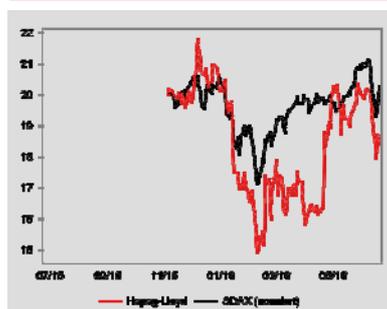


Buy EUR 31,50 Kurs EUR 18,40 Upside 71,2 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 36,18 FCF-Value Potential 17e: 26,75	Aktien Daten: Bloomberg: HLAG GR Reuters: HLAG.DE ISIN: DE000HLAG475	Beschreibung: Führendes globales Unternehmen in der Containerschifffahrt
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 2.173 Aktienanzahl (Mio.): 118 EV: 5.633 Freefloat MC: 337 Ø Trad. Vol. (30T): 804,87	Aktionäre: Freefloat: 15,5 % CSAV: 31,4 % HG / City of Hamburg: 20,6 % Kühne Holding: 20,2 % TUI-Hapag Beteiligings GmbH: 12,3 %	Risikoprofil (WRe): 2016e Beta: 1,5 KBV: 0,4 x EK-Quote: 46 % Net Fin. Debt / EBITDA: 3,8 x Net Debt / EBITDA: 4,0 x

Gut unterwegs in schwierigem Fahrwasser; Aufnahme der Coverage mit Kaufen

Wir nehmen unsere Coverage von Hapag-Lloyd mit einer Kaufempfehlung auf. Unser Kursziel von EUR 31,50 reflektiert den Durchschnitt aus DCF- und FCFVP-Modell 2017 und deutet auf ein kräftiges Kurspotenzial. Hapag-Lloyd schlägt sich in dem schwierigen Sektorumfeld gut und hat seine finanziellen Versprechen erfüllt. Dennoch wird die Aktie mit der breiteren Containerschifffahrtsbranche, welcher die Investoren im Allgemeinen vorsichtig gegenüberstehen, über einen Kamm geschoren. Vor dem Hintergrund des Spielraums des Unternehmens für eine weitere Ergebnissteigerung sowie klugen strategischen Weichenstellungen sehen wir zukünftig jedoch gute Chancen für ein besseres Unterscheidungsvermögen seitens der Investoren. Darüber hinaus könnte sich das Sentiment der Investoren zum Besseren ändern, sollte sich die jüngst verzeichnete Stabilisierung der Frachtraten als nachhaltig erweisen. Unsere positive Einschätzung im Detail:

- Hapag-Lloyd gehört zu den führenden Unternehmen im der Containerschifffahrt und ist in einer starken Allianz eingebunden.** Mit einer Flotte von ~180 Containerschiffen und einer Transportkapazität von insgesamt ~1 Mio. TEU rangiert Hapag-Lloyd auf Platz 6 in einer äußerst fragmentierten und wettbewerbsintensiven Industrie, in der die Größe für das Generieren von Skaleneffekten entscheidend ist. Das Unternehmen verfügt über ein ausgewogenes Frachtroutenprofil mit guten Positionen, insbesondere bei transatlantischen und lateinamerikanischen Routen, sowie einer starken Präsenz in lukrativen Nischen wie Spezialfracht, Gefahrgut und Reefer. Bei der jüngsten Umwälzung in der Allianzenlandschaft hat das Unternehmen seine Wettbewerbsposition mehr als nur abgesichert. Ab April kommenden Jahres wird Hapag-Lloyd Teil einer Allianz namens „THE Alliance“ sein, die in ihrer Größe der aktuellen G6 entsprechen wird, jedoch ein ausgeglicheneres Profil auf den Ost-West-Routen aufweist.
- Fusion mit UASC könnte sich als cleverer Schachzug erweisen.** Die Fusionsgespräche sind noch nicht abgeschlossen. Aus strategischer Sicht wäre ein Deal klar positiv, da sich die beiden Unternehmen in Sachen Schiffsportfolio und Streckennetz sehr gut ergänzen. Eine Fusion würde Hapag-Lloyd einen Zugang zu UASCs junger Flotte mit Großcontainerschiffen verschaffen, die auf der Handelsroute Fernost – Europa agieren, wo Hapag-Lloyd zu den schwächeren Unternehmen zählt. UASC würde auch eine Führungsposition für Routen zum und vom indischen Subkontinent und dem Nahen Osten mit sich bringen, die vom deutschen Carrier kaum adressiert werden. UASC könnte wiederum von Hapag-Lloyds diversifizierter Kundenbasis und seinem überlegenen IT-System profitieren.
- Das Geschäftsumfeld bleibt schwierig, die Frachtraten könnten den Tiefpunkt jedoch überwunden haben.** Die kurzfristigen Volumenaussichten bleiben bei fehlendem makroökonomischem Rückenwind gedämpft. Nichtsdestotrotz zahlen sich die Bemühungen der Industrie, die Effekte des Überangebots abzumildern, langsam aus. Die Frachtraten haben sich von ihrem Tiefstand im Frühling 2016 erholt und scheinen nun stabil zu bleiben. Während wir keine ausgeprägte Erholung erwarten, besteht unserer Ansicht nach eine gute Chance für eine nachhaltige Stabilisierung der Rate. Søren Skou, der CEO von Konkurrent Maersk Line, betonte jüngst ebenfalls, dass das Schlimmste überstanden sein könnte.
- Spielraum für weitere Ergebnissteigerung.** Nach mehreren verlustreichen Jahren konnte Hapag-Lloyd 2015 schließlich ein eindeutig positives Ergebnis von EUR 112 Mio. berichten. Für die kommenden Perioden antizipieren wir bis 2018 einen Anstieg des Nettoergebnisses auf EUR 362 Mio., in erster Linie angetrieben durch einen weiteren Reduzierung der Gesamtaufwendungen je Einheit von 7%, wohingegen wir lediglich moderate Anstiege der Volumina und Raten berücksichtigt haben. Angesichts unserer Ergebnisschätzungen, der guten Cashflow-Aussichten und einer vernünftigen Bilanz besteht unserer Ansicht nach die Möglichkeit einer ersten Dividendenausschüttung in 2017.
- Sämtliche Bewertungsindikatoren zeigen Aufwärtspotenzial an.** Unser DCF-Modell führt zu einem fundamentalen fairen Wert von EUR ~36, der durch das 2018e Ergebnis des FCFVP-Modells klar untermauert wird. Eine Gegenüberstellung der Multiplikatoren offenbart, dass Hapag-Lloyd trotz zuletzt vergleichsweise guten finanziellen Performance und einer günstigeren Wettbewerbsposition deutlich unter seinen Schifffahrts-Peers gehandelt wird. Da Hapag-Lloyds Aussichten äußerst empfindlich gegenüber jeglichen Parameteränderungen sind, stützen wir unser Kursziel nicht ausschließlich auf das DCF-Modell, sondern optieren für eine 50/50-Mischung, indem wir das kurzfristig orientierte FCFVP 2017e berücksichtigen.

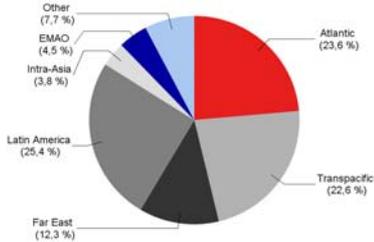


Rel. Performance vs SDAX:	
1 Monat:	-5,3 %
6 Monate:	-10,9 %
Jahresverlauf:	-7,0 %
Letzte 12 Monate:	n/a

Unternehmenstermine:	
10.08.16	Q2
14.11.16	Q3

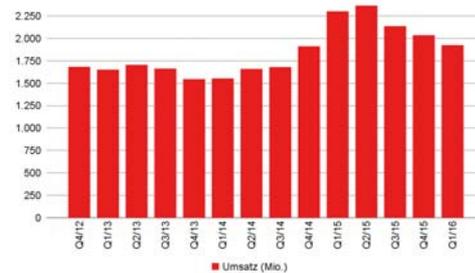
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	0,8 %	6.844	6.567	6.808	8.842	8.229	8.605	9.052
Veränd. Umsatz yoy		12,1 %	-4,0 %	3,7 %	29,9 %	-6,9 %	4,6 %	5,2 %
EBITDA	7,3 %	335	389	99	831	851	938	1.028
Marge		4,9 %	5,9 %	1,5 %	9,4 %	10,3 %	10,9 %	11,4 %
EBIT	15,2 %	3	64	-383	366	382	470	560
Marge		0,0 %	1,0 %	-5,6 %	4,1 %	4,6 %	5,5 %	6,2 %
Nettoergebnis	48,1 %	-129	-98	-605	112	157	254	362
EPS	43,2 %	-1,95	-1,49	-8,81	1,04	1,33	2,15	3,07
EPS adj.	43,2 %	-1,95	-1,49	-8,81	1,04	1,33	2,15	3,07
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,33	0,54	0,77
Dividendenrendite		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,8 %	2,9 %	4,1 %
FCFPS		-7,10	-11,01	-1,62	-3,06	0,78	2,50	3,50
FCF / Marktkap.		n.a.	n.a.	n.a.	-16,8 %	2,9 %	12,2 %	17,3 %
EV / Umsatz		n.a.	n.a.	n.a.	0,6 x	0,7 x	0,6 x	0,6 x
EV / EBITDA		n.a.	n.a.	n.a.	6,9 x	6,6 x	5,7 x	4,9 x
EV / EBIT		n.a.	n.a.	n.a.	15,7 x	14,8 x	11,4 x	9,0 x
KGV		n.a.	n.a.	n.a.	19,5 x	13,9 x	8,6 x	6,1 x
KGV ber.		n.a.	n.a.	n.a.	19,5 x	13,9 x	8,6 x	6,1 x
FCF Value Potential		n.a.	n.a.	n.a.	6,4 %	6,8 %	8,8 %	11,2 %
Nettoverschuldung		1.967	2.617	3.221	3.525	3.428	3.166	2.811
ROCE (NOPAT)		0,1 %	1,3 %	n.a.	3,8 %	3,9 %	5,2 %	6,4 %
Guidance:		Moderater EBITDA-Anstieg, deutlicher EBIT-Anstieg						

Umsatzmix nach Route 2015; in %



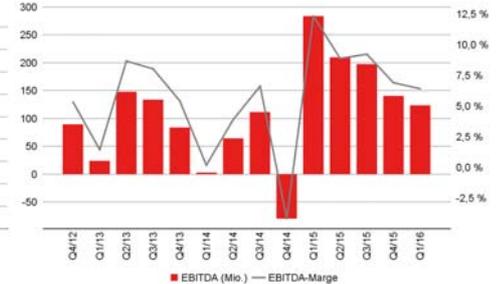
Quelle: Warburg Research

Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBITDA in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

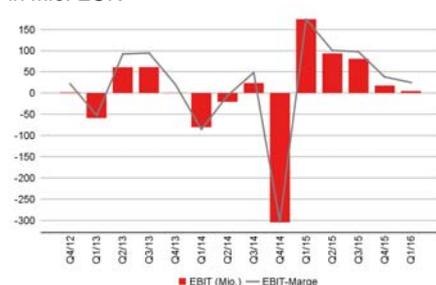
Unternehmenshintergrund

- Hapag-Lloyd ist eine "Pure Play"-Containerlinie mit einer in der Schifffahrt bekannten Marke. Die Flotte besteht aus ~180 Containerschiffen mit einer Transportkapazität von ~1 Mio. TEU und ~120 Liniendiensten.
- Das Dienstleistungsportfolio umfasst die komplette Transportkette und fokussiert sich eindeutig auf den "Ocean Leg" (~70% des Gesamttransportvolumens).
- Hapag-Lloyd ist ein Gründungsmitglied des weltweit zweitgrößten Schifffahrtskonsortiums, der G6 Alliance, was eine bessere Kapazitätsauslastung und Zugang zu einem umfassenden Ost-West-Netzwerk bietet.
- Hapag-Lloyd hat seinen Hauptsitz in Deutschland, betreibt ~360 Geschäftsstellen in >110 Ländern und betreut ~25.000 Kunden rund um den Globus.
- Mit der Ausnahme des 25,1%-Anteils am Terminal Altenwerder im Hafen Hamburg hat Hapag-Lloyd keine Beteiligungen an Container-Terminals.

Wettbewerbsqualität

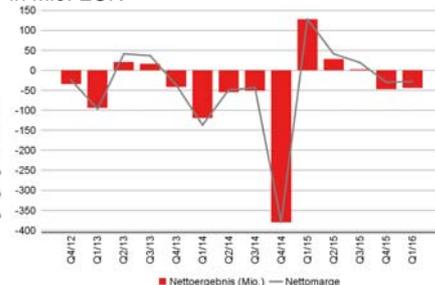
- Nach der Fusion mit CSAVs Containergeschäft ist Hapag-Lloyd die weltweit sechstgrößte Containerschifffahrtlinie mit einem Marktanteil von ~4,5% und einem ausgewogenen Exposure zu den globalen Handelsrouten.
- Hapag-Lloyd ist in lukrativen Nischen wie Reefer-Dienste, Sonderfracht oder Gefahrgut gut positioniert.
- Hapag-Lloyd ist einer von drei zertifizierten Carriern unter US-Flagge und ist im flaggengeschützten Kabotagemarkt aktiv.
- Erstklassige selbst entwickelte IT-Systeme (FIS, COMPASS) ermöglichen ein besseres Management von Handelsungleichgewichten, was zu einer höheren Kapazitätsauslastung der nicht dominanten Handelsroute führt.
- Hapag-Lloyds Kundenbasis ist hinsichtlich der Anzahl an betreuten Kunden und Industrien weit diversifiziert. Spediteure machen ~57% und Direktkunden ~38% des Transportvolumens aus.

Entwicklung EBIT in Mio. EUR



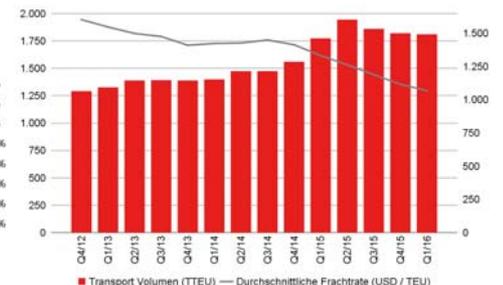
Quelle: Warburg Research

Entwicklung Nettoergebnis in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Transport metrics



Quelle: Warburg Research

Momentaufnahme	5
Wettbewerbsstärken	6
„Big is Beautiful“ - Hapag-Lloyd ist weltweit die Nr. 6	6
Containerschiffahrtsbranche fragmentiert und stark umkämpft	6
Größe ist entscheidend: Marktführer erwirtschaften überlegene Margen	7
Alter der Schiffsflotte ist durchschnittlich	8
Containerflotte: niedrige Eigentumsquote	9
Ausgewogenes Verhältnis bei globalen Fahrtgebieten	10
Überlegenes IT-System stellt bessere Kapazitätsauslastung auf dem „non-dominant leg“ sicher	10
Breit diversifizierte Kundenbasis	12
Zusammenschluss mit UASC könnte sich als kluger Schachzug erweisen	14
Allianzen – das große Stühlerücken	16
Vorteile der Kooperation anstreben	16
Die Allianz-Landschaft wird sich nächstes Jahr von Grund auf ändern ...	16
... und Hapag-Lloyd damit anteilig Vorteile verschaffen	17
Geschäftsumfeld bleibt anspruchsvoll	20
Anstrengungen zur Abschwächung der Auswirkungen des Überangebots	20
Teil der Überkapazität durch „Slow Steaming“ und Verschrottung abgedeckt	20
Stillgelegte Flottenkapazität auf neues Rekordhoch geschneit	21
Gemäßigte Auftragsaktivität	21
Frachtraten könnten endlich Tiefpunkt überschritten haben ...	22
... aber gedämpftes Volumenwachstum sollte deutlichere Erholung vorerst verhindern	23
Weitere Verbesserung der Finanzen in Sicht	26
Top-Line-Entwicklung durch deflationäres Frachtratenumfeld geprägt	26
Starke Reduzierung der Kosten pro Einheit steigert Gewinne	30
Wenig Flexibilität auf kurze Sicht ...	30
... aber jede Menge Spielraum für Effizienzgewinne	31
Gesamtkosten pro Einheit zwischen 2014-18e auf >21% verringert	32
Günstiges deutsches Tonnagesteuersystem gewährleistet niedrige Steuerrate	33
Positive Entwicklung beim Nettoergebnis; erste Dividenden in 2017	35
Angemessene Bilanz	35
Schuldenquoten: kein einheitliches Bild	36
Gut strukturierte Konzernfinanzierung	36
Cashflow ausreichend für Investitionen und Dividenden	38
Bewertung – alle Indikatoren zeigen Aufwärtspotenzial an	40
DCF-Modell	40
FCVP-Modell	42

Multiplikatorenvergleich	43
Unternehmensprofil	45
<hr/>	
Hapag-Lloyd auf einen Blick	45
Die Geschichte reicht bis 1847 zurück	45
Erfahrenes Management Team	46
Strategie	46
Geschäftsmodell	47
Saisonale Muster	48
Aktionärsstruktur	48

Momentaufnahme

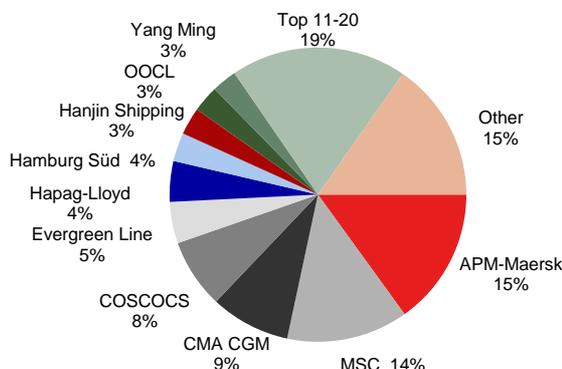
Unternehmensüberblick

Company description

Hapag-Lloyd is a pure-play container shipping company. Its scope of services comprises the entire transportation chain, however, with a clear focus on the ocean leg (~70% of total transport volume).

Market positioning

The company is ranked at 6th place with a share of ~4.5% in a highly fragmented market and member of the world's second largest shipping alliance, G6.



Fleet

Hapag-Lloyd operates an averaged aged fleet, consisting of 175 vessels with a combined capacity of ~955 TTEU, thereof ~55% are in ownership and ~45% chartered.

Key to success

In the container shipping industry market leaders usually generate superior margins as the magnitude of network and fleet size strongly determine the average costs per unit. Given Hapag-Lloyd's stock-listing and excellent M&A track record, we see the company well in place not only to remain a leading player but also to be an active consolidator in the market place.

Trade lane exposure

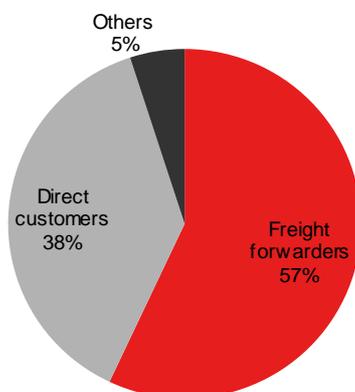
Following the merger with CSAV's container shipping activities in late 2014, the route structure East-West versus North-South is pretty evenly split.

Transport volume by trade Q1/16

	Share in %
Far East (Europe – Asia)	17%
Transpacific (Asia – North America)	19%
Atlantic (North America – Europe)	21%
East-West trades total	57%
Latin America	30%
EMAO	5%
Intra Asia	8%
North-South trades total	43%

Customers

The company's customer base is widely diversified both in terms of the number of customers and industries served. Altogether, Hapag-Lloyd's top 50 customers account for no more than 36% of total transportation volumes. Also the split between freight forwarders and direct customers is favourable.



