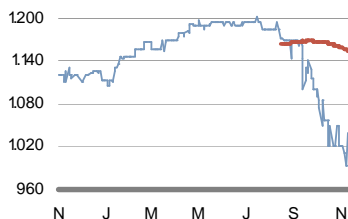


HCI HAMMONIA SHIPPING

**Erfreuliche Geschäftsentwicklung setzt sich im dritten Quartal fort
Stärkere Gewichtung der Marktrisiken in der Bewertung
Kursrückgang nicht gerechtfertigt**

Schiffsbeteiligungen

Branche



Quelle: Bloomberg

Bewertung je Aktie in EUR

Fair Value	1.198EUR
52-Wochen-Hoch	1.206 EUR
52-Wochen-Tief	992 EUR

Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
CDAX	13,4	20,2	35,0.

Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	141,9
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

1.040 EUR

Kurs

Mittel

Anlagerisiko

1.198 EUR

Kursziel

Kaufen

unverändert

Bitte beachten Sie den Disclosure auf der vorletzten Seite.

Im dritten Quartal 2008 konnte HCI HAMMONIA SHIPPING die positive Geschäftsentwicklung des ersten Halbjahres fortsetzen. Da die fünf im zweiten Quartal abgelieferten bzw. in Dienst gestellten Schiffe erstmals einen vollen Beitrag leisteten, konnten Umsatz und Ergebnis deutlich gesteigert werden. In den ersten 9 Monaten erzielte das Unternehmen bei einem Umsatz von 29,2 Mio. EUR ein EBIT von 10,3 Mio. EUR und einen Konzernperiodenüberschuss von 6,7 Mio. EUR.

Am Markt für Containerschiffe sind die Charraten eingebrochen. Allerdings werden die in den Döhle-Pools beschäftigten Schiffe erst mit zeitlicher Verzögerung und in einem geringeren Ausmaß davon betroffen sein.

Wir haben unsere Prognose für das Jahresergebnis wegen des stärker notierenden US-Dollars und niedrigeren Zinsaufwendungen nochmals von 6,8 auf 10,2 Mio. EUR angehoben. Damit sollte auch die Zahlung einer Anfangsdividende, die der Vorstand in Aussicht gestellt hat, möglich sein. Allerdings rechnen wir im kommenden Jahr trotz zweier zusätzlicher Schiffe aufgrund niedrigerer Poolraten und höheren Zinsaufwendungen mit einem Ergebnisrückgang auf 8,9 Mio. EUR. Außerdem gehen wir momentan nicht mehr davon aus, dass das Schiffsportfolio stille Reserven enthält. Darüber hinaus haben wir vor dem Hintergrund der zunehmenden Turbulenzen auf den Finanzmärkten und der Abkühlung der Weltwirtschaft die Prognose für den US-Dollar und die Charraten angepasst sowie generell die Risikoprämie für Aktien erhöht, was sich negativ auf den Unternehmenswert auswirkt.

Den Kursrückgang der HCI HAMMONIA SHIPPING -Aktie sehen wir als überzogen an. Unser Rating bestätigen wir auf Kaufen. Da wir die Marktrisiken stärker gewichten und keine stillen Reserven mehr berücksichtigen, haben wir das Kursziel auf Sicht von 12 Monaten 1.425 auf 1.198 EUR gesenkt. Das Anlagerisiko schätzen wir als mittel ein.

	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse in TEUR	1.592	43.454	71.052	80.716	92.512	97.202
Schiffsbetriebsergebnis in TEUR	863	31.712	49.412	55.618	63.889	66.656
EBITDA (Reedereiergebnis) in TEUR	9.412	28.851	46.682	52.162	59.333	61.444
EBITDA-Marge	591,1%	66,4%	65,7%	64,6%	64,1%	63,2%
EBIT in TEUR	4.089	20.133	28.234	31.856	37.129	39.240
EBIT-Marge	256,8%	46,3%	39,7%	39,5%	40,1%	40,4%
Jahresüberschuss in TEUR	4.485	10.194	8.946	11.182	14.673	16.811
Ergebnis je Aktie in EUR	32,88	74,73	65,58	81,97	107,56	123,23
KGV	-	13,9	15,9	12,7	9,7	8,4
Dividende je Aktie in EUR	0,00	40,00	65,00	71,00	86,00	99,00
Dividendenrendite	-	3,8	6,3	6,8	8,3	9,5

