planungsphase	-40.280
+ Barwert Fade-Out	-27.179
<b>= Market Value Added</b>	<b>-67.459</b>
+ Net Asset Value am Jahresanfang	154.086
<b>= Shareholder Value vor Dritten</b>	<b>86.627</b>
- Anteile Dritter am Jahresanfang	2.964
<b>= Shareholder Value in Tsd. EUR</b>	<b>83.663</b>
Anzahl ausstehende Aktien in Tsd.	136,4
<b>Shareholder Value je Aktie in EUR</b>	<b>613</b>
Prämie/Discount zum Net Asset Value in%	-45,7

## Sensitivitätsanalyse in Tsd. EUR

Beta	Terminal Growth		
	2,5%	3,0%	3,5%
1,50	651	646	641
1,60	619	<b>613</b>	608
1,70	588	583	577

## Zinsannahmen

Risikofreier Zins	4,00
Risikoprämie Markt	4,10
Beta relevered	1,60
EK-Zins	10,56
EK-Gewicht	23,20
FK-Zins vor Steuern	5,25
Steuerquote	0,00
<b>WACC in 2010</b>	<b>6,48</b>

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	4,15	6,99	3,50	9,4	8,2	14,6	222,0
Rickmers Maritime	SGD	0,37	0,45	0,25	0,0	7,4	-16,1	114,2
Seaspan	USD	10,78	13,78	6,22	8,8	13,1	68,6	737,6
<b>HCI HAMMONIA SHIPPING</b>	<b>EUR</b>	<b>515,00</b>	<b>790,00</b>	<b>392,00</b>	<b>-6,8</b>	<b>-9,3</b>	<b>-35,0</b>	<b>90,1</b>

	EV / EBITDA		EV / EBIT		KGV		Dividendenrendite in %	
	2010e	2011e	2010e	2011e	2010e	2011e	2010e	2011e
Danaos	10,1	7,4	14,8	11,6	4,4	3,7	0,0	0,0
Rickmers Maritime	7,1	7,2	9,6	9,7	2,8	3,0	8,8	8,8
Seaspan	9,1	6,5	14,0	9,9	10,6	7,0	3,9	5,6
<b>Durchschnitt</b>	<b>8,8</b>	<b>7,0</b>	<b>12,8</b>	<b>10,4</b>	<b>6,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>
<b>HCI HAMMONIA SHIPPING</b>	<b>10,2</b>	<b>9,5</b>	<b>25,6</b>	<b>21,4</b>	<b>-</b>	<b>129,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

## SWOT-Analyse

### Strengths

- 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 Schiffahrtsmarkt bietet Opportunitäten bei Schiffspreisen und Charraten, die gewinnbringend genutzt werden können.

### Threats

- Der zyklische Schiffahrtsmarkt 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<sup>®</sup>) 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<sup>®</sup>) 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<sup>®</sup>, die jeweils den Umfang der Wertschöpfung bzw. Wertvernichtung anzeigen. Der EVA<sup>®</sup> 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 <sup>®</sup> )	Wertzuwachs bzw. -abbau
EVA <sup>®</sup> aller Perioden mit WACC diskontiert	
= Market Value Added (MVA)	Discount bzw. Premium
./. Anteile Dritter am Eigenkapital	
+ Net Asset Value (NAV)	
= Shareholder Value / FairValue	

## Glossar

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

## Empfehlungen der letzten 24 Monate

lfd. Nr.	Rating	Datum	Kursziel EUR	Schlusskurs Vortag EUR
1	<b>Erstrating</b>			
	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

Quelle: HSB 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: 03.08.2010).**

**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