Quellen: Alphaliner; Hapag-Lloyd; Warburg Research

In der Containerschifffahrt ist die Größe entscheidend

Wettbewerbsstärken

„Big is Beautiful“ - Hapag-Lloyd ist weltweit die Nr. 6

Containerschifffahrtsbranche fragmentiert und stark umkämpft

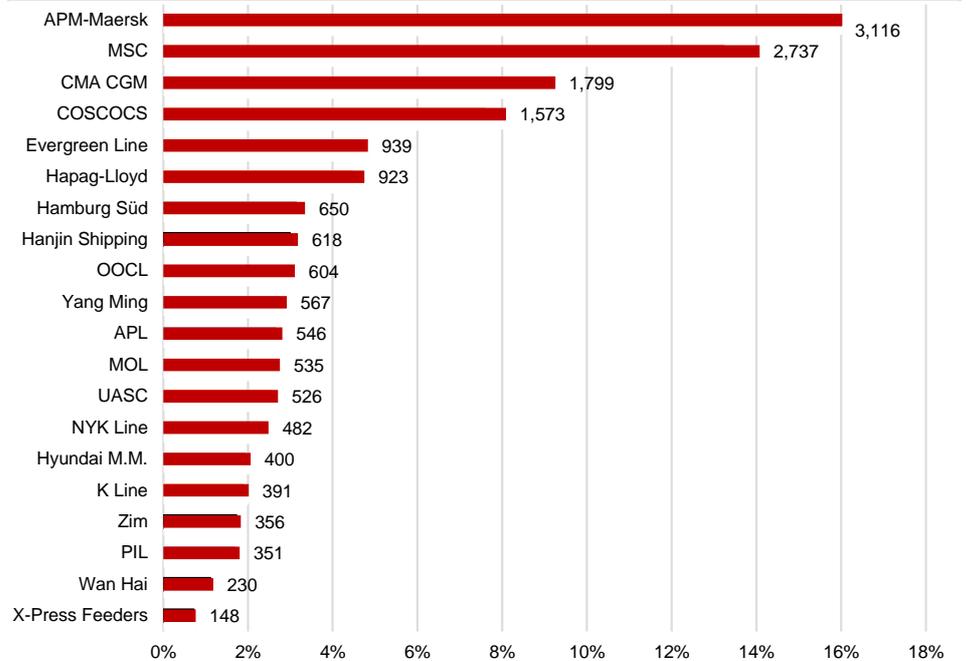
Laut der Internationalen Schifffahrtskammer (ICS) werden rund 90% aller weltweit transportierten Güter mit dem Schiff befördert. Der Containerhandel wurde in den 60er Jahren eingeführt und ist seitdem eine andauernde Erfolgsstory. Durch den Transport von Gütern in standardisierten Containern haben sich die Abwicklungskosten deutlich reduziert. Treiber der Branche ist der konstant wachsende Marktanteil der beförderten Güter. Derzeit wird rund drei Viertel der für die Containerisierung geeigneten Fracht in Containern transportiert. Weitere Treiber der Branche sind Outsourcing, die Liberalisierung des Handels und ein weltweit wachsender Konsum.

Trotz einiger zuletzt realisierter M&A-Transaktionen ist die Containerschifffahrtsbranche noch stark fragmentiert und sehr wettbewerbsintensiv. Auf die zehn größten Carrier weltweit entfielen zum Juni 2016 ~65% und auf die Top 20 ~85% der globalen in TEU gemessenen Kapazität. Lediglich vier Unternehmen liegen deutlich über der Verladungskapazität von 1 Mio. TEU. Insgesamt gibt es mehr als 100 weltweit tätige Containerschifffahrtsgesellschaften. Marktführer ist Maersk, eine Tochtergesellschaft des dänischen Unternehmens A.P. Moeller. MSC (Mediterranean Shipping Company, Schweiz) ist die Nr. 2. Der französische Carrier CMA CGM (Compagnie d’Affretement, Compagnie Generale Maritime), der in Kürze die Übernahme der NOL-Tochter American Presidential Lines (APL) abschließen sollte, rangiert an dritter Stelle, gefolgt von COSCOCS (d.h. die fusionierten COSCO und China Shipping Lines).

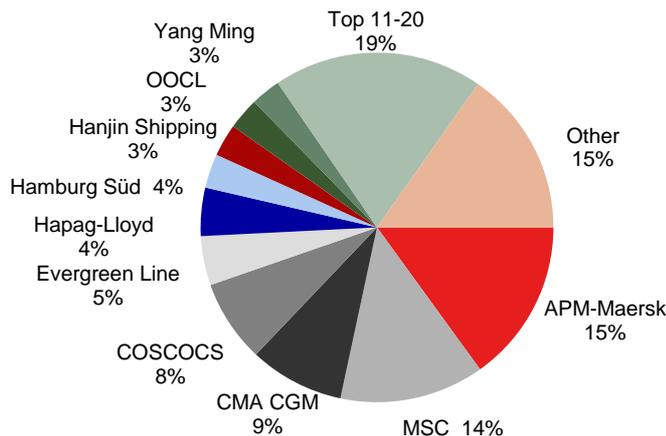
Mit UASC gelänge Hapag-Lloyd eine Rückkehr in die Top 5

Nach diesen vier großen Unternehmen folgt Evergreen an fünfter Stelle und Hapag-Lloyd ist die Nummer 6, allerdings mit einem großen Abstand zu den Top Playern. Sollte der avisierte Zusammenschluss mit UASC alle internen und regulatorischen Hürden bestehen, würde Hapag-Lloyd mit einer Gesamtkapazität von TEU >1,4 Mio. zur globalen Nr. 5 aufsteigen.

Top 20 Unternehmen in der Containerschifffahrt (TTEU; zum 2. Juni 2016)



Quellen: Alphaliner, Warburg Research

Aufteilung Marktanteile in %


Quellen: Alphaliner, Warburg Research

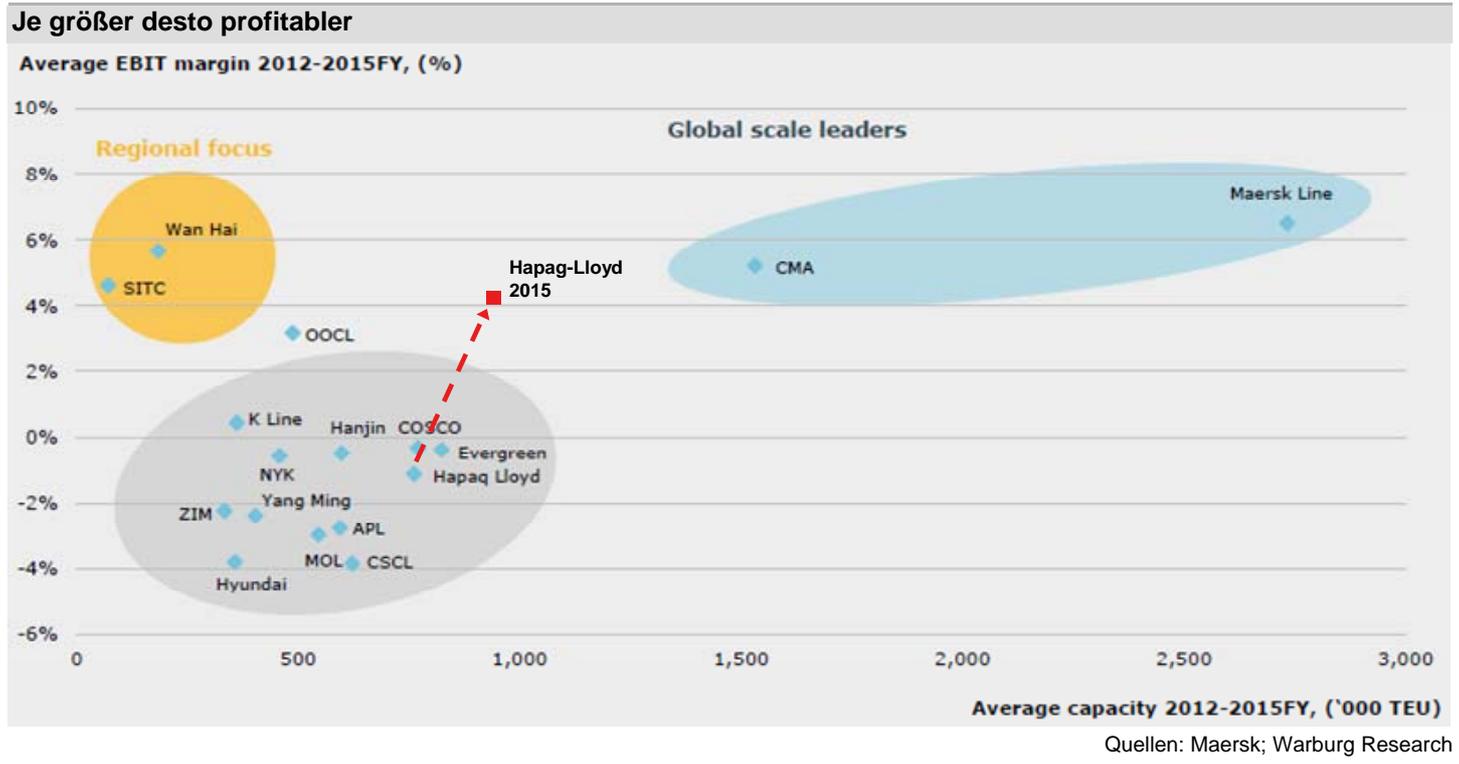
Neben den globalen Playern bereichern auch Carrier mit regionalem Fokus oder Nischenstrategie den Wettbewerb. Die weltweit tätigen Unternehmen betreiben in der Regel umfangreiche Routennetzwerke, wofür eine kritische Masse an Kapazitäten erforderlich ist. Daher sind mehrere Schiffahrtsgesellschaften Vereinbarungen eingegangen oder arbeiten mit anderen Unternehmen zusammen, um über Allianzen ein weltweites Netzwerk aufzubauen.

Größe ist entscheidend: Marktführer erwirtschaften überlegene Margen

Die Größe ist in der Containerschiffahrtsbranche im Allgemeinen wichtig. Allen Unternehmen mangelt es an der kritischen Masse, um eigenständig ein umfangreiches globales Routennetzwerk zu betreiben. Und obwohl das Wachstum dieser Branche seit Jahrzehnten über dem weltweiten BIP liegt, ist es dennoch zyklisch und erfordert einen hohen Kapitaleinsatz.

Die nachfolgende Grafik stellt den starken Zusammenhang zwischen Größe und Profitabilität heraus. Sie veranschaulicht, dass der Umfang des Netzwerks und der Flottengröße die wichtigsten Treiber für eine erfolgreiche Reduzierung der Kosten pro Einheit sind. Dabei sollte jedoch auch erwähnt werden, dass die EBIT-Zahlen die Unterschiede in der Kapital-/Vermögensstruktur der Linienschiffe nicht vollständig reflektieren, d.h. die Charterkosten werden vollständig über der EBIT-Linie ausgewiesen, während die Kosten für die im Besitz befindliche Kapazität zwischen Abschreibung und Finanzierung aufgeteilt werden.

Nachdem Hapag-Lloyd nach dem Zusammenschluss mit den Containerschiffahrtsaktivitäten von CSAV deutlich an Größe gewonnen hat, wurden die Margen erfolgreich ausgeweitet und der Abstand zum Niveau der Marktführer verringert. Mit allgemeinen Kosteneinsparungen (Initiativen „Octave I und II“) sowie Integrationssynergien (Initiative „Cuatro“) sollte die EBIT-Marge des Unternehmens auf ein Niveau von >6% gesteigert werden. Der mögliche Zusammenschluss mit UASC könnte sogar weiteres Aufwärtspotenzial nach sich ziehen (da die Transaktion noch nicht sicher ist, wird sie noch nicht in unserem Modell reflektiert). Investoren sollten sich des sehr guten Track Records von Hapag-Lloyd im Bereich M&A bewusst sein. Neben CSAV war auch die Integration der kanadischen Reederei CP Ships (Übernahme 2005) eine Erfolgsstory.



Flottenalter: 8,1 Jahre

Alter der Schiffsflotte ist durchschnittlich

Zum Ende des 1. Quartal 2016 befanden sich 55% der Containerschiffsflotte von Hapag-Lloyd im Besitz des Unternehmens, während die restlichen 45% gechartert wurden. Es ist ein bestimmtes Charterniveau (insbesondere kurzfristige Charter) notwendig, um die Flexibilität sicherzustellen, sich an Zyklen anzupassen. Was die Größe der Schiffe betrifft, ist Hapag-Lloyd bestrebt, vorwiegend die größeren Schiffe zu besitzen, d.h. ~80% der Schiffe mit einer Kapazität von >6.000 TEU befinden sich im Besitz (nach Kapazität), während die überwiegende Mehrheit (~75%) der Schiffe <6.000 TEU gechartert sind.

Das TEU-gewichtete Flottenalter des Unternehmens erhöhte sich zuletzt von 7,1 auf 8,1 Jahre in Q1/16 und liegt damit leicht unter dem Branchenstandard (~8,4 Jahre). Grund für den Anstieg sind einige kleinere Änderungen im gecharterten Schiffportfolio. Im Allgemeinen haben jüngere Schiffe klare Vorteile bei der Treibstoffeffizienz. Bei niedrigen Bunkerpreisen verliert jedoch auch der finanzielle Vorteil etwas an Bedeutung.

Schiffsflottenstruktur zum 31. März 2016*

		Owned ¹⁾	Chartered ⁴⁾	Current fleet	Current orderbook
	Capacity [TEU]	131,674		131,674	52,945
>10,000 TEU	Vessels	10		10	5
	Capacity [TEU]	243,614	76,602	320,216	
8,000 – 10,000 TEU	Vessels	28	9	37	
	Capacity [TEU]	49,743	44,913	94,656	
6,000 – 8,000 TEU	Vessels	7	7	14	
	Capacity [TEU]	68,154	202,440	270,594	
4,000 – 6,000 TEU	Vessels	15	43	58	
	Capacity [TEU]	30,292	75,314	105,606	
2,300 – 4,000 TEU	Vessels	10	25	35	
	Capacity [TEU]	3,918	28,821	32,739	
<2,300 TEU	Vessels	2	19	21	
Total	Capacity [TEU]	527,395²⁾	428,090³⁾	955,485	52,945
	Vessels	72	103	175	5

* 1) inkl. 3 langfristigen Finanzierungsleasings 2) inkl. 3 vercharterten 3) inkl. 1 vercharterten 4) enthält langfristige (>3 Jahre), mittelfristige (1-3 Jahre) und kurzfristige (<1 Jahr) Charters

Quellen: Hapag-Lloyd, Warburg Research

Containerflotte: niedrige Eigentumsquote

Hapag-Lloyd hat eine Flotte von 0,935 Mio. Containerboxen mit einer Kapazität von 1,5 Mio. TEU. Davon befinden sich lediglich 43% im Besitz des Unternehmens, was im Vergleich zu den größten Wettbewerbern eine recht niedrige Quote ist. So haben Maersk und Hamburg Süd z.B. Eigentumsquoten von ~90%. Im Jahr 2013, vor dem Zusammenschluss mit den Containerschiffahrtsaktivitäten von CSAV, lag die Eigentumsquote von Hapag-Lloyd bei 63%. Da die Preise für neue Container derzeit niedrig sind, will Hapag-Lloyd die Eigentumsquote bis 2017 wieder auf 50% erhöhen. Unter Berücksichtigung des voraussichtlichen Wachstums bedeutet das Eigentumsziel den Kauf von >150.000 Boxen. Bei einem Durchschnittspreis von USD 2.500 pro Container (einige aus zweiter Hand) ergibt sich ein entsprechender Kapitalabfluss von insgesamt USD 375 Mio.

Ost-West und Nord-Süd recht
gleichmäßig aufgeteilt

Ausgewogenes Verhältnis bei globalen Fahrtgebieten

Vor dem Zusammenschluss lag der Fokus von Hapag-Lloyd stark auf den sogenannten Ost-West-Fahrtgebieten. Die Containerschifffahrtsaktivitäten von CSAV waren vor allem auf den Nord-Süd-Routen und hier insbesondere in Lateinamerika ausgeprägt. Somit war die Zusammenführung der Aktivitäten unseres Erachtens ein ergänzender und bedeutungsvoller strategischer Schritt. Nach dem Zusammenschluss befahren ~57% der Containerschiffe des Unternehmens die Ost-West-Fahrtgebiete und die restlichen 43% die Nord-Süd-Fahrtgebiete. Eine detailliertere Aufteilung zeigt die folgende Grafik:

Transportaufkommen nach Fahrtgebiet Q1/16

	Share in %
Far East (Europe – Asia)	17%
Transpacific (Asia – North America)	19%
Atlantic (North America – Europe)	21%
East-West trades total	57%
Latin America	30%
EMAO	5%
Intra Asia	8%
North-South trades total	43%

Quellen: Hapag-Lloyd, Warburg Research

Nr. 1 in LatAm. Nr. 5 in der
Reefer-Schiffahrt

Bei den Nord-Süd-Fahrtgebieten ist die Hapag-Lloyd nach dem Zusammenschluss mit der Containerschifffahrtslinie von CSAV insbesondere in Lateinamerika stark. Auf diese Region entfallen ~30% des vom Unternehmen transportierten Volumens. Hapag-Lloyd ist neben MSC das größte Unternehmen auf der LatAm-Nordamerika-Handelsroute, die Nr. 2 auf der Route LatAm–Fernost und die Nr. 4 für Containertransporte zwischen LatAm und Europa.

Darüber hinaus nimmt Hapag-Lloyd eine starke Stellung in äußerst profitablen Nischenmärkten wie z.B. Sonderfracht, Gefahrgut und Kühlcontainer ein. Bei Kühlcontainern („Reefer“) ist Hapag-Lloyd die globale Nr. 5. Die starke Position ist der starken Aufstellung des Unternehmens in Lateinamerika geschuldet. Reefer werden für den Transport von Gütern, insbesondere von Lebensmitteln, eingesetzt, die während des Transports gekühlt werden müssen. Die Hauptroute der Reefer verläuft von Süden nach Norden mit Europa als der größten Importregion. Neben Kühlcontainern gibt es auch Wettbewerb mit konventionellen Kühlschiffen, die Lebensmittelfracht auf Paletten transportieren. Diese Art des Transports macht noch rund 30% des entsprechenden Marktes aus. Konventionelle Kühlschiffe weisen jedoch auch eine Reihe von Nachteilen auf: a) Containerschiffe können die für Kühlcontainer vorgesehene Fläche gegebenenfalls auch mit konventionellen Boxen füllen, während Kühlschiffe nicht über diese Flexibilität verfügen und daher wesentlich stärker von der Lebensmittelbranche abhängig sind; b) Im Vergleich zum Containerumschlag ist der Lade- bzw. Entladevorgang konventioneller Kühlschiffe arbeitsintensiver und zeitaufwändiger. Es besteht daher durchaus die Wahrscheinlichkeit, dass Kühlcontainer ihre Marktposition weiter zu Lasten konventioneller Kühlschiffe stärken.

Hapag-Lloyd bewältigt Ungleichgewicht
bei der Fracht besser als andere

Überlegenes IT-System stellt bessere Kapazitätsauslastung auf dem „non-dominant leg“ sicher

Erhebliches Ungleichgewicht in den wichtigsten Fahrtgebieten stellt den Containerschifffahrtsbereich vor eine große Herausforderung. Während die Auslastung auf dem sogenannten „dominant leg“ eines Fahrtgebietes, d.h. dem Gebiet mit einer höheren Ladungsmenge, im Allgemeinen gut ist, leiden Unternehmen auf dem „non-dominant leg“ (mit einer schwächeren Transportmenge) unter einer hohen Zahl von

leeren Containern. Dieses Ungleichgewicht bei der Fracht auf den Ost-West-Fahrtgebieten 2015 zeigt die folgende Tabelle:

Ungleichgewicht bei der Fracht in 2015

in TEUm	Dominant leg	Non-dominant leg
Transpacific	14.8	7.5
Atlantic	4.3	2.6
Europe-Far East	16	8.9

Quellen: IHS Global Insight, Hapag-Lloyd, Warburg Research

Dank seines überlegenen IT-Systems kann Hapag-Lloyd dieses Ungleichgewicht verringern. Im Vergleich zu den Wettbewerbern ist der Anteil des Unternehmens bei vollen Containern auf dem „non-dominant leg“ relativ groß.

Anzahl von vollen Containern auf „non-dominant leg“ pro 10 vollen Container auf „dominant leg“

	Hapag-Lloyd	Market
Transpacific	7	5
Atlantic	7	6
Europe-Far East	7	6

Quellen: IHS Global Insight, Hapag-Lloyd, Warburg Research

Das IT-System wurde intern entwickelt und ist geschützt. Es besteht aus vier wesentlichen Bestandteilen:

- **Frachtinformationssystem (FIS):** FIS stellt den Anwendern die wichtigsten Daten (Routen, Tarife, Standardkosten, Ratenvereinbarungen, Ausrüstungskataloge, organisatorische und geografische Informationen), die für das operative Management der Containerschiffahrtsaktivitäten von Hapag-Lloyd benötigt werden, in Echtzeit zur Verfügung. Dieses System unterstützt den Vertrieb, den Customer-Service und das Operating. FIS erstellt eine einzelne Datei pro Sendung mit den Daten, die alle Stufen einer Containerbewegung abdecken. Eine Datei pro Sendung bedeutet, dass die Daten für jede Sendung nur einmal eingegeben werden und allen betreffenden Anwendern im gesamten globalen Netzwerk von Hapag-Lloyd zur Verfügung stehen. Mit FIS sorgt Hapag-Lloyd nicht nur für die Kontrolle über den gesamten Containertransport, sondern sollte damit auch Kosten reduzieren und die Datengenauigkeit verbessern können.
- **Business Intelligence System (COMPASS):** COMPASS ist ein Lagersystem, das Betriebs- und Finanzdaten mit Informationen von externen Systemen in einer einzigen zentralen Datenbank zusammenfasst und damit die Analyse von Geschäftsverläufen und -möglichkeiten ermöglicht. COMPASS erzeugt Prognosen für Transportmengen, Umsätze und die Auslastung von Schiffen aus den wöchentlichen Transportmengenprognosen sowie spezielle Analysedaten. Mit diesem System kann das Transportnetz von Hapag-Lloyd aktiv verwaltet werden. COMPASS sammelt die tatsächlichen Kosten von SAP, führt sie einzeln auf Grundlage der Transportmengen von FIS auf und leitet diese Kosten dann wieder als Standardkosten an FIS zurück. Auf dieser Grundlage kann das Vertriebsteam von Hapag-Lloyd Geschäftsentscheidungen für das Neugeschäft treffen und den Gewinnbeitrag ermitteln. COMPASS beinhaltet zudem die VIEW Planfunktion. VIEW wird für die effektive Verwaltung des Hapag-Lloyd Netzwerks eingesetzt, um die Zahl der Leercontainertransporte zu verringern und die Verschiffung von Vollcontainern zu optimieren. Mithilfe von VIEW kann Hapag-Lloyd ein strukturelles Ungleichgewicht bei den Transporten auf den Schifffahrtsrouten im Voraus ermitteln und Lösungen zur Optimierung des Betriebs realisieren.
- **Enterprise-Resource-Planning (SAP):** Hapag-Lloyd verwendet weltweit ein standardisiertes ERP-System in den Bereichen Rechnungswesen, Controlling,

Treasury, Einkauf und Versicherung sowie Personalplanung. Das ERP-System liefert die Finanzdaten aus dem globalen Hapag-Lloyd-Netzwerk. Die SAP-Standard-Auftragsfunktionalität wird in das FIS integriert und liefert verlässliche und genaue Transaktionskostendaten sowie modernste Funktionen im Bereich Rechnungswesen.