Quelle: HSH Nordbank

**Positive Geschäftsentwicklung
im dritten Quartal fortgesetzt.****Geschäftsentwicklung in den ersten 9 Monaten 2008**

Im dritten Quartal 2008 konnte HCI HAMMONIA SHIPPING die positive Geschäftsentwicklung des ersten Halbjahres fortsetzen. Im Schiffsbetrieb gab es keine Störungen. Da die fünf im zweiten Quartal abgelieferten bzw. in Dienst gestellten Schiffe erstmals einen vollen Beitrag leisteten, konnten Umsatz und Ergebnis deutlich gesteigert werden. In den ersten 9 Monaten erzielte das Unternehmen bei einem Umsatz von 29,2 Mio. EUR ein EBIT von 10,3 Mio. EUR und einen Konzernperiodenüberschuss von 6,7 Mio. EUR. Die operative Stärke spiegelt sich auch im Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit wider, der 16,7 Mio. EUR erreichte.

HCI HAMMONIA SHIPPING hat Ende 2007 die operative Geschäftstätigkeit aufgenommen. Deshalb ist ein Vergleich mit den Vorjahreszahlen ohne Aussagekraft. Darüber hinaus muss beachtet werden, dass sich die Flotte noch im Aufbau befindet. Die letzten beiden Containerschiffe der 2.500 TEU-Klasse werden voraussichtlich im Januar 2009 ihren Dienst aufnehmen. Erst dann wird das Unternehmen seine volle operative Leistungsfähigkeit zeigen.

Schiffsportfolio

Das Portfolio der HCI HAMMONIA SHIPPING besteht aus neun Containerschiffen. 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). Zwei 2.500 TEU-Containerschiffe sollen im Januar 2009 die Flotte komplettieren.

Die Flotte von 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	Anfang 2009	Einnahme-Pool -	Döhle
11 HAMMONIA BAVARIA	2.500	51.165	Anfang 2009	Einnahme-Pool -	Döhle
Summe		676.240			

Quelle: HCI HAMMONIA SHIPPING AG

Angesichts des starken Einbruchs des Containermarktes ist eine Bewertung der Schiffe zu Marktpreisen momentan nicht möglich. Aus diesem Grund unterstellen wir jetzt nicht mehr, dass das Portfolio von HCI HAMMONIA SHIPPING in größerem Maße über stille Reserven verfügt. Die aktuellen Buchwerte sind angesichts der Beschäftigung in den Einnahme-Pools bzw. des langfristigen Chartervertrages mit Maersk durch einen relativ stabilen Cashflow zu rechtfertigen. Darüber hinaus muss berücksichtigt werden, dass die 2.500 TEU- und 3.100 TEU-Schiffe auf Euro-Basis betrachtet günstig erworben worden sind.

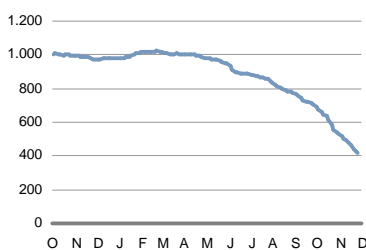
Das Risiko stark sinkender Erträge ist durch die Beschäftigung in einem Einnahme-Pool begrenzt. Ein Einnahme-Pool reagiert mit zeitlicher Verzögerung und in geringerem Maße auf die Veränderung der Charterraten auf dem Markt für Containerschiffe. Die von der Peter Döhle-Schiffahrts-KG gemanagten Pools, in denen die Schiffe der HCI HAMMONIA SHIPPING AG beschäftigt sind, haben momentan eine durchschnittliche Restlaufzeit der Charterverträge von über zwei Jahren. In diesem Jahr konnten die auslaufenden Verträge überwiegend noch zu guten Konditionen verlängert werden. Die Auswirkungen der Krise an den Chartermärkten sollten sich deshalb auch 2009 in Grenzen halten. Dennoch werden die Poolraten voraussichtlich ab dem zweiten Quartal 2009 etwas sinken. Mit einem erheblichen Effekt auf die Poolraten rechnet das Management nur, wenn sich die aktuelle Marktschwäche bis ins Jahr 2010 fortsetzen sollte.