- **E-Business Portal:** Hapag-Lloyd hat in vielen Geschäftsabläufen E-Transaktionen ermöglicht, um die Gemeinkosten zu verringern sowie die Informationsgeschwindigkeit und -qualität zu verbessern. Das Unternehmen ist mit der Mehrzahl seiner Lieferanten über elektronische Datenaustauschverbindungen verbunden, die automatische Statusmeldungen verarbeiten. Außerdem kommuniziert Hapag-Lloyd mit Kunden über die Website und E-Commerce-Portale wie GT Nexus und INTTRA, einem führenden branchenweiten Internetportal, an dem eine Minderheitsbeteiligung gehalten wird. Kunden können mit Hapag-Lloyd für verschiedene Zwecke interagieren, z.B. um Containersendungen zu verfolgen und elektronische Buchungen für Sendungen vorzunehmen.

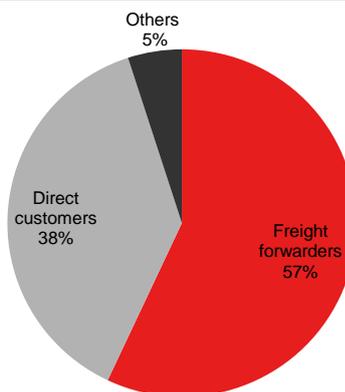
Auf die 50 Topkunden entfallen 36% des Transportvolumens

Breit diversifizierte Kundenbasis

Die Kundenbasis von Hapag-Lloyd ist mit rund 25.000 im Geschäftsjahr 2015 breit diversifiziert, umfasst langfristige Beziehungen mit Blue-Chip-Kunden sowie ein starkes Engagement im Kühlcontainergeschäft und lässt sich im Wesentlichen in Direktkunden und Spediteure unterteilen. Bei den Direktkunden handelt es sich vorwiegend um Industrieunternehmen wie z.B. Caterpillar, BASF oder Volkswagen. Zum 1. Quartal 2016 machten diese rund 38% des Transportvolumens aus. Auf Verträge mit Spediteuren wie DB Schenker, DHL und Kühne & Nagel entfielen 57%.

Direktkunden haben üblicherweise Einjahresverträge zu festgelegten Raten abgeschlossen. Da das Volumen und die Handelsrouten bekannt sind, sichert das Geschäft die Basiskapazität und Planbarkeit der Auslastung auf langfristiger Basis. Kundenbindung stellt eine hohe Markteintrittsbarriere dar. Spediteure haben üblicherweise kurzfristige Verträge. Die Raten werden jeweils neu verhandelt. Damit einher gehen auch niedrige Eintrittsbarrieren für konkurrierende Carrier sowie eine begrenzte Planbarkeit der Auslastung.

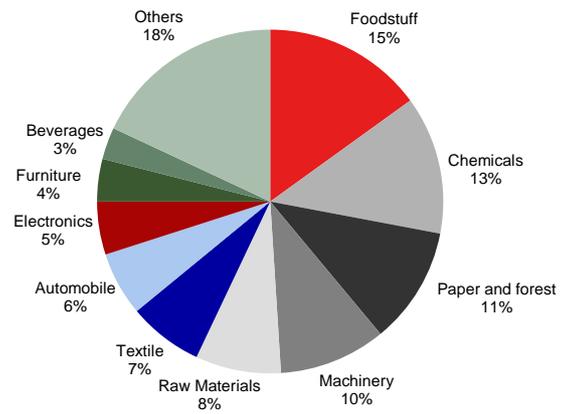
Ausgewogenes Portfolio mit direkten und indirekten Kunden (per Q1/16)



Quellen: Hapag-Lloyd, Warburg Research

Die Kundenbasis ist sowohl bei der Kundenzahl als auch beim Branchenspektrum breit diversifiziert. Auf nicht zyklische Branchen wie Lebensmittel und Getränke entfallen ~18% des gesamten Transportvolumens. Chemie-, Kunststoff- und Gummiprodukte, Papier und Holz sowie Maschinen tragen im niedrigen zweistelligen Prozentbereich zum Geschäft des Unternehmens bei. Auf keinen einzelnen Kunden entfällt mehr als 5% vom Umsatz. Die Top 10-Kunden tragen zusammen 18% des Transportvolumens und die Top 50-Kunden 36% des Transportvolumens bei.

Ausgewogenes Portfolio der transportierten Waren (GJ 2015)



Quelle: Hapag-Lloyd, Warburg Research

Gemeinsam die globale Nr. 5 in der Containerschifffahrt

Zusammenschluss mit UASC könnte sich als kluger Schachzug erweisen

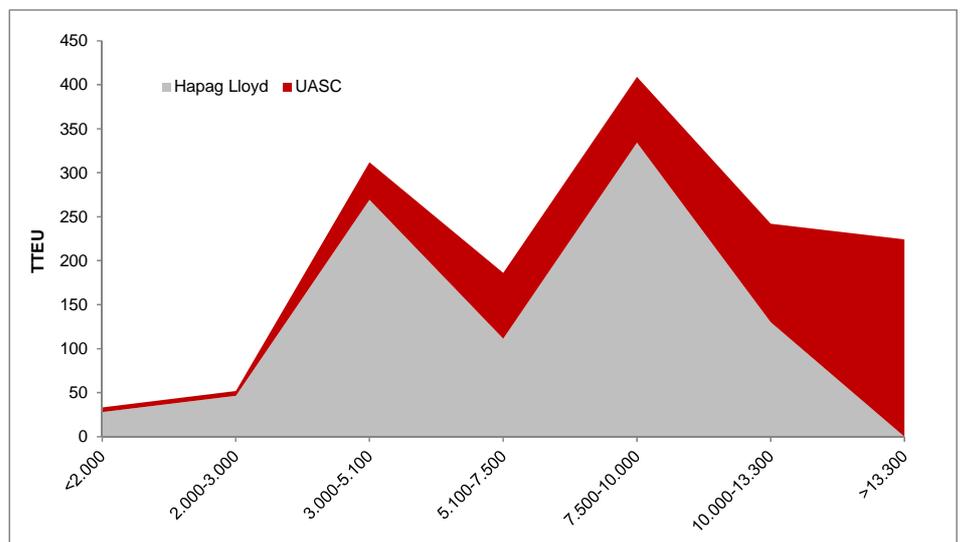
Ende April 2016 bestätigte Hapag-Lloyd Medienspekulationen, sich in fortgeschrittenen Fusionsverhandlungen mit der United Arab Shipping Company (UASC) zu befinden. UASC ist nicht börsennotiert, sondern befindet sich im Besitz verschiedener arabischer Staaten, sodass keine öffentlichen Informationen über die finanzielle Aufstellung oder Performance verfügbar sind. Gemeinsam würden die beiden Unternehmen mit einer Flotte von TEU >1,4 Mio. und einem gemeinsamen Auftragsbestand von weiteren TEU ~100.000 weltweit den 5. Platz einnehmen. Zum Zeitpunkt der Bekanntgabe beruhten die Gespräche auf einer relativen Bewertung von 72% (HL) zu 28% (UASC). Auf den ersten Blick dürfte dies für Hapag-Lloyd attraktiv sein, wenn man die relative Bewertung mit der im Besitz befindlichen betriebenen Kapazität vergleicht (56% für HL, 44% von UASC). Allerdings bleiben hier a) Buchwert und Alter der Schiffe (UASC betreibt eine hochmoderne Flotte); b) operative Effizienz; c) Gesamtprofitabilität und d) Verschuldungsgrad unberücksichtigt. Daher kann vor der Veröffentlichung weiterer Informationen keine fundierte Einschätzung des Deals in Bezug auf Finanzen und Bewertung erfolgen. Technisch könnte die Fusion möglicherweise über eine Sachkapitalerhöhung durchgeführt werden, nachdem sich Hapag-Lloyd mit CSAV zusammengeschlossen hat. Die neue Hapag-Lloyd hätte dann einen weiteren starken Aktionär. Kehrseite der Medaille ist, dass sich der Streubesitz des Unternehmens weiter verringern würde (auf ~11%, wenn die erörterte Bewertungsaufteilung von 72:28 als Grundlage genommen wird).

Zugang zu ULCVs und stärkere Aufstellung auf der Handelsroute Asien-Europa

Aus strategischer Sicht ist ein Zusammenschluss überaus sinnvoll. Mehr Details zu unserer positiven Haltung:

- **Ergänzendes Schiffsportfolio.** Durch eine Fusion hätte Hapag-Lloyd Zugang zu sogenannten ULCVs (Ultra Large Container Vessels), die sich noch nicht im Portfolio des Unternehmens befinden. UASC betreibt eine sehr modern Flotte, deren Rückgrat 6x Schiffe mit 18.800 TEU und 8x mit 15.000 TEU sind, die alle 2015/16 gebaut wurden, sowie 8x im Jahr 2011/12 gebaute Schiffe mit 13.500 TEU. 3x weitere Schiffe mit 15.000 TEU sind noch im Orderbuch. Ursprünglich wollte Hapag-Lloyd bis zu 6x ULCVs kaufen, die teilweise mit den IPO-Erlösen des letzten Jahres finanziert werden sollten. Nach dem erfolgreichen Börsengang nahm man jedoch von einer Bestellung Abstand. Ob dies Weisheit oder schlicht eine glückliche Fügung war, bleibt ein Geheimnis des Vorstands. Die ausgebliebene Bestellung von ULCVs erhöht nun aber eindeutig die strategische Logik einer Fusion.

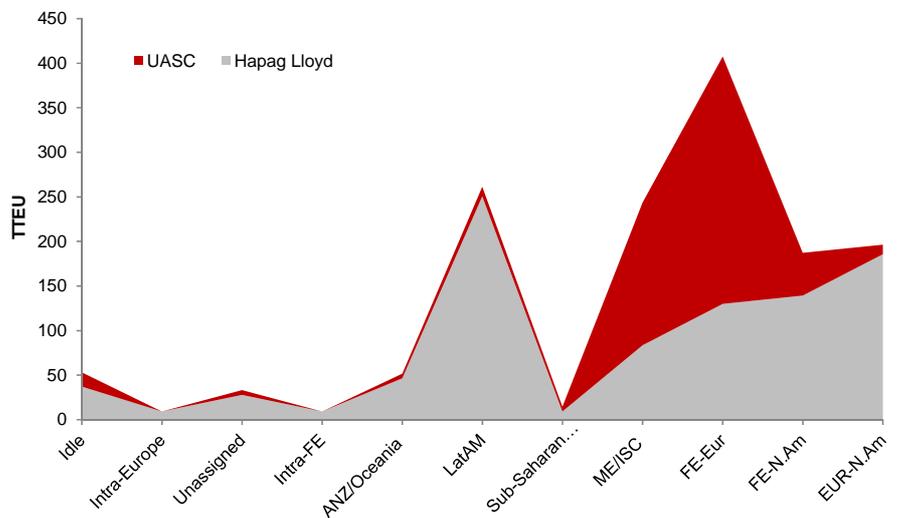
Gemeinsame Schiffsflotte – Aufteilung nach Schiffsgrößenkategorie



Quellen: Alphaliner (May 2016), Warburg Research

▪ **Ergänzendes Routennetzwerk.** ULCVs sind zu groß, um wirtschaftlich effizient auf einer anderen Route als zwischen Asien und Europa eingesetzt zu werden. Technische und wirtschaftliche Einschränkungen beziehen sich auf den nautischen Zugang zu Häfen und Terminalfähigkeiten, Transportwege und Frachtvolumen. Es ist daher wenig überraschend, dass >50% der Flottenkapazität von UASC (~280 TTEU) auf der Handelsroute Fernost-Europa tätig sind, wo Hapag-Lloyd mit betriebenen ~130.000 TEU zu den schwächeren Playern zählt. Gemeinsam würden die beiden Unternehmen demnach die Nr. 6 auf dieser (volumenstarken) Handelsroute werden und die Lücke nach ganz oben deutlich verringern. Neben einer besseren Aufstellung zwischen Asien und Europa könnte UASC auch zu einer führenden Position für Fahrtgebiete nach/aus dem Mittleren Osten und dem indischen Subkontinent beitragen, auf die ~30% der Kapazität des Unternehmens entfallen. Dies ist eine Region, die von Hapag-Lloyd in der Vergangenheit noch nicht wesentlich bedient wurde.

Gemeinsame Schiffgröße - Aufteilung nach Handelsrouten



Quellen: Alphaliner (May 2016), Warburg Research

Gemeinsame Positionierung von HL / UASC nach Handelsrouten

Transatlantic	Far East - Europe	LatAm	Middle East - ISC
<ol style="list-style-type: none"> HL / UASC Maersk MSC CMA-GGM / APL OOCL 	<ol style="list-style-type: none"> MSC Maersk CMA-GGM / APL COSCOCS HL / UASC 	<ol style="list-style-type: none"> MSC Hamburg Süd Maersk CMA-GGM / APL HL / UASC 	<ol style="list-style-type: none"> Maersk MSC CMA-GGM / APL HL / UASC Evergreen Line

Quellen: Warburg Research (eigene Berechnung; basierend auf Alphaliner Daten aus Mai 2016)

Allianzen - das große Stühlerücken

Vorteile der Kooperation anstreben

Streben nach einer breiteren Netzabdeckung und höherer Verbindungsfrequenz

Trotz anhaltender Konsolidierung ist die globale Containerschiffahrtsbranche noch zu fragmentiert, als das einzelne Unternehmen ein umfangreiches Netzwerk anbieten können. Aus diesem Grund streben Reedereien die Vorteile der Kooperation an. Neben einer breiteren Abdeckung des Netzwerks zählen zu diesen Vorteilen auch a) eine verbesserte Kapazitätsauslastung und damit niedrigere Investitionsanforderungen; b) eine höhere Verbindungsfrequenz und kürzere Transitzeiten; c) Kosteneffizienz durch gemeinsame Nutzung der Terminalanlagen.

Sogar die beiden Marktführer Maersk und MSC, auf die ~28% der weltweiten Kapazität entfällt, arbeiten seit Anfang 2015 auf den Ost-West-Handelsrouten operativ zusammen (die 2M Allianz). Hapag-Lloyd ist Mitglied der G6 Allianz, die mit ~17% der globalen Kapazität weltweit den zweiten Platz belegt und deren Mitglieder APL, MOL, OOCL, NYK Line und Hyundai M.M. sind. Die Green Alliance bzw. CKYHE setzt sich aus COSCO, Evergreen Lines, Hanjin Shipping, Yang Ming und K-Line zusammen. Gemeinsam entfällt auf diese Unternehmen ~16% der weltweiten Kapazität. Die von CMA-CGM, CSCL und UASC gegründete Allianz Ocean Three (O3) steht an vierter Stelle mit einer Kapazität von insgesamt >3 Mio. TEU, d.h. ~15% der Weltflotte. Bisher haben diese Allianzen auf den Ost-West-Handelsrouten zusammengearbeitet.

Containerschiffahrtsallianzen (gesamte globale Kapazität in TTEU)*

	TTEU	Share
2M	5,852	28.3%
G6 Alliance (incl. Hapag-Lloyd)	3,491	16.9%
CKYHE	3,388	16.4%
Ocean 3	3,025	14.6%
Other	4,898	23.7%
Total capacity	20,654	100%

*COSCOCS: unterteilt in COSCO und CSCL; jeder ist dem noch bestehenden Allianzsystem zugeordnet

Quellen: Alphaliner (2. Juni 2016), Warburg Research

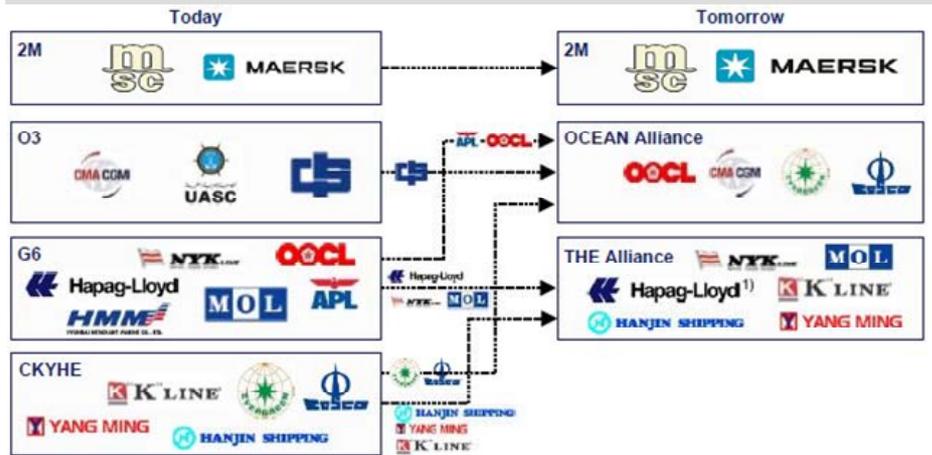
Die Allianz-Landschaft wird sich nächstes Jahr von Grund auf ändern ...

Ziele: Maximierung der Fusionsvorteile;
Erhalt der behördlichen Zulassung

Umfangreiche M&A-Transaktionen in der Containerschiffahrtsbranche führen zu einer grundlegenden Umgestaltung der aktuellen Allianzstrukturen. Mitte Februar 2016 erfolgte der Zusammenschluss der beiden Linienreedereien COSCO (Mitglied der Green Alliance) und China Shipping (Mitglied von O3). Der Name des neuen Unternehmens lautet COSCOCS. Im weiteren Verlauf dieses Jahres sollte auch CMA-CGM (ebenfalls Mitglied der O3) die Übernahme des Hapag-Lloyd Allianzpartners APL abschließen. Vor kurzem erteilte die Wettbewerbsbehörde der Europäischen Union die regulatorische Genehmigung, nachdem CMA-CGM versichert hatte, dass APL aus der G6 genommen werden würde. Damit ist die Umgestaltung der Allianzstruktur nicht nur von strategischer Bedeutung, um die Vorteile der Fusion zu maximieren, sondern in einigen Fällen auch eine Voraussetzung, um grünes Licht von den Kartellbehörden zu erhalten.

Die Zahl der Allianzen wird sich von vier auf drei verringern. Die neuen Strukturen lassen sich nicht kurzfristig umsetzen und vor allem nicht inmitten der Peak-Season, werden aber in der kommenden Winterperiode durchgeführt. Entsprechend **gelten ab April 2017 die folgenden Änderungen:**

Neugestaltung der Allianzen



1) potentially including UASC conditional upon successful closure of transaction

Quelle: Hapag-Lloyd

Ocean Alliance gewinnt an Macht

CMA-CGM und COSCOCS sind die klaren Gewinner. O3 wird nicht nur in OCEAN Alliance umbenannt, sondern wird durch die Hinzunahme weiterer Reedereien (APL und OOCL aus der G6; COSCO und Evergreen von CKYHE) auch deutlich aufgewertet. Damit dürfte der Ausstieg der Linienreederei UASC überkompensiert werden. Uns ist natürlich bewusst, dass die wichtigsten Akteure der OCEAN Alliance, CMA-CGM und COSCOCS, durch die jüngsten M&A-Aktivitäten vor großen Integrationsaufgaben (und Risiken) stehen. Nichtsdestotrotz haben beide Unternehmen in einer Branche, in der die Größe wichtig ist, nicht nur ihren eigenen Marktanteil ausgeweitet, sondern werden auch in einer breiter aufgestellten Schiffsallianz tätig sein. Sie dürften daher als die Gewinner der Neugestaltung gelten.