Marktumfeld

Charterraten sind eingebrochen

Im Oktober kam es bei den Charterraten zu einem regelrechten Einbruch. Das Minus betrug durchschnittlich rund 20%. Im November ist der Markt weiter unter Druck geblieben. Der in diesem Jahr zu verzeichnende Rückgang beträgt in einzelnen Segmenten mittlerweile schon über 50%. Angesichts der schlechten Marktverfassung ist es nicht verwunderlich, dass erstmals seit August 2002 im Oktober kein einziges Schiff geordert wurde. Die Krise hinterlässt auch bei den Schiffspreisen Spuren. Die Neubaupreise verzeichnen zwar noch relativ geringe Rückgänge. Der Markt für gebrauchte Schiffe ist momentan zusammengebrochen und eine „normale“ Preisbildung nicht möglich.

Container Ship Time Charter Assessment Index (ConTex)



Quelle: Vereinigung Hamburger Schiffsmakler und Schiffsagenten (VHSS)

Durchschnittliche Charterraten für Containerschiffe in Tsd. USD/Tag

Moderne Schiffe	Ytd 07	Ytd 08	Aug. 08	Sept. 08	Okt. 09
1.000 TEU	12,1	12,0	11,6	10,3	7,9
1.700 TEU	16,1	16,1	13,3	12,4	9,6
3.000 TEU	25,6	26,6	24,3	16,5	13,0
4.500 TEU	31,4	33,0	29,5	24,5	19,5

Quelle: RS Platou Oslo

Die Wirtschaft der westlichen Industriestaaten ist in eine Rezession abgeglitten. Die Krise wird auch an China nicht spurlos vorüber ziehen, dessen Exporte sich deutlich verringern dürften. So geht die Weltbank 2009 davon aus, dass die chinesische Wirtschaft nur noch um 7,5% zulegen wird. Nach fünf Jahren zweistelligen Wachstums in Folge ist dies der geringste Wert seit 19 Jahren. Mit der konjunkturellen Wende in den USA und Europa rechnen wir im zweiten Halbjahr 2009. Dann sollten die Asienverkehre, die den Reedern große Sorgen bereiten, wieder eine stärkere Dynamik entfalten. Angesichts der Vielzahl neuer Schiffe wird sich die Lage in den nächsten Monaten aber kaum entspannen. Allerdings mehren sich Berichte über Stornierungen und Bauverschiebungen von bestellten Schiffen. Gründe sind die restriktive Kreditvergabe und fehlende wirtschaftliche Perspektiven. Das dürfte sich bislang kaum im offiziellen Orderbuch niedergeschlagen haben. Darüber hinaus sollte die erwartete Zunahme der Verschrottungsaktivitäten ebenfalls das Angebot verringern. Gleichwohl wird aufgrund der hohen Überkapazitäten eine nachhaltige Erholung der Char-

Mit einer nachhaltigen Erholung der Charterraten rechnen wir nicht vor Mitte 2010.

terraten längere Zeit auf sich warten lassen. Damit rechnen wir kaum vor Mitte 2010.

Einschätzung, Bewertung und Rating

Wir haben die Ergebnisprognose für 2008 angehoben und die für 2009 wegen sinkender Charterraten und höherer Zinsaufwendungen reduziert.