THE Alliance = G6 /CYKHE Derivat

Die von Hapag-Lloyd angeführte „THE Alliance“ repräsentiert die verbleibenden Reedereien. Dieser neuen Allianz gehören die G6-Mitglieder MOL und Nippon Yusen sowie Hanjin, Yang Ming und K-Line von CYKHE an. Die drei letzteren ähneln größtmäßig den derzeitigen Hapag-Lloyd Partnern OOCL, APL und Hyundai, was darauf schließen lässt, dass die absolute globale Gesamtkapazität von „THE Alliance“ weitgehend der G6 entspricht. **Hapag-Lloyd kann mit dem neuen Allianzsystem demzufolge seine Wettbewerbsposition verteidigen, erfährt jedoch keine wesentliche Aufwertung.** Ob und in welchem Ausmaß unterschiedliche internen Bündnisstrukturen zu zusätzlichen Vorteilen führen, bleibt abzuwarten. Bei der Vorstellung von „THE Alliance“ vor einige Wochen betonte der Vorstandsvorsitzende von Hapag-Lloyd, dass sich die Philosophie von den anderen Allianzen unterscheidet, da „THE Alliance“ nicht nur einfache Port-to-Port Transportdienste anbietet, sondern im Vergleich zu den anderen Bündnissen integrativer ist und einen stärkeren operativen Fokus hat. Bisher wurden jedoch noch keine Details oder Beispiele genannt.

Die Kooperation der beiden Marktführer Maersk und MSC bleibt unverändert bestehen. Damit trifft die relative Abschwächung gegenüber der OCEAN Alliance auch auf 2M zu. Die Allianz sollte ihrerseits aber ihre Stabilität gegenüber dem Rest des Sektors ausnutzen können, da Kunden befürchten könnten, dass die Servicequalität im Zuge der Neugestaltung möglicherweise nicht aufrechterhalten werden kann. Außerdem sollte die Komplexität für 2M niedriger als bei den anderen Allianzen sein, da nur zwei Reedereien involviert sind.

... und Hapag-Lloyd damit anteilig Vorteile verschaffen

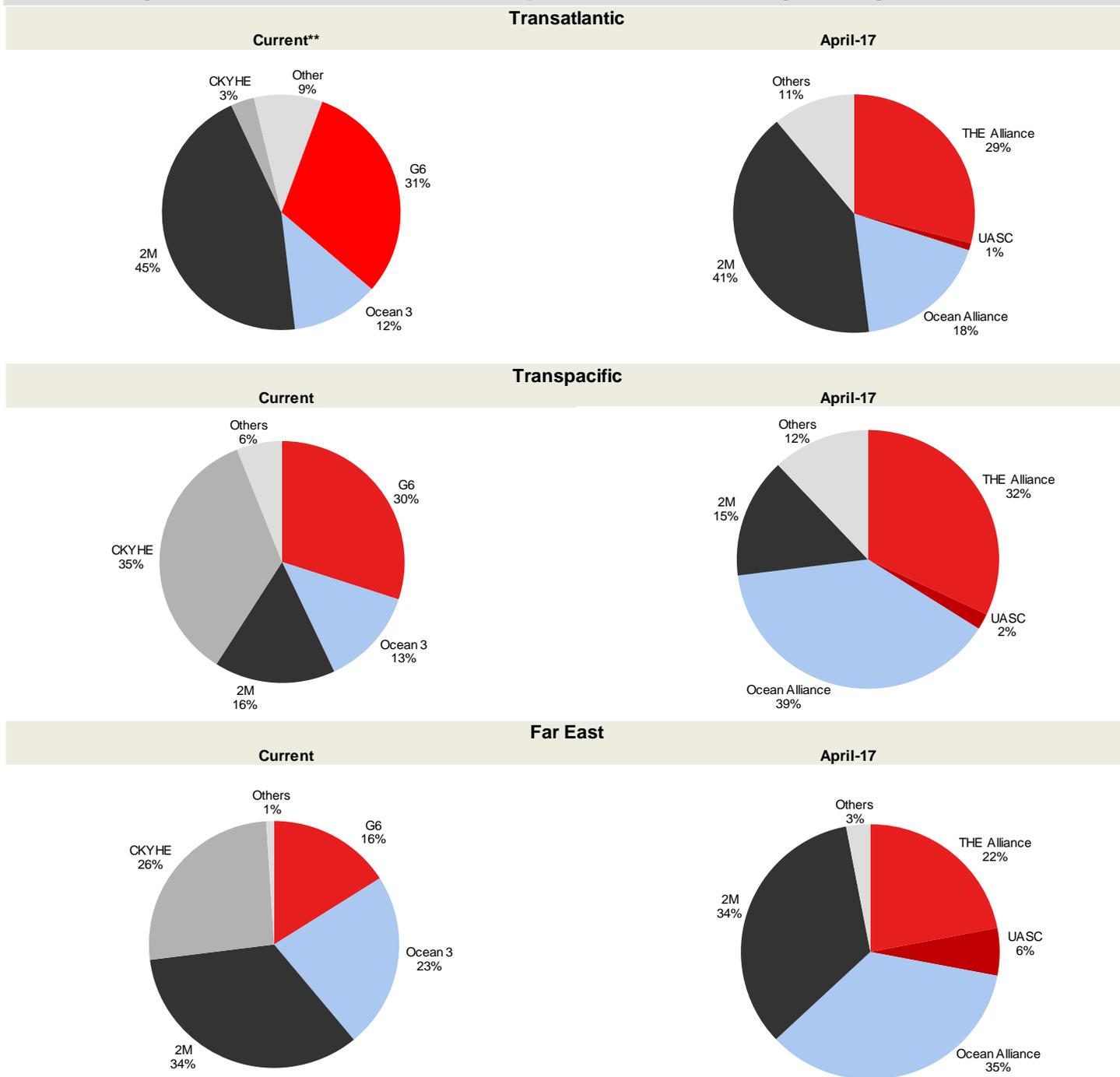
„THE Alliance“ sollte auf allen relevanten Ost-West-Fahrtgebieten in etwa gleich stark sein

Im Gegensatz zu CMA-CGM und COSCOCS zählt Hapag-Lloyd sicherlich nicht zu den primären Nutznießern der sich ändernden Bündnisstruktur. Wir sind jedoch der Ansicht, dass das Unternehmen mehr als nur seine Wettbewerbsposition gesichert hat. Ein Blick auf die Aufstellung der Allianzen auf den einzelnen Handelsrouten Ex-post und Ex-ante der Neugestaltung lässt uns recht positive Schlussfolgerungen für Hapag-Lloyd ziehen. „THE Alliance“ wird a) auf allen relevanten

Ost-West-Fahrtgebieten in etwa gleich stark sein (das trifft nicht auf die konkurrierenden Allianzen bzw. die aktuelle G6 von Hapag-Lloyd zu) und b) verschafft Hapag-Lloyd eine bessere Positionierung als zuvor auf den Routen Transpazifik und Fernost-Europa, was die moderate Verschlechterung bei der transatlantischen Handelsroute ausgleichen sollte. Weitere Details zu unserer Einschätzung:

- **Europa-Nordamerika:** Hapag-Lloyd ist die Nr. 1 unter den Reedereien auf der Transatlantikroute, was die historische Hochburg des Unternehmens auf dieser speziellen Handelsroute widerspiegelt. Der Beitrag der neuen Bündnispartner ist jedoch sehr klein. Zusammen liegt der Marktanteil von „THE Alliance“ bei ~29%, d.h. eine moderate Verschlechterung gegenüber dem aktuellen Niveau der G6 (~31%). 2M ist mit >40% der auf dieser Route eingesetzten Kapazität die dominanteste Allianz. Der voraussichtliche Marktanteil der neuen OCEAN Alliance liegt bei ~18% und hat sich damit gegenüber der aktuellen Aufstellung der O3 erheblich verbessert.
- **Fernost-Europa:** „THE Alliance“ bietet Hapag-Lloyd eine stärkere Positionierung auf dieser Handelsroute. Zusammen mit den neuen Partnern hält das Unternehmen dann einen Marktanteil von ~22% (gegenüber einem derzeitigen Anteil von ~16% bei der G6) und könnte diesen bei einem erfolgreichen Zusammenschluss mit UASC sogar noch um weitere 6 Prozentpunkte ausweiten. Dennoch nimmt „THE Alliance“ nur den dritten Platz nach der OCEAN Alliance (~35% Anteil, erneut eine massive Verbesserung gegenüber den ~23% der O3) und 2M (~34%) ein.
- **Fernost-Nordamerika:** Mit einem voraussichtlichen Marktanteil von ~32% verfügt die neue Allianz von Hapag-Lloyd über eine etwas bessere Aufstellung als die G6 (~30%). Auf die OCEAN Alliance entfallen ~39% der auf dieser Route eingesetzten Kapazität (das Dreifache der O3), während 2M nur eine untergeordnete Rolle spielt (~15%).

Positionierung der Allianzen nach Handelsroute, Ex-post und Ex-ante der Neugestaltung*



* Verwendung unterschiedlicher Quellen führt zu einigen Ungenauigkeiten; diese beeinträchtigen jedoch nicht das Gesamtbild

** gemäß eigener Berechnungen

Quellen: Alphaliner (May 2016), Hapag-Lloyd, Warburg Research

Geschäftsumfeld bleibt anspruchsvoll

Anstrengungen zur Abschwächung der Auswirkungen des Überangebots

Ungleichgewicht bei Angebot und Nachfrage

Teil der Überkapazität durch „Slow Steaming“ und Verschrottung abgedeckt

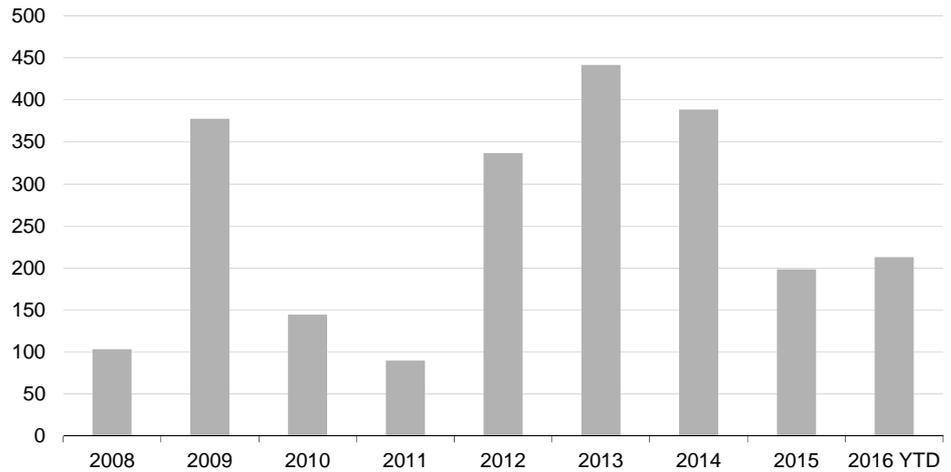
Die vergangenen Jahre in der Containerschifffahrt waren durch Überkapazitäten geprägt, die vorwiegend darauf zurückzuführen sind, dass zu viele Schiffe in Auftrag gegeben wurden, als die historischen Wachstumsmuster von ~8% p.a. noch frisch im Gedächtnis verankert waren. Im Zeitraum 2000-2008 erhöhte sich das Transportvolumen, auch bedingt durch die Liberalisierung des Handels und den zunehmenden Wohlstand der Schwellenländer, um ungefähr das Zweifache des globalen BIP-Wachstums. Zudem profitierte der Sektor stark von der Containerisierung der Fracht, die andere Transportmittel ersetzte (z.B. werden Obst und Gemüse heute meistens in einem Kühlcontainer auf einem Containerschiff transportiert und nicht mehr in einem Kühlschiff). Da sich der Containerisierungstrend jedoch bereits auf einem hohen Niveau befindet (~80%) und viele verarbeitenden Industrien eine Produktion vor Ort anstreben (statt Export), sind die Wachstumsraten rückläufig.

Um sich mit dem daraus resultierenden Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage zu befassen, verringerten die Reedereien die operative Kapazität mittels „Slow Steaming“, d.h. einer Geschwindigkeitsreduzierung, um Kraftstoff einzusparen und Emissionen zu senken, wodurch sich auch kostenseitig Entlastungen ergaben. Trotz niedrigerer Energiepreise sollte sich das Slow Steaming auch in der Zukunft fortsetzen, da viele Schiffe bereits umgerüstet wurden, um bei niedrigerer Geschwindigkeit effizienter betrieben werden zu können. Die Umrüstungsmaßnahmen umfassen die Modifizierung der Wulstbug, die Art der Schraube und die Konfigurierung des Motors. Mit diesen Umbauten können Schiffe, die ursprünglich für einen effizienten Betrieb bei höherer Geschwindigkeit konstruiert waren, signifikante Einsparungen beim Verbrauch bei der in vielen derzeitigen Reiseprofilen eingesetzten geringeren Geschwindigkeiten erzielen.

Viele Panamax-Schiffe werden nach dem Kanalausbau ineffizienter

Verschrottungsaktivitäten nehmen wieder zu. Eine weitere wirksame Methode zur Eliminierung von Kapazität ist das Abwracken, vor allem durch Verschrottung. 2015 wurden nur 198.000 TEU verschrottet. Diese Zahl steht eine jährliche Verschrottung von 300.000-450.000 TEU (welche ~2% der globalen Flotte entspricht) in den drei vorangegangenen Perioden gegenüber. Der (temporäre) Rückgang im Vorjahr erklärt sich mit fallenden Stahlpreisen, woraus sich ein niedrigerer Verschrottungswert für die Schiffe ergibt. Seit Anfang 2016 hat die Verschrottungsaktivität jedoch wieder deutlich zugenommen. Laut den jüngsten Daten von Alphaliner wurde seit Jahresanfang bereits eine Kapazität von 213.000 TEU verschrottet. Dieser Aufwärtstrend sollte sich fortsetzen. Drewry sieht ein Verschrottungsvolumen von ~350.000 TEU in 2016 voraus. Die Fertigstellung des Panamakanals, wo neue Schleusen den Betrieb aufnehmen, könnte einen weiteren Anreiz zur Verschrottung bieten. Viele ursprüngliche Panamax-Schiffe (die ~20% der globalen Flotte ausmachen), die für die Auslegung des Kanals vor der Erweiterung entworfen wurden, verlieren ihren Wettbewerbsvorteil und aus wirtschaftlicher / technischer Sicht dürfte es kaum attraktiv sein, diese Schiffe auf anderen Routen einzusetzen: Panamax-Schiffe wurden mit einem relativ schmalen Rumpf gebaut, um den Panamakanal zu überqueren. Durch den schmalen Rumpf haben die Schiffe einige Nachteile, wie z.B. eine gewisse Instabilität, sodass sie möglicherweise Ballastwasser aufnehmen müssen, was sie beim Bunkerverbrauch ineffizienter macht. Außerdem beschränkt der enge Rumpf die TEU-Kapazität, da diese Schiffe im Allgemeinen für „Fast Steaming“ konzipiert sind. Da die Panamax-Schiffe mit der Eröffnung des neuen, erweiterten Panamakanals zunehmend überflüssig werden, sollten die Verschrottungen zulegen. Andere mögliche Lösungen sind eine Überholung dieser Schiffe, z.B. das Hinzufügen von Teilen, um diese Schiffe zu verbreitern, und eine Nachrüstung der Wulstbug-, Schrauben- und Motorkonfiguration, um die Bunkereffizienz zu verbessern.

Verschrottungstrend (in TTEU)



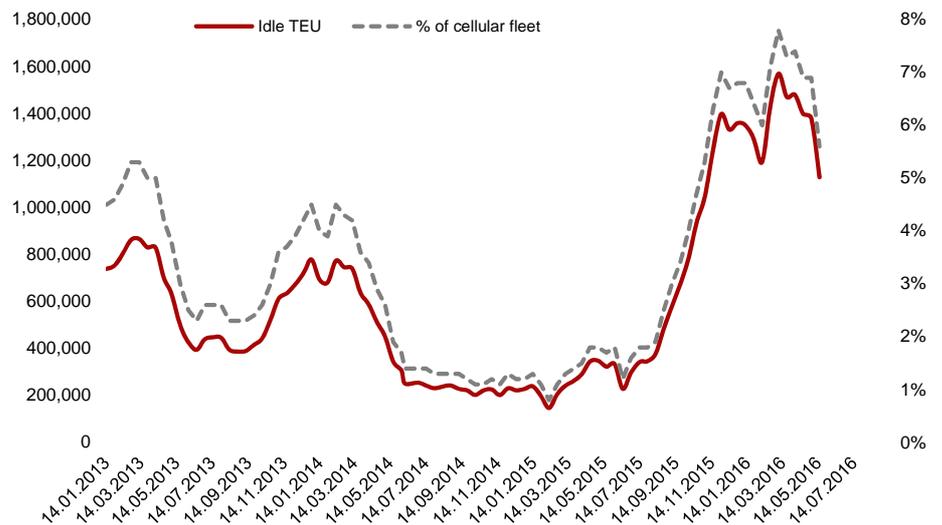
Quellen: Alphaliner (Mai 2016), Warburg Research

Stillgelegte Flottenkapazität auf neues Rekordhoch geschneit

Eher kurzfristige Entlastung

Knapp 6% der globalen Containerschiffe sind derzeit aufgelegt. Skurril aber wahr: es ist günstiger, eine erhebliche Zahl von Containerschiffen aufzulegen, statt diese zu niedrigen Raten zu betreiben. Seit Sommer letzten Jahres sind viele Schiffe still gelegt worden. Die sogenannte Idle Fleet hat sich von ~300.000 TEU auf ein aktuelles Niveau von ~1,1 Mrd. nahezu vervierfacht. In dem Bestreben, den Einbruch der Frachtraten zu stoppen, haben die Linienreedereien die Anzahl ihrer Dienstleistungen gekürzt. Kehrseite der Medaille ist, dass ein potenzieller Kapazitätszufluss aus diesem Überschussreservoir eine anhaltende Erholung der Rate verhindern dürfte. Vor dem Hintergrund des intensiven Wettbewerbs im Sektor und den hohen mit dem Besitz der Schiffe verbundenen (Fix-) Kosten, dürfte bei den ersten Anzeichen einer Verbesserung des Geschäftsumfelds stillgelegte Kapazität umgehend reaktiviert werden.

Entwicklung der stillgelegten Flotte



Quellen: Alphaliner, Warburg Research

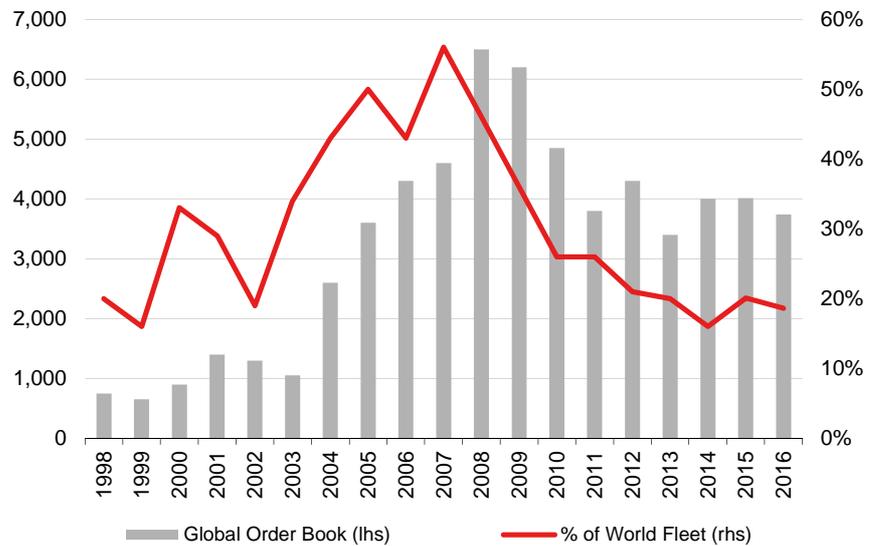
Gemäßigte Auftragsaktivität

Schwindende Vorteile immer größerer Schiffe

Der aktuelle Auftragsbestand liegt bei <19% der aktuellen Weltflotte. Das ist eine der niedrigsten Raten seit 2002, die einen moderateren zukünftigen Kapazitätsfluss signalisiert - die Lehre aus den bitteren Erfahrungen der Branche. Hinzu kommt, dass der Kostenanreiz für den Kauf immer größerer Schiffe sukzessive abnimmt, da auch andere Schiffgrößen zunehmend ein verbessertes Design sowie eine verbesserte

Technologie aufweisen. Zudem sind einige der Kostenvorteile von neuen Schiffen mit der Bunkereffizienz verbunden. Da die Bunkerpreise erheblich gesunken sind, schrumpfte auch der entsprechende Kostenvorteil.

Entwicklung des globalen Auftragsbestand für Containerschiffe (TEUm)

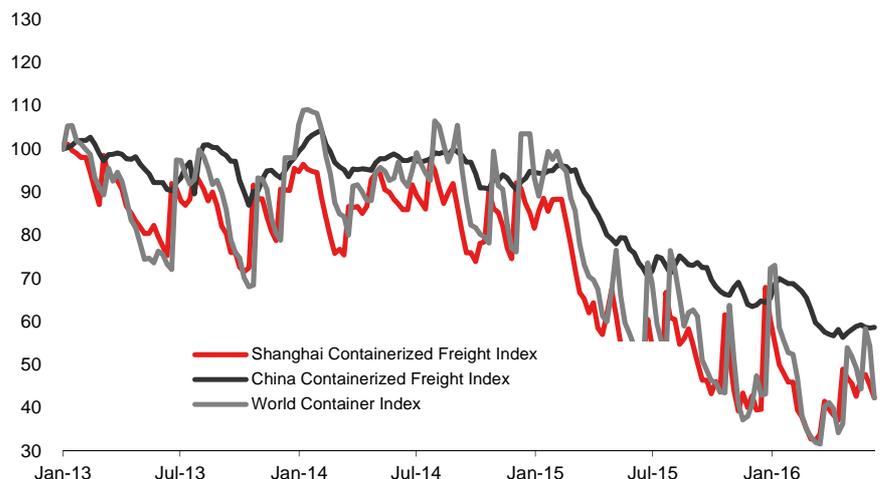


Quellen: Clarkson, MDS Transmodal, Hapag-Lloyd, Warburg Research

Frachtraten könnten endlich Tiefpunkt überschritten haben ...