Der Einbruch der Charterraten auf dem Markt für Containerschiffe ist bislang an HCI HAMMONIA SHIPPING vorbei gegangen und wird sich 2008 nicht im Ergebnis niederschlagen. Im Gegenteil: Die stabilen Einnahmen haben bei dem stärker notierenden US-Dollar zu deutlich höheren Euro-Erträgen geführt. Da wir außerdem mit geringeren Zinsaufwendungen rechnen, haben wir unsere Prognose für das Jahresergebnis nochmals von 6,8 auf 10,2 Mio. EUR angehoben. Allerdings rechnen wir im kommenden Jahr trotz zweier zusätzlicher Schiffe aufgrund niedrigerer Poolraten und höheren Zinsaufwendungen mit einem Ergebnisrückgang auf 8,9 Mio. EUR. Außerdem gehen wir momentan nicht mehr davon aus, dass das Schiffsportfolio stille Reserven enthält.

Vorstand stellt Anfangsdividende in Aussicht

Das Ergebnis je Aktie erwarten wir 2008 bei rund 74 EUR. Der Vorstand hat die Ausschüttung einer Anfangsdividende in Aussicht gestellt. Wir rechnen mit rund 40,00 EUR. Das ausschüttungsfähige Ergebnis wird jedoch auf Basis des HGB-Abschlusses berechnet.

Unsere wichtigsten Annahmen in der Prognoserechnung sind:

- **US-Dollar**
Den Euro-Durchschnittskurs haben wir 2008 mit 1,44 USD und 2009 mit 1,42 USD angesetzt. Ab 2010 gehen wir von einem Rückgang bis auf 1,30 USD im Jahr 2012 aus.
- **Chartererträge**
Bei den Charterraten der Pool-Schiffe rechnen wir mit einem stärkeren Rückgang in 2009 und einem geringeren in 2010 sowie einer Erholung in 2011 und 2012.
- **Schiffsbetriebskosten**
Die Quote der Schiffsbetriebskosten, die Bereederung, operative Schiffs-kosten (v.a. Personalkosten und Schmieröl), und zeitanteilige Werftkosten berücksichtigt, steigt von rund 26% auf knapp 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 2011 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.

Wir haben unsere Prognoserechnung aufgrund der Turbulenzen auf den Schifffahrts- und Finanzmärkten in folgenden Punkten verändert:

- Ein schwächerer US-Dollar in 2009 und 2010
- Niedrigere Charterraten, insbesondere in 2009 und 2010
- Ein höherer Diskontierungszinssatz

Schwächerer US-Dollar und niedrigere Charterraten in 2009 und 2010

Die US-Dollarprognose haben wir angepasst. Wir erwarten angesichts des massiven Schuldenaufbaus der USA 2009 und 2010 einen wieder zur Schwäche tendierenden US-Dollar. Gleichwohl sehen wir unverändert ab 2011 eine festere US-Währung. Bei den Poolraten für die Containerschiffe rechnen wir mit einem stärkeren Rückgang in 2009 und einem geringeren in 2010 sowie mit einer Erholung in 2011 und in 2012.

Höherer Diskontierungszinssatz wirkt negativ auf Bewertung.

Vor dem Hintergrund der zunehmenden Turbulenzen auf den Finanzmärkten haben wir generell die Risikoprämie für Aktien erhöht. Im Gegenzug wurde das Beta von 1,20 auf 1,05 gesenkt. Unter dem Strich steigt aber der Diskontierungszinssatz (2008 von 6,90 auf 7,14%), was sich negativ in dem Unternehmenswert niederschlägt. Auf Basis unseres EVA[®]-Modells ermitteln wir einen Unternehmenswert von 163,4 Mio. EUR. Das entspricht einem Fair Value pro Aktie von 1.198 EUR.