Die rückläufige Frachratenentwicklung hat allmählich die Talsohle überwunden. Die nachfolgende Grafik zeigt, dass der Shanghai Containerized Freight Index sowie der World Container Index, ausgehend von ihrem (Allzeit) Tief im Frühjahr, gestiegen sind und sich nun seitwärts bewegen. Auf einigen Routen war der Aufwärtstrend recht ausgeprägt, so erhöhten sich z.B. die Exportfrachtraten von Shanghai nach Santos in Südamerika (diese Region ist für Hapag-Lloyd besonders wichtig) in den letzten drei Monaten um einen Faktor >10.

Trend bei Containerfrachtratenindizes (Januar 2013 = 100)



Quelle: Bloomberg, Warburg Research

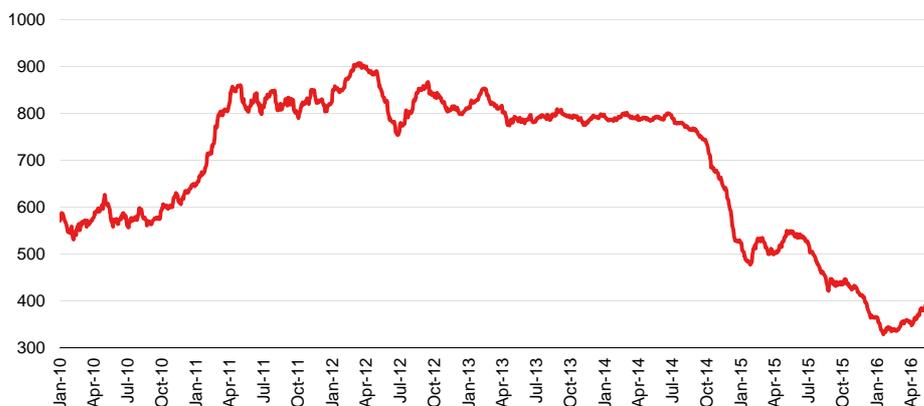
Wir führen die Stabilisierung auf drei Faktoren zurück:

Erfolgsformel = Kapazitätskürzungen + kollektives Drängen auf GRIs

- Das wiederholte Drängen der Linienreedereien auf generelle Ratenerhöhungen (GRI = General Rate Increase). Der erste Versuch im April war zu kurzlebig, um eine spürbare Auswirkung zu haben. Trotz einiger Erosionen zeigte eine zweite Ratenerhöhung Anfang Mai erste Erfolge, gefolgt von einer dritten Ratenerhöhung, die weitere Früchte trug.

- **Allianzen nahmen weitere Kapazität heraus.** Das Drängen auf höhere Raten ging mit der Ankündigung anhaltender Kapazitätskürzungen einher, um das Angebot weiter zu verknappen, z.B. beschloss die G6-Allianz, den Dienst Loop 6 zwischen Asien und Europa weiter auszusetzen.
- **Höhere Treibstoffpreise.** Wir nehmen an, dass die jüngsten Frachtraterhöhungen teilweise auch den höheren Bunkerkosten geschuldet sind. Die folgende Grafik zeigt, dass die Bunkerpreise Anfang 2016 den Tiefpunkt erreichten und seitdem kontinuierlich gestiegen sind. Bunker stellt eine wesentliche Kostenposition dar und Linienreedereien versuchen normalerweise, ihre Raten den Bunkerpreisänderungen mit Aufpreis anzupassen (was in der Regel auch in den Frachtratenindizes enthalten ist). Einige Unternehmen haben dies bereits getan: der sogenannte Bunkerausgleichsfaktor auf der Route Fernost-Europa erhöhte sich im Zeitraum April-Juni im Schnitt von USD 32 auf USD 164.

Bunkerpreisentwicklung



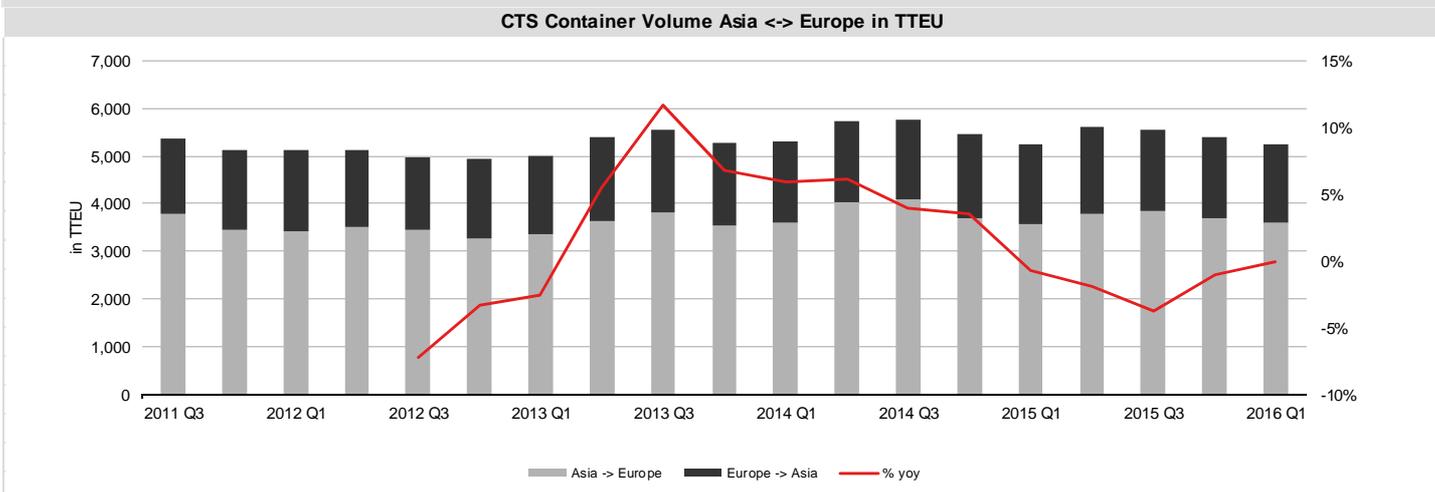
Quellen: Bunkerindex, Warburg Research

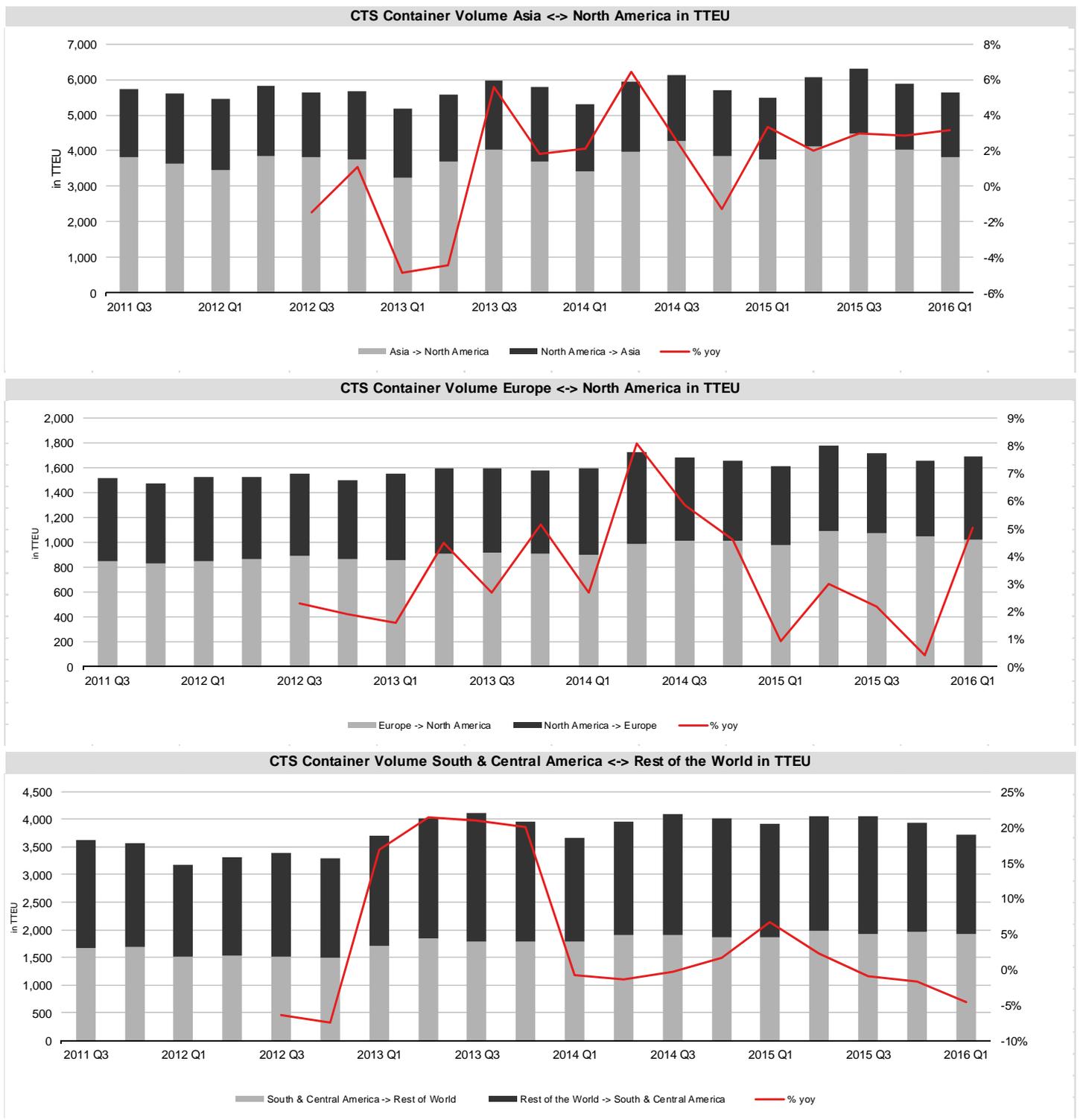
... aber gedämpftes Volumenwachstum sollte deutlichere Erholung vorerst verhindern

Q1/2016: Containervolumen +2,4% ggü. VJ

Bescheidener Jahresauftakt. Laut CTS (Container Trade Statistics) erhöhte sich das Containervolumen im ersten Quartal um 2,4%. Je nach Handelsroute fiel die Performance unterschiedlich aus. Auf der transatlantischen (+5,0%) und transpazifischen (+3,1%) Route war sie solide, während die Zahl der zwischen Europa und Asien transportierten Boxen eher stagnierte (-0,1%). Verschiffungen nach/aus Süd- und Mittelamerika und dem Rest der Welt (die für Hapag-Lloyd besonders wichtig sind) waren um 4,6% rückläufig.

Containerschiffahrtsvolumen nach Handelsroute



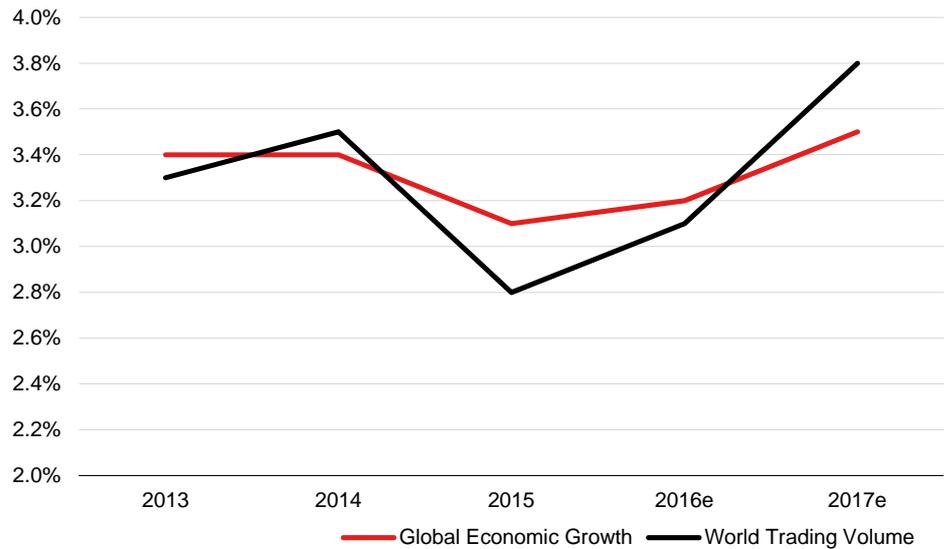


Quellen: Bloomberg (Container Trade Statistics), Warburg Research

Fehlender Makro-Rückenwind

Eingerübte Aussichten für Welthandelsvolumen. Die Entwicklung des Transportvolumens ist in erster Linie vom globalen BIP-Wachstum abhängig. Nach einem schwachen Jahr 2015, das maßgeblich von einer Abschwächung verschiedener Entwicklungs- und Schwellenländer geprägt war, prognostiziert der IWF für dieses Jahr eine lediglich leichte Erholung des globalen Wirtschaftswachstums, gefolgt von einer moderaten Beschleunigung in 2017. Für das Welthandelsvolumen sagt das Institut einen Anstieg von 3,1% in 2016 und 3,8% in 2017 voraus.

Erwartete Entwicklung für BIP und Welthandelsvolumen

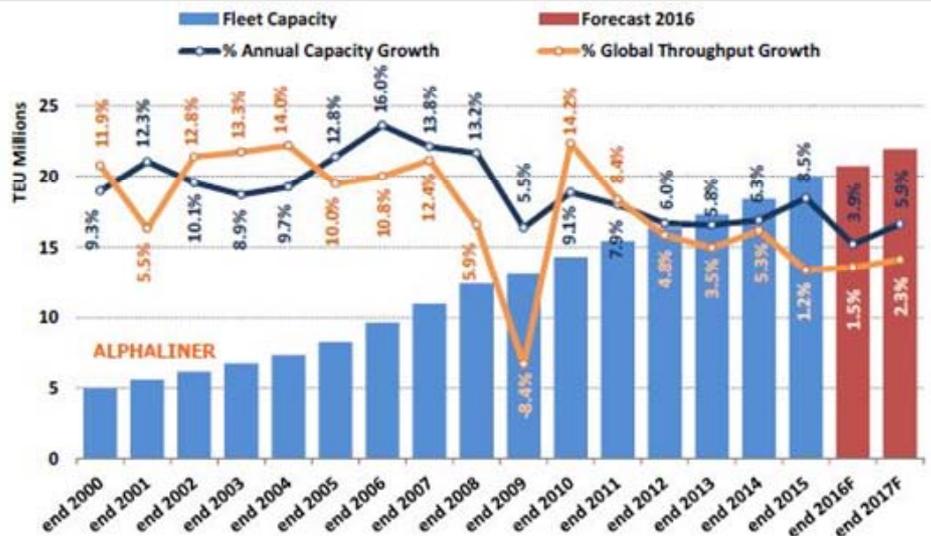


Quellen: IMF (April 2016), Warburg Research

Flottenwachstum übertrifft Umschlagswachstum

Insgesamt kann die voraussichtliche Volumenentwicklung nicht mit dem stetigen Kapazitätszufluss Schritt halten, was eine spürbare Erholung der Frachtrate verhindern sollte. Trotz der gemäßigten Auftragsaktivität und der anhaltenden Verschrottung wird die globale Containerschiff flotte weiter wachsen. Alphaliner prognostiziert eine Kapazitätserhöhung von 3,9% für dieses Jahr und 5,9% für 2017. Beide Werte markieren Langzeittiefs, liegen aber noch deutlich über dem in Q1/16 beobachteten Volumenwachstum sowie den Mengenprognosen für die Jahre 2016 und 2017. Demzufolge dürfte eine deutliche und nachhaltige Erholung der Frachtrate aus heutiger Sicht eher unwahrscheinlich sein. Vielmehr sehen wir die Stabilisierung der Frachtrate zulasten einer großen beschäftigungslosen Flotte bis auf weiteres für das bestmögliche Ergebnis.

Flottenzuwachs vs. globales Umschlagswachstum



Quelle: Alphaliner (May 2016)

Weitere Verbesserung der Finanzen in Sicht

Annahmen für unsere Prognosen

In den folgenden Abschnitten und Grafiken befassen wir uns mit den historischen Daten von Hapag-Lloyd und veranschaulichen unsere Prognose unter Berücksichtigung der drei Abschlüsse GuV, Kapitalflussrechnung und Bilanz, die im Anhang detailliert gezeigt werden. Neben den Wachstumsmustern der gesamten Branche und den zuvor genannten makroökonomischen Wachstumsmustern stützen sich unsere Schätzungen auf die folgenden Annahmen:

- Unsere Prognosen umfassen nicht einen möglichen Zusammenschluss mit UASC.
- Hapag-Lloyd veröffentlicht keine genaue Zahl für die gesamten Bunkerkosten, sondern liefert Informationen zu den Aufwendungen für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe. In unserer Analyse haben wir diesen Wert in Bunker- und sonstige Rohstoffe aufgeteilt. Diese Aufteilung basiert auf unseren eigenen Schätzungen.
- 2014 erfolgte der Zusammenschluss von Hapag-Lloyd mit den Containerschifffahrtsaktivitäten von CSAV. Die Konsolidierung begann am 2. Dezember 2014. Um einen Vergleich sicherstellen zu können und die zugrundeliegenden Trends zu veranschaulichen, haben wir verschiedene Kategorien der Pro-Forma-Ergebnisse (PF) 2014 verwendet:
 - 2014: wie berichtet, CSAVs Containerschifffahrtsaktivitäten ab 2. Dezember 2014 einbezogen
 - 2014 PF1: nur Hapag-Lloyd
 - 2014 PF2: CSAV Containerschifffahrtsbetrieb auf Gesamtjahresbasis einbezogen
 - 2014 PF2 adj.: CSAV Containerschifffahrtsaktivitäten auf Gesamtjahresbasis zzgl. Bereinigungen bei einigen Einmaleffekten, die sich im Wesentlichen auf die Transaktions- und Restrukturierungsrückstellungen von CSAV beziehen: USD 112 Mio. (EUR 84 Mio.) bei sonstigen betrieblichen Aufwendungen / Sonstiges; USD 62 Mio. (EUR 47 Mio.) bei Personalkosten; USD 169 Mio. (EUR 127 Mio.) Abschreibung von älteren Schiffen vor Veräußerung.
- Wir gehen von einem USD/EUR Wechselkurs von 1,12 beim Durchschnitts- sowie dem Schlusskurs für 2016e auch. Auch für den daran anschließenden Zeitraum unterstellen wir eine stabile Währungsrelation von 1,12. Folglich berücksichtigen wir währungsseitig weder Rücken- noch Gegenwind. Bei einem Nettoexposure von EUR 600 Mio. ergäbe eine Veränderung von 5 Cent bei der USD/EUR-Rate auf Jahresbasis ein EBIT Delta von USD 30 Mio.
- Die Berichtswährung von Hapag-Lloyd ist der Euro, während die überwiegende Mehrheit der Umsatzerlöse und Kosten des Unternehmens in der funktionalen Währung US-Dollar anfallen. Demnach erfolgt die Kapitalmarktkommunikation des Unternehmens primär in US-Dollar. Der Einfachheit halber haben wir diesen Ansatz kopiert. Nachfolgend erörtern wir die erwarteten operativen und finanziellen Entwicklungen auf USD-Basis. Die Finanzdaten im Anhang lauten auf Euro.

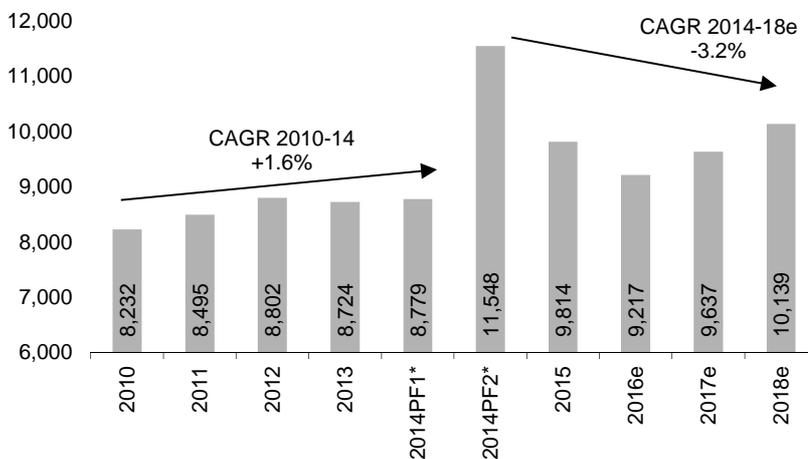
Top-Line-Entwicklung durch deflationäres Frachtratenumfeld geprägt

Weitergabe von niedrigeren Bunkerpreisen

Bedingt durch niedrigere Frachtraten **sehen wir für das laufende Jahr einen 6%-Umsatzrückgang voraus**. Dabei sollte jedoch beachtet werden, dass der Ratenrückgang nicht allein dem Wettbewerbsdruck geschuldet ist, sondern insbesondere auch den kräftigen Rückgang der Bunkerpreise widerspiegelt, die u.E. an die Kunden weitergeben wurden. Der daraus folgende negative Umsatzeffekt überwiegt

die Auswirkung eines höheren Transportvolumens. Unter der Annahme von stabilen künftigen Bunkerpreisen schätzen wir, dass sich die Top-Line-Entwicklung in den nächsten beiden Jahren ins Positive wandeln wird (WRe: ~5%). Insgesamt sind unsere Umsatzannahmen eher niedrig: Der Factset Konsens für 2017/18 liegt bei USD 10,1 Mrd. bzw. 10,5 Mrd.