**Rating auf Kaufen bestätigt
Kursziel 1.198 EUR**

Den Kursrückgang der HCI HAMMONIA SHIPPING-Aktie sehen wir als überzogen an. Wir bestätigen unser Kaufen-Rating. Da wir die Marktrisiken stärker gewichten und keine stillen Reserven mehr berücksichtigen, haben wir das Kursziel auf Sicht von 12 Monaten von 1.425 auf 1.198 EUR gesenkt. 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	43.454	71.052	80.716	92.512	97.202
Schiffsbetriebskosten	729	11.742	21.641	25.098	28.623	30.546
Schiffsbetriebsergebnis	863	31.712	49.412	55.618	63.889	66.656
Personalkosten	0	0	0	0	0	0
Sonstiger betrieblicher Aufwand	919	4.061	2.729	3.456	4.556	5.211
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	28.851	46.682	52.162	59.333	61.444
Amortization Impairment	4.880	0	0	0	0	0
Abschreibungen	444	8.718	18.448	20.305	22.204	22.204
EBIT	4.089	20.133	28.234	31.856	37.129	39.240
Zinserträge	474	788	114	114	130	142
Zinsaufwand	56	10.411	19.125	20.443	22.132	22.052
Zinsergebnis	418	-9.624	-19.011	-20.329	-22.002	-21.910
sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	4.507	10.509	9.223	11.527	15.127	17.330
EE-Steueraufwand	22	315	277	346	454	520
Ergebnis nach Steuern	4.485	10.194	8.946	11.182	14.673	16.811
Ergebnisanteile Dritter	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss	4.485	10.194	8.946	11.182	14.673	16.811
Ausschüttungsquote in %	0	54	99	87	80	80
Ausschüttung	0	5.457	8.867	9.685	11.732	13.505
Anzahl der Aktien in Tsd.	136	136	136	136	136	136
Ergebnis je Aktie	32,88	74,73	65,58	81,97	107,56	123,23
Dividende je Aktie	0,00	40,00	65,00	71,00	86,00	99,00

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	436.613	451.710	480.680	508.847	486.643
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	447	711	807	925	972
aktive latente Steuern	0	0	0	0	0	0
akt. Rechnungsabgrenzung lgfr.	0	0	0	0	0	0
	106.239	446.287	461.648	490.715	518.999	496.842
Kurzfristiges Vermögen						
Vorräte	334	1.340	2.132	2.421	2.775	2.916
Forderungen aus L&L	81	1.340	2.132	2.421	2.775	2.916
sonstige kurzfr. Ford. u. Vermögen	564	893	1.421	1.614	1.850	1.944
kurzfr. Finanzielle Vermögenswerte/ Finanzinstrumente	0	0	0	0	0	0
Effektive Ertragsteueransprüche	0	0	0	0	0	0
Liquide Mittel	48.482	4.019	3.553	4.036	4.626	4.860
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	7.591	9.237	10.493	12.027	12.636
Aktiva	155.700	453.878	470.885	501.208	531.026	509.478
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	15.141	18.164	20.479	25.467	30.546
	150.667	161.327	164.350	166.665	171.653	176.731
Langfristige Verbindlichkeiten						
Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0
lgfr. sonstige und Steuer-Rückstellungen	0	0	0	0	0	0
lgfr. Finanzschulden/-kredite	0	280.000	290.000	310.000	340.000	310.000
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	283.000	293.000	313.000	343.000	313.000
Kurzfristige Verbindlichkeiten						
Sonstige kurzfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0	0
gesamt kurzfr. Finanzschulden/-kredite	548	7.765	10.693	18.314	12.673	15.859
kurzfr. Verbindlichkeiten L&L	619	893	1.421	1.614	1.850	1.944
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	1.485	893	1.421	1.614	1.850	1.944
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	9.551	13.535	21.543	16.373	19.747
Passiva	155.700	453.878	470.885	501.208	531.026	509.478