Konzernumsatzentwicklung 2010-18e (USD Mio.)



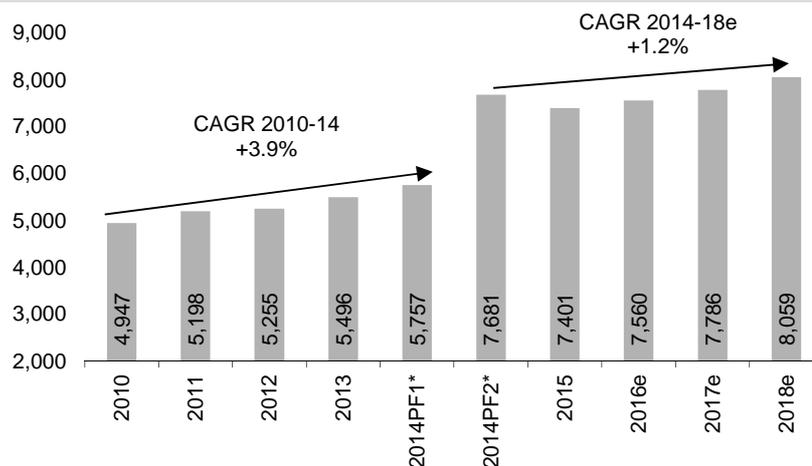
*PF1 = ohne CSAV Containerschiffahrtsgeschäft; PF2 = CSAV Containerschiffahrtsgeschäft auf Gesamtjahresbasis einbezogen

Quellen: Hapag-Lloyd (nur historisch); Warburg Research (Schätzungen)

CSAV Transaktion ursächlich für Volumenverluste in 2015

Mehr Details zu unseren Raten-Volumen-Annahmen, die für die Top-Line des Konzerns entscheidend sind:

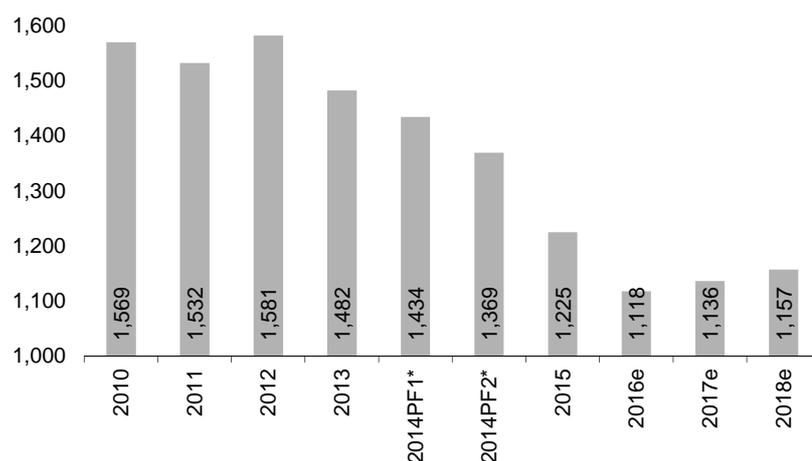
- **Volumenwachstum zieht allmählich wieder an.** Im letzten Jahr verzeichnete das Unternehmen einen Volumenrückgang von 3,6%, der unvermeidbare Nebeneffekte reflektiert, die im Zuge der Integration der CSAV Containerschiffahrtsaktivitäten anfielen. Mit einem Volumenanstieg von ~2% in Q1 startete Hapag-Lloyd recht gut ins Jahr 2016 und wir erwarten, dass das Unternehmen dieses Niveau auch für den Rest des Jahres aufrechterhalten kann. Für 2017 kalkulieren wir eine Beschleunigung auf 3% ein. Diese Annahmen liegen unter den Marktprognosen von IHS Global Insight (3% bzw. 5,1% für 2016/17) und IMF (3,1% bzw. 3,8% für das Welthandelsvolumen), da wir auch das starke Engagement von Hapag-Lloyd (~30% vom Konzernvolumen) in Lateinamerika berücksichtigt haben, wo die Wirtschaftsaktivität gedämpft bleiben dürfte. Für 2018 rechnen wir mit einem Containervolumenwachstum des Unternehmens von 3,5%.

Hapag-Lloyd Containervolumen: Entwicklung in 2010-18e (TTEU)


*PF1 = ohne CSAV Containerschiffahrtsgeschäft; PF2 = CSAV Containerschiffahrtsgeschäft auf Gesamtjahresbasis einbezogen

Quellen: Hapag-Lloyd (nur historisch); Warburg Research (Schätzungen)

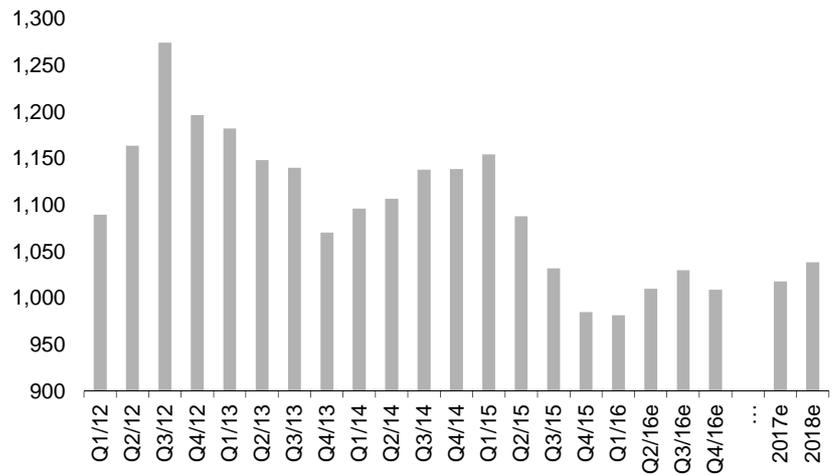
- Frachtrate wird sich auf einem niedrigen Niveau weiter stabilisieren.** Wir rechnen mit einer durchschnittlichen Frachtrate von USD 1.118 pro TEU für 2016, d.h. 9% unter der Vorjahreszahl, aber 5% über der zuletzt berichteten Rate für Q1/16. Neben Wettbewerb und nachteiligen Effekten durch ein Überschussangebot, spiegelt die Frachtrate primär die Bunkerpreisbewegungen wider. Die übernächste Grafik zeigt unsere Frachratenprognose abzüglich Rohstoffkosten und den entsprechenden historischen Trend: Angesichts der branchenweit ergriffenen Kapazitätsmaßnahmen (gestrichene Verbindungen, Erhöhung der stillgelegten Flotte) wurde der Ratenrückgang in Q1/16 gestoppt. Für die kommenden drei Quartale prognostizieren wir einen leichten Aufwärtstrend, der die üblichen saisonalen Muster reflektiert. Für 2017/18 rechnen wir mit marginalen Steigerungen von 1% bzw. 2%.

Hapag-Lloyd Frachtraten: Entwicklung in 2010-18e (USD / TEU)


*PF1 = excl. CSAV's container shipping operations ; PF2 = CSAV's container shipping operations included on a full year basis

Quellen: Hapag-Lloyd (only historic); Warburg Research (estimates)

Hapag-Lloyd Frachtraten abzüglich Rohstoffkosten (USD / TEU)



Quellen: Warburg Research

Kräftige Reduzierung der Kosten pro Einheit steigert Gewinne

Wenig Flexibilität auf kurze Sicht ...

Zwei Drittel der Kostenbasis sind nicht variabel

Hoher Anteil an Fix- und Sprungkosten erfordert vorsichtiges Kapazitätsmanagement und Netzwerkeffizienz. Unter Bezugnahme der GuV von Hapag-Lloyd berechnen wir, dass ~36% der Kostenbasis variabel ist. Die restlichen Aufwendungen sind entweder fix oder schiffsbezogen. Letztere lassen sich am besten als intervallfixe bezeichnen, die nicht von Volumenänderungen betroffen sind, es sei denn, sie überschreiten bestimmte Intervalle. Es ist daher wenig überraschend, dass ein vorsichtiges Kapazitätsmanagement und Netzwerkeffizienz in dieser Branche die wichtigsten Erfolgsfaktoren zur Verringerung der durchschnittlichen Kosten pro Einheit sind.

Anteil variable Kosten (in USD Mio.)

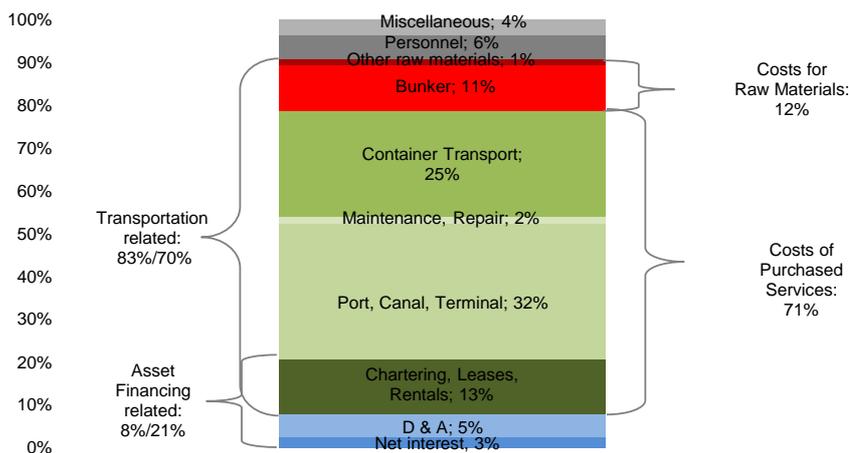
	2015	Assumption: variable in %	Amount	comment
Miscellaneous	360	50%	180	no information
Personnel	538	10%	54	mainly fixed
Other raw materials	140	0%	0	step-up
Bunker	1,046	0%	0	step-up
Port, Canal, Terminal	3,071	40%	1,228	to some extent variable
Maintenance, Repair, Other	174	95%	165	largely variable
Container Transport	2,385	80%	1,908	largely variable
Chartering, Leases, Rentals	1,243	0%	0	step-up
Depreciation & Amortisation	516	0%	0	fix
Net interest	252	0%	0	fix
Total	9,722	36%	3,535	

Quelle: Warburg Research

In den folgenden Abschnitten und Grafiken sehen wir uns die verschiedenen Kostenkategorien genauer an und stellen fest, dass nur ein geringfügiger Anteil der Aufwendungen mit der Asset-Finanzierung verbunden ist, während sich die überwiegende Mehrheit auf den Transport bezieht:

- Hapag-Lloyds Kostenbasis ist im Wesentlichen durch Transportaufwendungen geprägt.** Terminalbetreiberkosten für die Be- und Entladung von Boxen, Gebühren für die Überfahrt von Kanälen und Hafengebühren machten im Vorjahr insgesamt ~32% der Gesamtaufwendungen aus und sind damit die größte Kostenposition des Unternehmens. Es folgen Containertransportkosten (~25%), zu denen Aufwendungen für den Hinterlandverkehr sowie Kosten für Containerlagerung oder -umpositionierung zählen. Bunkerkosten machten ~11% aus. Diese sowie die Kosten für den Hinterlandverkehr sind eng mit der allgemeinen Ölpreisentwicklung verbunden. Nach Definition des Unternehmens umfassen die Transportaufwendungen auch die Kosten für Charter, Mieten und Leasing (Anteil: ~13%), die wir eher als Asset-Finanzierung bezeichnen würden (siehe nachfolgenden Abschnitt). Wir gehen davon aus, dass sich 41% der Transportaufwendungen von Hapag-Lloyd containerbezogen und damit variabel sind. Dies könnte z.B. auf einige Bearbeitungsgebühren im Terminal oder den anschließenden Tür-zu-Tür-Transport mit dem Lkw zutreffen. Der größte Teil der Transportkosten dürfte hingegen eher schiffsbezogen sein.
- Nur 8% (21%) der Kosten hängen mit Asset-Finanzierung zusammen:** Das Geschäftsmodell von Hapag-Lloyd ist assetintensiv. Im Vorjahr entfielen jedoch nur ~8% auf Kostenpositionen, die sich auf den Vermögensbesitz beziehen, d.h. Abschreibung sowie Nettoverzinsung. Naturgemäß sind diese vermögensbezogenen Kosten im Allgemeinen fest. Andere Elemente der Asset-Finanzierung sind die zuvor erwähnten Charter-, Miet- und Leasingvereinbarungen, die einen gewissen Spielraum bieten, die Kapazität abhängig vom Fälligkeitsprofil der Verträge ggf. anzupassen. Mit ~13% der Gesamtaufwendungen stellen Charter, Mieten und Leasing den Hauptteil (62%) der Asset-Finanzierung des Unternehmens in 2015 dar.
- Personalkosten und sonstige betriebliche Erträge / Aufwendungen spielen eine untergeordnete Rolle.** Diese machten im Vorjahr lediglich ~6% bzw. ~4% der Gesamtaufwendungen aus.

2015 - Kosten nach Kategorie



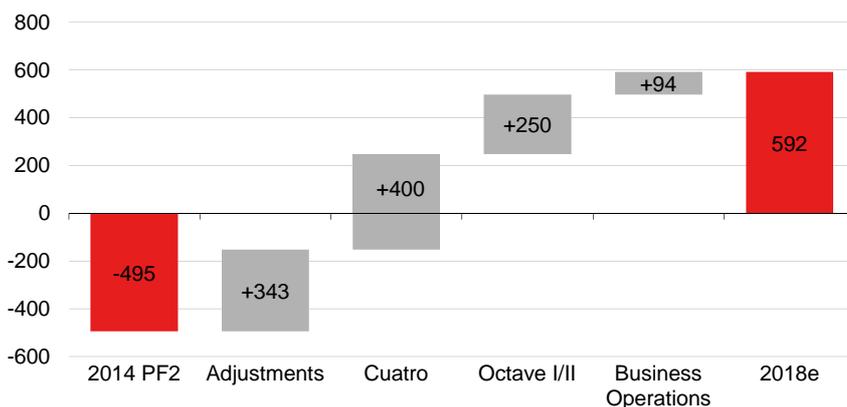
Quelle: Warburg Research

... aber jede Menge Spielraum für Effizienzgewinne

Adjustierter Ergebnis-Swing von USD >0,7 Mrd. zwischen 2014PF2adj. - 2018e

(Erwartete) Steigerung des Betriebsergebnisses durch kräftigen Rückgang der Aufwendungen. Nehmen wir das bereinigte pro-forma Ergebnis 2014 als Referenz, deuten unsere Ergebnisschätzungen auf einen adjustierten Ergebnis-Swing von USD ~740 Mio. innerhalb von vier Jahren. Unser prognostizierter Ergebnisanstieg ergibt sich zum größten Teil durch die Kostenseite. Wir errechnen eine adjustierte Kostenreduzierung von USD >2,1 Mrd. für die Jahre 2014PF2adj. - 2018e, die deutlich über unserem über den gleichen Zeitraum prognostizierten Umsatzrückgang von USD ~1,4 Mrd. liegt. Wird dabei noch berücksichtigt, dass das Unternehmen a) jährliche Synergieeffekte von USD 400 Mio. (Managementprojekt „Cuatro“) verbunden mit dem Zusammenschluss mit CSAV sowie b) operative Vorteile von mindestens USD 250 Mio. durch die Kosteneinsparungsinitiativen „Octave I“ (USD 200 Mio.) und „Octave II“ (mittlerer bis hoher zweistelliger Millionen-US-Dollar-Betrag) anstrebt, enthalten unsere Ergebnisprognosen einen Ergebnisbeitrag von lediglich USD ~100 Mio., der im Zeitraum 2014-18 auf die Expansion des Geschäftsbetrieb (Volumen, Ertrag) zurückzuführen ist.

Betriebsergebnis (USD Mio.) Überbrückung 2014PF2-18e



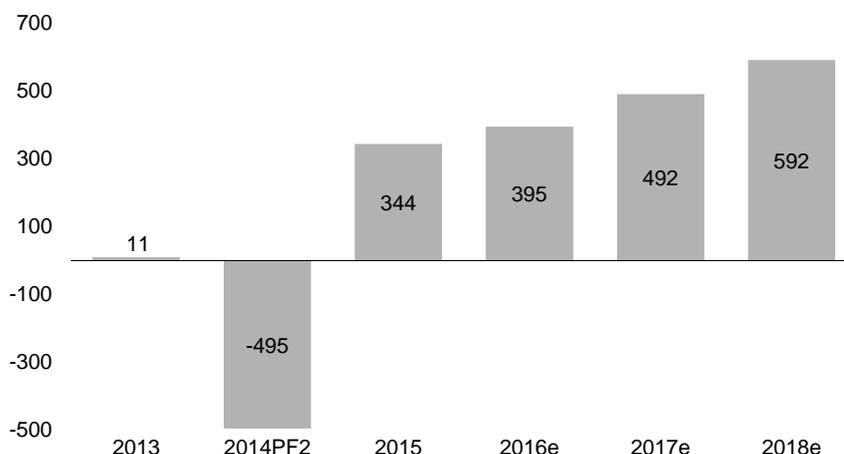
PF2 = CSAV's container shipping operations included on a full year basis

Quelle: Warburg Research

Die Mehrzahl (USD ~500 Mio.) unseres adjustierten Swings beim Betriebsergebnis wurde bereits 2015 verwirklicht. Angesichts der Volatilität der Inputpreise, Veränderungen beim Fracht-/Routenmix und Kapazitätsmaßnahmen, können Außenstehende den Beitrag der Kosteneinsparungsinitiativen nicht genau überwachen. Laut Management wurden bis Jahresende 2015 rund 70% der geplanten Einsparungen in Höhe von USD 600 Mio. durch „Cuatro“ und „Octave I“ erreicht. Für die restlichen 30% und die neue Initiative „Octave II“ rechnen wir mit einem gemeinsamen Beitrag von USD ~220 Mio., der 2016/17 in Kraft treten sollte. Vor dem Hintergrund der anspruchsvollen

Marktbedingungen erwarten wir jedoch nicht, dass sich dieser vollständig auf das Ergebnis niederschlägt (WRe: Betriebsergebnis wächst 2015-17 um USD ~150 Mio.). Demgegenüber wird unsere Prognose für 2018 mit einer operativen Steigerung von USD ~100 Mio., d.h. +20% ggü. VJ, allein durch eine moderate Erholung sowohl bei den Frachtraten als auch beim Volumen getragen, d.h. sie enthält aber keine weiteren Beiträge durch Kostenkürzungen.

Entwicklung Betriebsergebnis (USD Mio.) 2013-18e*



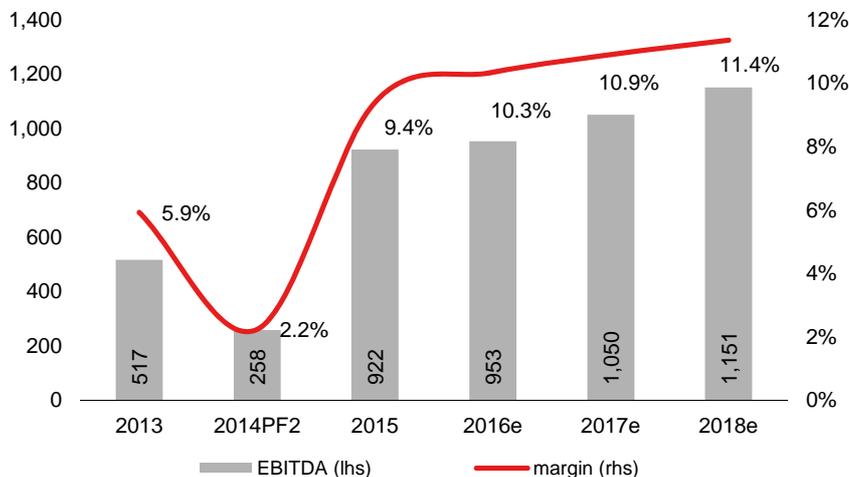
*PF2 = CSAV Containerschiffahrtsgeschäft auf Gesamtjahresbasis einbezogen

Quellen: Hapag-Lloyd (nur historisch); Warburg Research (Schätzungen)

EBITDA-Marge 2018e >11%

Margenziel des Managements gut erreichbar. Im Q1/16 Bericht nennt Hapag-Lloyd als Ziel das Erreichen einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 11-12% ab 2017. Unseren Prognosen zufolge sollte dieses Ziel spätestens 2018 erreicht werden.