Quelle: HSH Nordbank

Kapitalflussrechnung

per 31.12. in Tsd. EUR	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss	10.194	8.946	11.182	14.673	16.811
- Ergebnisanteile Dritter	0	0	0	0	0
+ Abschreibungen, Amortisation, Neubewertung	8.718	18.448	20.305	22.204	22.204
- Zunahme Net Working Capital	2.911	1.056	387	472	188
- Zunahme Igfr. Forderungen u. sonst. Vermögen	120	264	97	118	47
+ 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	16.499	26.075	31.004	36.287	38.780
- Investitionen	353.646	36.046	49.275	50.370	0
+ Desinvestitionen (Erlös aus Anlagenabgang)	0	0	0	0	0
+/- Einzahlungen/Auszahlungen "assets for sale"	0	0	0	0	0
Cash Flow aus Investitionen	-353.646	-36.046	-49.275	-50.370	0
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	287.217	12.928	27.622	24.358	-26.814
+ Zunahme stille Beteiligungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Gesellschafterdarlehen	0	0	0	0	0
- Dividendenzahlung	0	5.457	8.867	9.685	11.732
Cash Flow aus Finanzierung	287.217	7.471	18.755	14.673	-38.546
Finanzmittelbestand Anfang	48.482	-1.447	-3.947	-3.464	-2.874
Veränderung Finanzmittel	-49.930	-2.500	483	590	234
Finanzmittelbestand Ende	-1.447	-3.947	-3.464	-2.874	-2.640

Quelle: HSH Nordbank

Kennzahlen

per 31.12.	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
<u>Kennzahlen in %:</u>					
Brutto-Marge	73,70	69,54	68,91	69,06	68,57
EBITDA-Marge	64,61	65,70	64,62	64,14	63,21
EBIT-Marge	45,09	39,74	39,47	40,13	40,37
Umsatzrendite vor Steuern	23,53	12,98	14,28	16,35	17,83
Umsatzrendite nach Steuern	22,83	12,59	13,85	15,86	17,29
Steuerquote	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Eigenkapitalrendite	6,53	5,49	6,76	8,67	9,65
ROIC	4,88	6,49	7,48	7,63	7,60
Ausschüttungsquote	53,53	99,11	87,00	80,00	80,00
<u>Kennzahlen absolut:</u>					
Netto-Verschuldung / EK Buchwert	1,76	1,81	1,95	2,03	1,82
Gesamtverschuldung / EK Buchwert	1,78	1,83	1,97	2,05	1,84
EK Buchwert / Bilanzsumme	0,36	0,35	0,33	0,32	0,35
Netto-Verschuldung / EK Marktwert	1,76	1,81	1,95	2,03	1,82
Gesamtverschuldung / EK Marktwert	1,78	1,83	1,97	2,05	1,84
EK Marktwert / Invested Capital	0,36	0,36	0,34	0,33	0,36
FCF / Verschuldung	-1,16	0,03	0,00	0,02	0,18
Investitionen / CF aus lf. Gesch.	21,43	1,38	1,59	1,39	0,00
Net Working Capital / Umsatz	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Investitionen / Umsatz	7,92	0,51	0,61	0,54	0,00
<u>Bewertungskennzahlen:</u>					
aktueller Börsenkurs in EUR	1.040				
Marktkapitalisierung in Mio. EUR	141,9				
EV in Mio. EUR	426				
EV / Sales	9,5	6,0	5,3	4,6	4,4
EV / EBITDA	14,8	9,1	8,2	7,2	6,9
EV / EBIT	21,1	15,1	13,4	11,5	10,8
KUV	3,2	2,0	1,8	1,5	1,5
KGV	13,9	15,9	12,7	9,7	8,4
<u>Net Asset Value</u>					
Net Asset Value in Mio. EUR	156.667	161.327	164.350	166.665	171.653
NAV in EUR je Aktie	1.149	1.183	1.205	1.222	1.259

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	44.654	71.052	80.716	92.512	97.202
EBIT	20.133	28.234	31.856	37.129	39.240
+/- Zugänge/Abgänge stille Reserven	-6.000	0	0	0	0
- cash operating taxes	-628	-850	-959	-1.118	-1.181
+Bereinigungen	0	0	0	0	0
NOPAT	19.505	27.384	30.897	36.011	38.059
Invested Capital Jahresanfang	108.733	445.073	461.490	490.943	519.700
Invested Capital Jahresende	445.073	461.490	490.943	519.700	497.730
Invested Capital Durchschnitt	276.903	453.282	476.217	505.322	508.715
Capital Charge (IC*WACC)	19.770	32.521	34.185	36.136	36.280
ROIC in %	4,88	6,04	6,49	7,13	7,48
WACC in %	7,14	7,17	7,18	7,15	7,13
Spread ROIC - WACC in %	-2,26	-1,13	-0,69	-0,02	0,35
EVA	-6.265	-5.138	-3.288	-125	1.779
WACC	7,14	7,17	7,18	7,15	7,13
Diskontfaktoren	0,9951	0,9285	0,8663	0,8085	0,7547
Barwerte	-6.235	-2.848	1.342	1.797	1.547

Barwerte Planungsphase	-12.612
+ Barwert Fade-Out	19.343
= Market Value Added	6.732
+ Net Asset Value am Jahresanfang	156.667
= Shareholder Value vor Dritten	163.399
- Anteile Dritter am Jahresanfang	0
= Shareholder Value in Tsd. EUR	163.399
Anzahl ausstehende Aktien in Tsd.	136,4
Shareholder Value je Aktie in EUR	1.198
Prämie/Discount zum Net Asset Value in%	4,3

Sensitivitätsanalyse in Tsd. EUR

Beta	Terminal Growth		
	2,5%	3,0%	3,5%
0,95	1.251	1.257	1.264
1,05	1.193	1.198	1.203
1,15	1.139	1.143	1.146

Zinsannahmen

Risikofreier Zins	4,20
Risikoprämie Markt	4,20
Beta relevered	1,05
EK-Zins	8,61
EK-Gewicht	36,22
FK-Zins vor Steuern	6,50
Steuerquote	3,00
WACC in 2008	7,14

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

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

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

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

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

Definition des Net Asset Value

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

HSH Nordbank Bewertungsmodell für Schifffahrtsunternehmen

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

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 Aktualisierungsstichtag 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

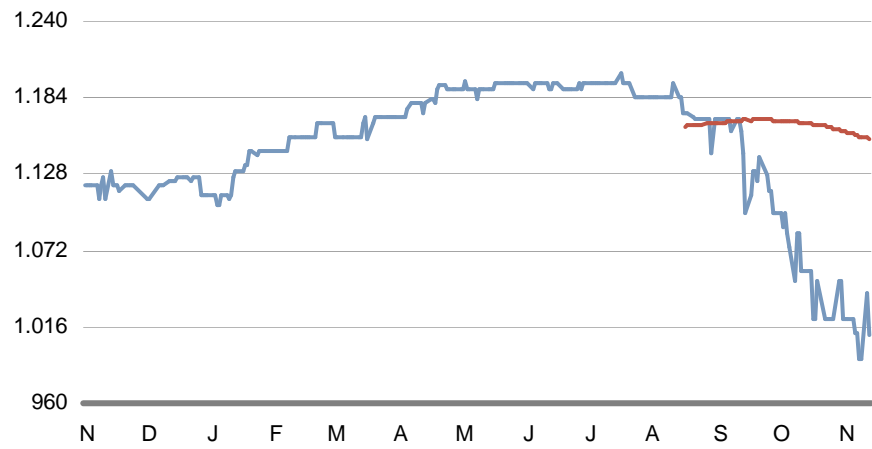
Aktien-Rating HSH Nordbank	Rendite aus Kursveränderung und Dividende				
	unter 0%	0% bis 10%	10% bis 15%	15% bis 20%	ab 20%
niedrig	Verkauf	Halten	Kauf	Kauf	Kauf
Anlagerisiko mittel	Verkauf	Halten	Halten	Kauf	Kauf
hoch	Verkauf	Halten	Halten	Halten	Kauf

Ratings der HSH Nordbank

	Coverage insgesamt	Inv.Bank.- Aktivitäten
Kaufen	90%	0%
Halten	10%	0%
Verkaufen	0%	0%

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
4	Kaufen	09.12.2008	1.198	1.040

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 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 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 hält an der Gesellschaft, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand dieser Finanzanalyse sind, Beteiligungen von mehr als 5% des Grundkapitals (Stand: 04.12.2008).

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

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

Schifffahrts-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.