Entwicklung bei EBITDA (in USD Mio.) und Marge*



*PF2 = CSAV Containerschiffahrtsgeschäft auf Gesamtjahresbasis einbezogen

Quellen: Hapag-Lloyd (nur historisch); Warburg Research (Schätzungen)

Gesamtkosten pro Einheit zwischen 2014-18e auf >21% verringert

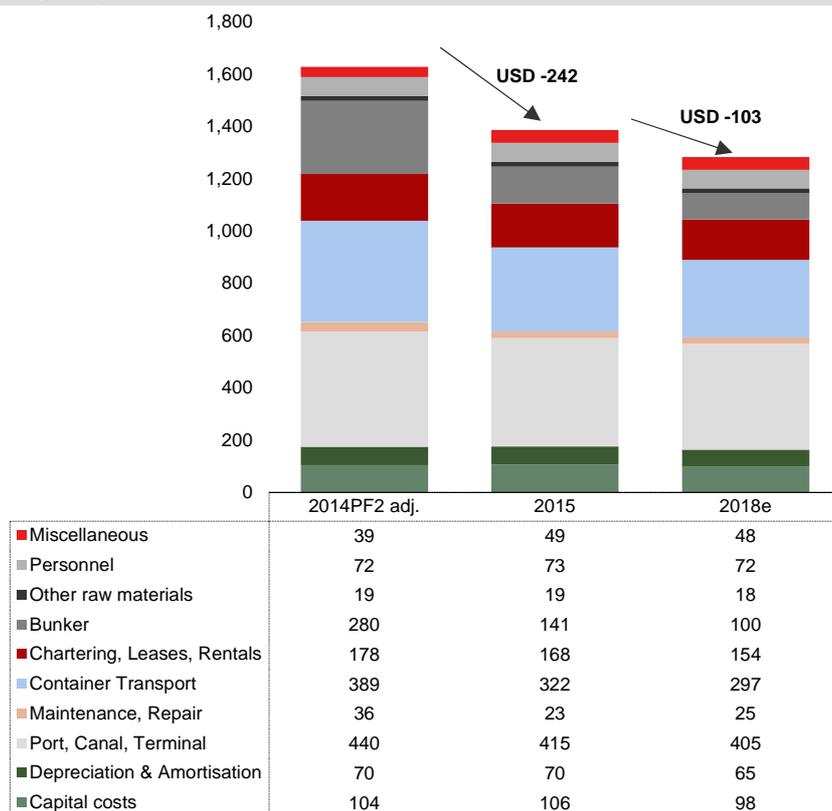
Niedrigeres Nettozinsergebnis nach Eigenkapitalspritze im Vorjahr. Unter der Annahme keiner wesentlichen Bewertungsveränderungen der Finanzderivate rechnen wir mit einer stetigen Verbesserung beim Nettofinanzergebnis von USD -252 Mio. im Vorjahr auf USD -221 Mio. in 2016e, was den Kapitalzufluss aus der Kapitalerhöhung sowie einige Vorteile durch die im Anschluss daran durchgeführte Refinanzierung widerspiegelt. Im Rahmen der kontinuierlichen Entschuldung sollte die Nettozinsbelastung bis 2018 auf ein Niveau von unter USD -200 Mio. fallen.

Rückgang der Kosten pro Einheit sollte deutlich über erwartetem

Anhaltender Rückgang der Kosten pro Einheit. Die folgende Grafik fast nicht nur die Betriebskostenpositionen auf einer pro-TEU-Basis zusammen, sondern zeigt auch die

Kapitalkosten. Diese setzen sich aus den Nettofinanzaufwendungen sowie kalkulatorischen Zinsen von 9,6% für das Eigenkapital des Konzerns (basierend auf CAPM mit einem BETA von 1,5x; Marktaufschlag von 5,5% und einer risikofreien Zinsrate von 1,5%) zusammen. Damit wird die veränderte Kapital- und Finanzstruktur des Unternehmens nach der Kapitalerhöhung im Vorjahr angemessen berücksichtigt. Unsere Prognosen ergeben Gesamtkosten pro Einheit von USD 1.283 bis 2018, eine Verbesserung von >21% vs. 2014PF2 adj. Sie entsprechen einem Rückgang von USD 345 pro TEU, d.h. 1,6x dem antizipierten Frachtratenrückgang. Das Gros der angefallenen Einsparungen entfällt auf 2015, was darauf schließen lässt, dass die Initiativen „Cuatro“ und „Octave“ gut fortgeschritten sind.

Erwartete Entwicklung der gesamten durchschnittlichen Kosten pro Einheit (USD)*



*PF2 = CSAV Containerschiffahrtsgeschäft auf Gesamtjahresbasis einbezogen; bereinigt um Einmaleffekte, die auf die Transaktions- und Restrukturierungsrückstellungen von CSAV beziehen: USD 112 Mio. (EUR 84 Mio.) bei sonstigen betrieblichen Aufwendungen / Sonstiges; USD 62 Mio. (EUR 47 Mio.) bei Personalaufwendungen; USD 169 Mio. (EUR 127 Mio.) Abschreibungen älterer Schiffe vor Veräußerung.

Quelle: Warburg Research

Steuerpflicht nicht vom Ergebnis abhängig

Günstiges deutsches Tonnagesteuersystem gewährleistet niedrige Steuerrate

Trotz eines höheren Vorsteuergewinns sollte sich die Steuerrechnung des Unternehmens u.E. moderat verringern, da die Containerschiffsflotte von CSAV zunehmend mit dem deutschen Tonnagesteuermodell verbunden sein wird. Seit 1999 haben Reedereien mit internationalen Aktivitäten und einem in Deutschland angesiedelten Management die Option, ihr zu versteuerndes Einkommen unter Bezugnahme auf die Tonnage der Schiffe festzulegen, unabhängig von den tatsächlich erwirtschafteten Einkünften. Dieses Tonnagesteuersystem findet auch in mehreren anderen europäischen Ländern Anwendung. Für die Teilnahme in Deutschland ist ein unwiderruflicher Antrag durch die Unternehmen erforderlich, der für 10 Jahre bindend ist. Der fiktive Gewinn pro Tag für jedes international tätige Schiff beträgt (jeweils berechnet in ganzen 100 Nettotonnen):

- 0,92 EUR für Tonnagen bis zu 1.000 Nettotonnen
- 0,69 EUR für Tonnagen > 1.000 Nettotonnen bis zu 10.000 Nettotonnen
- 0,46 EUR für Tonnagen > 10,000 Nettotonnen bis zu 25,000 Nettotonnen
- 0,23 EUR für Tonnagen > 25,000 Nettotonnen

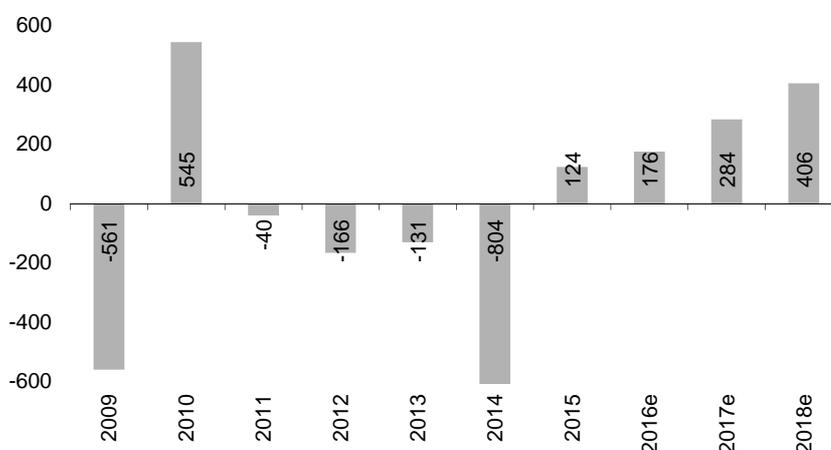
Um innerhalb des Tonnagesteuersystem zu bleiben, muss ein bestimmter Anteil der betriebenen Schiffe in Deutschland gemanagt werden, in einem deutschen Register eingetragen sein und vorwiegend international tätig sein.

Positive Entwicklung beim Nettoergebnis; erste Dividenden in 2017

Nach einigen verlustreichen Jahren hat Hapag-Lloyd 2015 schließlich ein deutlich positives Bottom-Line-Ergebnis von USD 124 Mio. vorgelegt. In den kommenden Jahren rechnen wir mit einer Steigerung beim Nettoergebnis in Richtung USD 406 Mio. bedingt durch weitere Kosteneinsparungen und volumenseitigem Rückenwind.

In Zuge von höheren Gewinnen sollte sich die Eigenkapitalrendite spürbar verbessern. Unsere Schätzungen ergeben eine ROE von 6,8% für 2018e, die deutlich besser als in der Vergangenheit ist, aber noch nicht auf einer Stufe mit unseren errechneten Eigenkapitalkosten (9,6%) liegt. Das gilt auch für den ROCE, den wir bis 2018 auf 6,4% schätzen, gegenüber unserem errechneten WACC von 7,4%. Was die positive Wertschöpfung betrifft, sollte es demnach noch einiges zu tun geben. Damit bleiben eine strenge Kostenkontrolle sowie Maßnahmen zur Verbesserung der Umsatzqualität vorerst auf der Agenda.

Hapag-Lloyd: Entwicklung beim Nettoergebnis nach Minderheitsanteilen (USD Mio.)



Quelle: Hapag-Lloyd (nur historisch); Warburg Research (Schätzungen)

20-30% Ausschüttungsquote

Auf Grundlage unserer Prognosen sehen wir eine gute Wahrscheinlichkeit, dass das Unternehmen 2017 die Dividendenzahlung aufnimmt. Das Management strebt eine Ausschüttungsquote von 20-30% des ausgewiesenen Konzernergebnisses an. Angesichts der sich verbessernden Ergebnisprospektiven und der ausreichenden Finanzierung des Unternehmens prognostizieren wir, dass im nächsten Jahr eine erste Dividende von EUR 0,33 je Aktie ausgeschüttet wird.

Auf Schiffe entfallen ~44% der Konzernbilanz

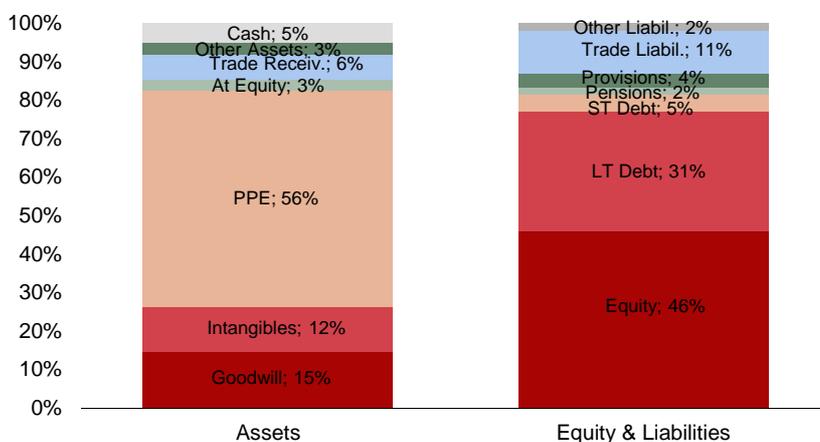
Angemessene Bilanz

Die Bilanzstruktur zeigt die hohe Assetintensität des Hapag-Lloyd Geschäftsmodells. Rund 56% der Bilanzsumme entfällt auf Sachanlagen. Davon machen Schiffe ~80% und Container ~17% aus. Aufgrund der Tatsache, dass a) das Gesamalter der Hapag-Lloyd Flotte mit 8,1 Jahren leicht unter dem Jahresdurchschnitt liegt; b) das Unternehmen den Besitz der größeren Schiffe im Visier hat (und es sich dabei im Allgemeinen um die jüngeren handelt), während die meisten kleineren (und i.d.R. älteren) Schiffe gechartert sind; und c) die Preise seit 2013 weitgehend stabil waren (zwischen USD 4,8-5,9 Tsd. pro TEU laut dem VesselsValue.com Index) schlussfolgern wir, dass der Buchwert der Schiffe des Unternehmens keine wesentlichen unrealisierten Verluste enthalten sollte.

Die Fristenkongruenz zwischen Aktiva und Passiva ist gut. Auf Basis 2016e belaufen sich Eigenkapital, langfristige Verbindlichkeiten und Pensionen auf 79% der Bilanzsumme gegenüber einem Wert von 86% für die gesamten langfristigen (im)materiellen Vermögenswerte des Konzerns (einschließlich at-equity-Beteiligungen).

Hapag-Lloyd verfügt traditionell über ein negatives Nettoumlaufvermögen, das bei rund -5% vom Umsatz liegt, da die Verbindlichkeiten aus LuL höher als die Forderungen aus LuL sind. Die Vorräte (2016e: USD 98 Mio.) bestehen im Wesentlichen aus Bunkertreibstoff in den Schiffen und gingen aufgrund der niedrigeren Ölpreise deutlich gegenüber den Vorjahren zurück.

Bilanzstruktur 2016e



Quelle: Warburg Research

Schuldenquoten: zweigeteiltes Bild

Die Eigenkapitalquote von Hapag-Lloyd dürfte bis 2018 die Schwelle von 50% überschreiten. Unsere Prognose berücksichtigt den in der GuV-Erörterung dargelegten positiven Trend beim Nettoergebnis. Mit derzeit ~70%, einschließlich Pensionsrückstellungen, ist das Gearing solide, und wir rechnen mit einem weiteren Rückgang dieses Werts auf rund 50%.

Demgegenüber sind die ergebnisbezogenen Schuldenquoten des Unternehmens weniger erfreulich. Wir erwarten jedoch, dass sich diese im Rahmen des prognostizierten Profitabilitätsaufschwungs weiter verbessern. Nettoverschuldung vs. EBITDA (rollierende 12 Monate) lag zum Jahresende 2015 bei 4,0x bzw. 4,2x (inkl. Pensionsrückstellungen) und wir gehen von einem weiteren Rückgang dieser Zahl auf unter <3x bis spätestens 2018e aus. Auch die Zinsdeckung (EBIT/Nettofinanzergebnis) sollte wieder ein komfortableres Territorium erreichen. Von Standard & Poor's wird das Unternehmen mit B+ bewertet, allerdings ist der Ausblick angesichts der Unsicherheiten durch einen potenziellen Zusammenschluss mit UASC mit "CreditWatch Negative" versehen. Moody's bewertet Hapag-Lloyd mit einem B2 Emittentenrating bei positivem Ausblick.

Entwicklung der Schuldenquoten

	2015	2016e	2017e	2018e
Equity Ratio	46%	46%	48%	51%
Gearing I	66%	66%	58%	48%
Gearing II (incl. Pensions)	70%	69%	61%	51%
Net debt I / EBITDA (12m rolling)	4.0	3.8	3.2	2.6
Net debt II / EBITDA (12m rolling)	4.2	4.0	3.4	2.7
Interest cover (12m rolling)	1.4	1.8	2.3	3.0

Quellen: Hapag-Lloyd (nur historisch); Warburg Research (Schätzungen)

Gut strukturierte Konzernfinanzierung

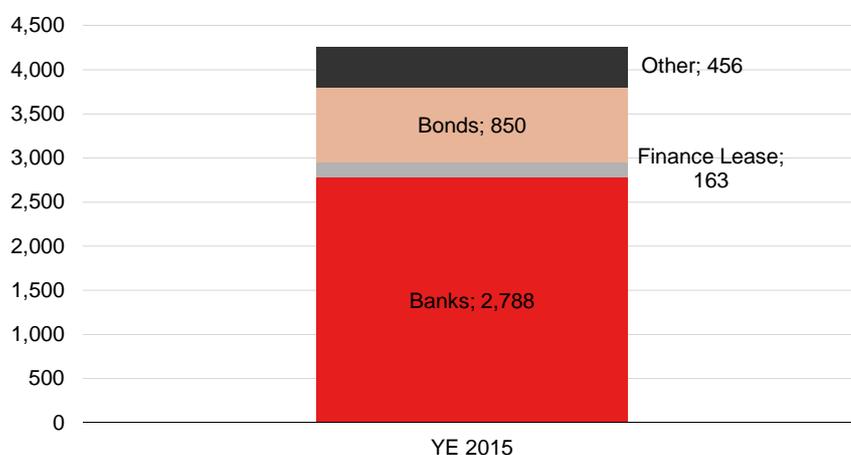
Aktuelle Liquiditätsreserven mehr als ausreichend

Keine Bedenken hinsichtlich der Finanzverpflichtungen. Diese umfassen zwei Anforderungen: 1) eine Eigenkapitalquote, die nicht niedriger als der höhere Wert von a) EUR 2,75 Mrd. (Q1/16: EUR >4,7 Mrd.) und b) 30% der Bilanzsumme (Q1/16: 45%) ist. Unseren Prognosen zufolge sollte weder das eine noch das andere ein Problem für das

Unternehmen darstellen. 2) Eine Mindestliquiditätsreserve von jederzeit USD 300 Mio. Zum Q1/2016 wies Hapag-Lloyd einen Kassenbestand von USD 519 Mio. sowie ungenutzte Kreditlinien von USD 385 Mio. aus. Folglich belief sich die Gesamtliquidität auf USD > 0,9 Mrd. Unser Modell enthält keine Zuflüsse aus der Annahme von zusätzlichen Schulden (nur teilweise Refinanzierung), während unsere Cash-Prognosen jederzeit klar über USD 500 Mio. bleiben. Damit geben die Liquiditätsverpflichtungen u.E. keinen Grund zur Sorge.

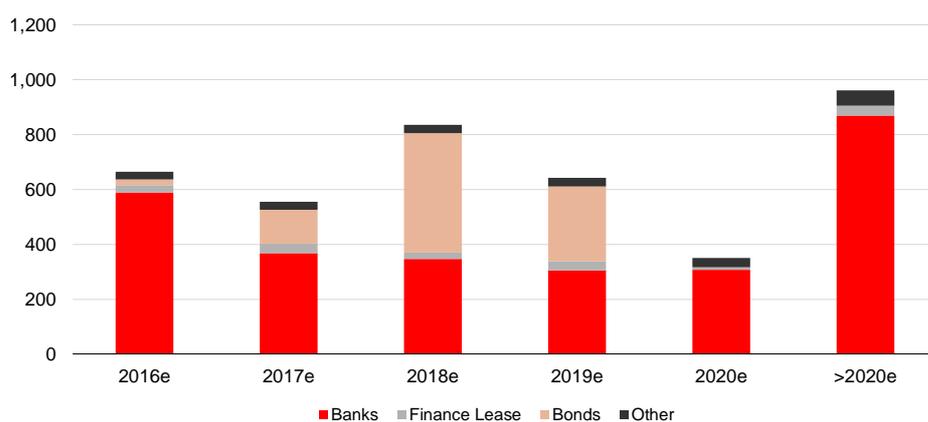
Konzernfinanzierung stützt sich im Wesentlichen auf Banken und Anleihen. Zum Ende des Geschäftsjahres 2015 lagen die Gesamtfinanzverbindlichkeiten von Hapag-Lloyd bei USD 4,26 Mrd. Davon befanden sich ca. zwei Drittel im Besitz von Banken. Anleihen sind mit 20% die zweitwichtigste Quelle zur Schuldenfinanzierung. Der Rest besteht aus Finanzierungsleasing und Sonstigem. Die Grafik enthält keine Finanzverpflichtungen durch Operating Lease-Verträge, die nicht gekündigt werden können (Nettobarwert von USD ~1,4 Mrd. zum Jahresende 2015), primär für das Chartern von Schiffen und Containern. Die meisten Vereinbarungen sind kurzfristig (i.d.R. nicht mehr als ein Jahr); entsprechend ist das damit verbundene Finanzrisiko sehr niedrig.

Aufteilung Finanzschulden (USD Mio.)



Quelle: Hapag-Lloyd; Warburg Research

Solides Fälligkeitsprofil. Das Refinanzierungsrisiko wird niedrig gehalten. Die folgende Grafik zeigt die von Hapag-Lloyd im Zeitablauf zu refinanzierenden (bzw. zu tilgenden) Schulden. Mit Ausnahme von 2018 liegt der fällige Schuldenanteil bei rund USD 600 Mio. p.a. Es besteht kein Anlass zur Sorge, sondern dies ist - basierend auf unseren Cashflow-Prognosen, die wir gleich aufzeigen werden – gut kontrollierbar. In diesem Zusammenhang sollte zudem beachtet werden, dass sich die reinen Erhaltungsinvestitionen laut Management jährlich auf USD 75 Mio. verringern lassen. Dies vergleicht sich mit Abschreibungen in Höhe von USD ~520 Mio. Damit wäre das Unternehmen in der Lage, selbst in einem Szenario ohne Nettogewinn ggf. einen Cashflow von bis zu USD ~450 Mio. zu generieren.

Fälligkeitsprofil in USD Mio.*


* excluding the annually prolonged ABS program (USD 247m at YE 2015)

Wir erwarten unter den Abschreibungen liegende Investitionen
Cashflow ausreichend für Investitionen und Dividenden

FCF sollte dieses Jahr weiter in positives Territorium vordringen. Trotz des Kapitalabflusses für anhaltende Restrukturierungs- und Integrationsmaßnahmen (dies ist ein Teil der Position "Sonstiges" in der folgenden Tabelle) rechnen wir mit einer weiteren Verbesserung der Cashflow-Performance des Unternehmens in diesem Jahr, in erster Linie durch ein höheres Ergebnis im Zuge der höheren Profitabilität und niedrigerer Finanzierungskosten. Für die daran anschließenden Jahre sehen wir gute Chancen für eine Beschleunigung. Die Cash-Generierung aus der Geschäftstätigkeit zzgl. der erwarteten Dividendenerlöse (durch den Container Terminal Altenwerder in Hamburg, an dem Hapag-Lloyd einen Anteil von 25,1% hält, dem aber 50% der Gewinne zugesprochen werden, wenn das Unternehmen zusammen mit seinen G6-Partnern bestimmte Volumenforderungen erfüllt) sollte ausreichen, um Investitionen zu finanzieren. Zum Zeitpunkt des Börsengangs wollte das Management von Hapag-Lloyd im Zeitraum von Mitte 2015 bis Jahresende 2017 einen Betrag von jeweils rund USD 1 Mrd. in neue Container und Schiffe investieren. Diese Planung ist seither nie (öffentlich) aktualisiert worden. Der Kauf weiterer Schiffe hängt sicherlich von der M&A-Agenda des Unternehmens und der Kapazitätsplanung seiner neuen Allianzpartner ab. Unsere Capex-Prognosen 2016/17 umfassen: a) den Kauf von fünf 10.500 TEU Schiffen, die sich derzeit im Orderbuch des Unternehmens befinden (voraussichtlicher Zeitpunkt der Lieferung zwischen Oktober 2016 und März 2017) für insgesamt USD ~400 Mio.; b) USD ~375 Mio. für den Kauf von 150.000 Containern; c) USD ~200 Mio. für die Instandhaltung. Für 2018 haben wir Investitionen von USD 489 Mio. eingeplant, d.h. der Durchschnitt der beiden vorangegangenen Jahre, da wir erwarten, dass Hapag-Lloyd eine weitere Kapazitätsausweitung mit Vorsicht verfolgt. Der FCF des Unternehmens sollte in diesem Jahr weiter in positives Territorium vordringen und damit genügend Spielraum für unsere prognostizierten Dividendenausschüttungen von USD 44 Mio. in 2017 (für 2016) und USD 71 Mio. in der Folgeperiode bieten.

Cashflow Zusammensetzung (in USD Mio.)

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating profit	11	-550	344	395	492	592
Depreciation & Amortisation	432	640	516	525	524	523
Net Financial Expense	-234	-242	-222	-221	-214	-197
In-/Decrease in Net Working Capital	-369	411	-196	-38	23	27
Other	14	0	-44	-108	-34	-29
Cash flow from Operations	-146	259	398	554	791	916
Proceeds from dividends	44	45	43	33	34	36
Capex	-883	-452	-804	-484	-494	-489
Other	115	65	88	0	0	0
Cash flow from Investments	-724	-342	-673	-451	-460	-453
FCF	-869	-83	-275	103	331	463

Quellen: Hapag-Lloyd (nur historisch); Warburg Research (Schätzungen)

Durchschnitt aus DCF und FCFVP
2017e

Bewertung – alle Indikatoren zeigen Aufwärtspotenzial an

Wir nehmen die Coverage mit einer Kaufempfehlung und Kursziel von EUR 31,50 auf, was einem Aufwärtspotenzial von >60% entspricht. Laut unserer Analyse ist die Aktie eindeutig unterbewertet. Unser DCF-Modell – basierend auf unseres Erachtens vorsichtigen Annahmen – zeigt einen fundamentalen fairen Wert von EUR ~36 an, was durch das 2018e Ergebnis des FCFVP-Modells vollständig untermauert wird. Darüber hinaus zeigt ein Multiplikatorenvergleich, dass Hapag-Lloyd deutlich unter seinen Schifffahrts-Peers notiert, obwohl es zuletzt eine im Vergleich bessere finanzielle Performance gezeigt hat und über eine günstigere Wettbewerbspositionierung verfügt als viele andere Player.

Hapag-Lloyd betreibt ein anlagen- und fixkostenintensives Geschäft in einem volatilen Markt in Bezug auf Volumina und Preise / Frachtraten. Daher sind die Ergebnisaussichten empfindlicher gegenüber Parameteränderungen als es bei anderen Unternehmen / Industrien der Fall ist. Aus diesem Grund **stützen wir unser Kursziel nicht ausschließlich auf das DCF-Modell. Stattdessen haben wir uns für eine 50/50-Gewichtung aus DCF und dem kurzfristig orientierten FCFVP 2017e entschieden.**

Das Investmentvehikel der Freien und Hansestadt Hamburg, HGV, das einen Anteil von 20,6% am Unternehmen hält, teilte kürzlich mit, Hapag-Lloyd nunmehr mit EUR 34 je Aktie zu bewerten, was unsere Einschätzung stützt, dass die Aktie deutlich unter ihrem fundamentalen Wert notiert.

DCF-Modell

Faire Wertindikation von EUR 36. Die wesentlichen Annahmen sind der risikolose Zins von 1,5% und eine Marktrisikoprämie von 5,5%. Wir unterstellen ein Beta von 1,5, um die Zyklizität und die hohe Anlagenintensität des Geschäfts zu reflektieren. Die Fremdkapitalkosten werden bei 5,5% vor Steuern festgelegt, was der durchschnittlichen Zinslast entspricht, die das Unternehmen derzeit trägt. Unser Modell zeigt eine Kapitalstruktur von ~49% des Unternehmenswertes in Fremdkapital an und einen WACC von 7,5%. Der ermittelte faire Wert entspricht 2017/18e Multiplikatoren von 16,9x und 11,8x für das KGV und 0,83x und 0,78 für das KBV.

Für den Zeitraum 2016-2018 wird unser Modell fast ausschließlich durch die detaillierten Prognosen bestimmt, die wir im Kapitel Finanzen erörtert haben und auch im Anhang dieser Studie zu finden sind. Unsere Schätzungen für 2018 stellen den Höchstwert für EBITDA-Marge (11,4%) und Umsatzwachstum (+5,2%) dar. Für die Folgejahre unterstellen wir bis 2028 einen sukzessiven Rückgang der Umsatzdynamik und Profitabilität auf 2% und 9,3%. Darüber hinaus erwarten wir, dass die Investitionen in den Jahren ab 2019 schneller als der Umsatz wachsen und leicht über den Abschreibungen liegen werden. Das Beteiligungsergebnis ist im EBITDA enthalten, was der üblichen Berichterstattung von Hapag-Lloyd entspricht und somit nicht für die Berechnungsbrücke zwischen Unternehmens- und Eigenkapitalwert berücksichtigt werden muss. Gleiches gilt auch für die Minderheiten, die wir unter dem Posten „Sonstiges“ in der Cashflow-Prognose berücksichtigt haben.

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	8.229	8.605	9.052	9.460	9.859	10.248	10.624	10.984	11.325	11.646	11.944	12.216	12.460	
Umsatzwachstum	-6,9 %	4,6 %	5,2 %	4,5 %	4,2 %	3,9 %	3,7 %	3,4 %	3,1 %	2,8 %	2,6 %	2,3 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	382	470	560	581	589	595	598	598	595	589	579	565	548	
EBIT-Marge	4,6 %	5,5 %	6,2 %	6,1 %	6,0 %	5,8 %	5,6 %	5,4 %	5,3 %	5,1 %	4,8 %	4,6 %	4,4 %	
Steuerquote (EBT)	13,6 %	8,0 %	5,0 %	5,1 %	5,5 %	6,0 %	6,4 %	6,8 %	7,3 %	7,7 %	8,1 %	8,6 %	9,0 %	
NOPAT	330	432	532	551	557	560	560	557	552	543	532	517	499	
Abschreibungen	469	468	467	460	477	493	510	527	544	560	577	594	611	
Abschreibungsquote	5,7 %	5,4 %	5,2 %	4,9 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,9 %	4,9 %	
Veränd. Rückstellungen	-53	-14	-14	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	34	-21	-24	-16	2	5	7	10	12	14	17	19	21	
- Investitionen	432	441	437	461	479	496	514	532	549	567	584	602	620	
Investitionsquote	5,3 %	5,1 %	4,8 %	4,9 %	4,9 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	5,0 %	
Sonstiges	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	277	464	571	548	535	534	531	525	516	505	490	472	451	477
Barwert FCF	269	419	481	429	390	363	336	309	283	258	233	209	186	3.634
Anteil der Barwerte	14,99 %			38,41 %										46,60 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	48,90 %	Finanzielle Stabilität	1,30
FK-Zins (nach Steuern)	5,0 %	Liquidität (Aktie)	1,60
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,60
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,00
WACC	7,40 %	Beta	1,50

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2028e	4.164		
Terminal Value	3.634		
Zinstr. Verbindlichkeiten	3.907		
Pensionsrückstellungen	192		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	574	Aktienzahl (Mio.)	118,1
Eigenkapitalwert	4.273	Wert je Aktie (EUR)	36,18

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,86	8,4 %	24,35	25,10	25,91	26,78	27,72	28,74	29,85	1,86	8,4 %	8,82	14,80	20,79	26,78	32,76	38,75	44,74
1,68	7,9 %	28,09	29,01	30,01	31,09	32,26	33,55	34,96	1,68	7,9 %	11,62	18,11	24,60	31,09	37,58	44,06	50,55
1,59	7,7 %	30,18	31,20	32,31	33,52	34,84	36,29	37,89	1,59	7,7 %	13,21	19,98	26,75	33,52	40,29	47,07	53,84
1,50	7,4 %	32,43	33,57	34,82	36,18	37,67	39,31	41,14	1,50	7,4 %	14,93	22,01	29,09	36,18	43,26	50,34	57,42
1,41	7,2 %	34,86	36,14	37,55	39,08	40,78	42,65	44,74	1,41	7,2 %	16,82	24,24	31,66	39,08	46,50	53,92	61,35
1,32	6,9 %	37,51	38,95	40,53	42,28	44,21	46,36	48,77	1,32	6,9 %	18,89	26,69	34,48	42,28	50,07	57,87	65,67
1,14	6,4 %	43,56	45,41	47,46	49,74	52,29	55,17	58,44	1,14	6,4 %	23,72	32,39	41,06	49,74	58,41	67,08	75,76

- Höchste EBITDA-Marge für 2018 modelliert, unsere EBIT(DA)-Prognosen beinhalten das Beteiligungsergebnis
- Für die Folgejahre schätzen wir eine nachlassende Umsatzdynamik sowie einen graduellen Rückgang der EBITDA-Marge auf -9%
- Hohes Beta reflektiert die negativen Eigenschaften der Containerschiffahrtsindustrie (Zyklizität, Fixkostenintensität)
- Fremdkapitalkosten bei 5,5% (vor Steuern) festgelegt, was der durchschnittlichen Zinslast des Unternehmens entspricht

FCVP-Modell

Im Gegensatz zum DCF-Modell ist das Ergebnis dieses Bewertungstools eher kurzfristig orientiert und leitet aus dem zukünftigen Cashflow-Potenzial eine faire Wertindikation je Aktie ab. Für 2018 zeigt das Modell einen Wert von -EUR 40 an und unterstützt damit eindeutig das Ergebnis unserer DCF-Berechnung. Aufgrund der hohen sektorspezifischen Unsicherheiten in Verbindung mit der zyklischen Natur der Containerschiffahrtsindustrie ziehen wir es vor, unser Kursziel teilweise auf die 2017er Wertindikation von EUR -27 zu stützen, die bereits ein Aufwärtspotenzial von >40% anzeigt.

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-128	-97	-604	114	159	256	365	
+ Abschreibung + Amortisation	332	325	482	465	469	468	467	
- Zinsergebnis (netto)	-127	-154	-210	-227	-198	-191	-176	
- Erhaltungsinvestitionen	315	309	458	441	445	445	444	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
= Free Cash Flow Potential	15	72	-370	364	380	471	565	
Free Cash Flow Yield Potential	n/a	n/a	n/a	6,4 %	6,8 %	8,8 %	11,2 %	
WACC	7,40 %	7,40 %	7,40 %	7,40 %	7,40 %	7,40 %	7,40 %	
= Enterprise Value (EV)	n.a.	n.a.	n.a.	5.735	5.633	5.373	5.055	
= Fair Enterprise Value	205	979	n.a.	4.923	5.137	6.360	7.626	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	3.334	3.334	3.334	3.334	3.242	2.986	2.636	
- Pensionsverbindlichkeiten	192	192	192	192	186	181	175	
- Sonstige	0	0	0	0	0	0	0	
- Marktwert Anteile Dritter	35	35	35	35	33	34	36	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0	
= Faire Marktkapitalisierung	n.a.	n.a.	n.a.	1.363	1.677	3.159	4.780	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	118	118	118	118	118	118	118	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	11,54	14,19	26,75	40,47	
Premium (-) / Discount (+) in %					-22,8 %	45,4 %	116,5 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	10,40 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,65	11,22	21,85
	9,40 %	n.a.	n.a.	n.a.	2,67	4,94	15,29	26,74
	8,40 %	n.a.	n.a.	n.a.	6,58	9,02	20,34	32,79
WACC	7,40 %	n.a.	n.a.	n.a.	11,54	14,19	26,75	40,47
	6,40 %	n.a.	n.a.	n.a.	18,05	20,99	35,16	50,55
	5,40 %	n.a.	n.a.	n.a.	26,97	30,30	46,68	64,37
	4,40 %	n.a.	n.a.	n.a.	39,94	43,83	63,44	84,47

- Erhaltungsinvestitionen bei 5% unter den Abschreibungen festgelegt
- Die Steuerpflicht richtet sich in erster Linie nach der Tonnage -> kein Tax Shield auf den Nettozinsaufwand angewendet.
- Marktwert der Minderheiten = Multiplikator von 13x angewendet

**Hapag-Lloyd notiert auf einem
Abschlag zum Sektor**
Multiplikatorenvergleich

Breite, aber heterogene Auswahl an Peers. Die Tabelle unten zeigt einen Überblick über die Bewertung Hapag Lloyds im Vergleich zu seinen börsennotierten Konkurrenten. Investoren sollte aber bewusst sein, dass einige Unternehmen auch a) in anderen Seeverkehrsaktivitäten als der Containerschifffahrt aktiv sind (z.B. ist Kawasaki Kisen Kaisha auch im Massenguttransport aktiv), die oft anderen Markt- und Sekordynamiken unterliegen, b) im Betrieb von Container-Terminals involviert sind (z.B. A.P. Moeller-Maersk, Mitsui OSK), c) oder sogar einen großen Anteil von Umsatz und Ergebnis mit nicht schifffahrtbezogenen Tätigkeiten generieren (z.B. trug Moeller-Maersks Öl- und Bohrgeschäft letztes Jahr ~33% zum bereinigten Ergebnis bei). Abgesehen davon befinden sich derzeit einige Unternehmen in einer besonderen Situation (COSCO befindet sich mitten in einer Integrationsphase, nachdem es kürzlich mit China Shipping Container Lines fusionierte) oder stehen auf der Schneide zwischen Verlust und Gewinn, was zu nicht aussagekräftigen Multiplikatoren führen kann.

Wir vergleichen keine EV-Multiplikatoren, sondern lediglich Multiplikatoren auf Basis von KGV und KBV. Einfache EV-Multiplikatoren reflektieren die Unterschiede in den anlagebedingten Kosten nicht ausreichend (Charter- / Operate Leasing = alle Kosten oberhalb des EBITDA; Eigentum alle Kosten unterhalb des EBITDA), die in einem anlageintensivem Geschäft wie der Containerschifffahrt erheblich sind. Der beste Vergleich wäre ein um den Barwert zukünftiger Operate Leases bereinigter EV Multiplikator versus EBITDAR (= Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Miet-/Charteraufwendungen). Die entsprechenden Daten liegen jedoch leider nicht vor. Die Schwierigkeiten, die sich aus den Unterschieden der anlagebedingten Kosten ergeben, haben keinen Einfluss auf KGV und KBV.

Hapag-Lloyd notiert auf einem Abschlag zu seinen börsennotierten Peers. Trotz der oben erwähnten Vergleichsschwierigkeiten zeigt die Peergroup-Analyse u.E. eindeutig, dass Hapag-Lloyd nicht nur in absoluten Zahlen, sondern auch im Sektorvergleich unterbewertet ist: Berücksichtigt man weder die Verluste machenden Unternehmen noch Kawasaki Kisen Kaishas (als Ausreißer) beträgt das Sektor-KGV 2017/18 11,6x und 10,4x, was deutlich über Hapag-Lloyds aktueller Notierung liegt. Ein Vergleich der Preis-Buch-Multiplikatoren zeigt ein ähnliches Bild. Trotz der kürzlich herausragenden finanziellen Performance (in den letzten Quartalen war Hapag-Lloyds Profitabilität eine der besten im Sektor), eines besseren ROE im Vergleich zum Sektor und einer guten strategischen Aufstellung notiert das Unternehmen auf einem Multiplikator von 0,4x für 2016/17 und damit deutlich unter dem Durchschnitt von 0,7x.

Peergroup-Multiplikatoren*

Company	Currency	Price	Market Value (€)	P/E			P/B			ROE		
				2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
A.P. Moller - Maersk A/S Class B	DKK	7955.00	11387	16.3	10.8	9.6	0.7	0.7	0.7	4.4%	6.3%	6.9%
China COSCO Holdings Company Limited Class H	HKD	2.66	786	-6.4	-51.9	139.7	1.1	1.2	1.4	-11.8%	-1.6%	0.3%
Evergreen Marine Corp. (Taiwan) Ltd.	TWD	11.70	1128	-8.4	-43.8	-169.8	0.8	0.8	0.9	-9.8%	-1.8%	-0.5%
Hanjin Shipping Co., Ltd	KRW	2210.00	411	-1.3	-1.8	13.6	0.9	1.1	1.1	-51.8%	-43.1%	5.5%
Kawasaki Kisen Kaisha, Ltd.	JPY	225.00	1802	-5.7	25.0	20.1	0.6	0.6	0.7	-11.3%	2.7%	3.4%
Mitsui O.S.K.Lines,Ltd.	JPY	221.00	2273	9.9	9.1	9.2	0.4	0.5	0.5	4.2%	4.2%	4.6%
Nippon Yusen Kabushiki Kaisha	JPY	181.00	2624	16.1	12.3	12.6	0.4	0.4	0.4	2.3%	3.0%	3.0%
Orient Overseas (International) Limited	HKD	26.85	1925	10.2	8.1	6.6	0.4	0.4	0.4	4.2%	5.3%	6.2%
Yang Ming Marine Transport Corp.	TWD	7.59	626	-3.6	-6.9	-22.1	0.9	0.9	1.0	-24.2%	-12.2%	-3.5%
Carriers (Mkt cap weighted mean)			22962	10.5	6.2	5.3	0.6	0.6	0.6			
Carriers (Median)				-1.3	8.1	9.6	0.7	0.7	0.7			
Hapag-Lloyd	EUR	18.73	2212	17.1	8.4	6.8	0.5	0.4	0.4	2.5%	4.9%	5.8%
Hapag-Lloyd AG (WRe)	EUR	18.73	2212	14.1	8.7	6.1	0.4	0.4	0.4	3.1%	5.0%	6.8%

* Aktienkurse Stand 20. Juni 2016

Quellen: Factset; Warburg Research

Die Peers in Einzelheiten:

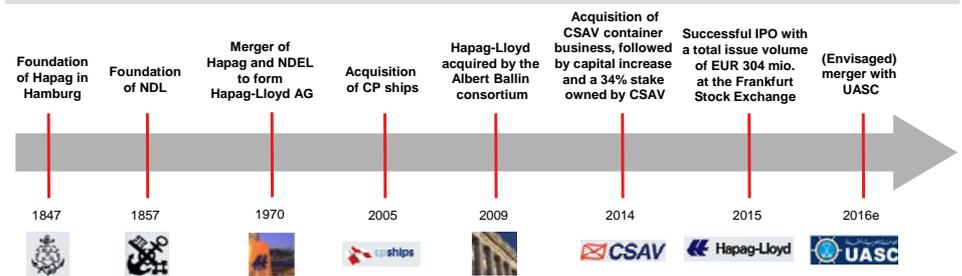
- A.P.Moller-Maersk: Das dänische Unternehmen ist die weltweite Nr. 1 in der Containerschifffahrt mit einer Kapazität von >3 Mio. TEU und zusammen mit MSC Gründer der 2M Alliance. Das Unternehmen ist kein Pure Play. Andere Tätigkeitsfelder sind unter anderem der Betrieb von Terminals, Rohöl und Erdgas sowie Logistik.
- COSCO: Nach der Fusion mit CSCL ist das chinesische Unternehmen die weltweite Nr. 4 in der Containerschifffahrt und derzeit Mitglied der Green Alliance. COSCO befindet sich zu Teilen in staatlichem Besitz. Das Unternehmen ist auch außerhalb der Containerschifffahrt aktiv, in erster Linie im Massenguttransport.
- Evergreen Marine Corp: das taiwanesisches Unternehmen betreibt die fünftgrößte Containerschifffahrtlinie und ist zudem Mitglied der Green Alliance.
- Hanjin aus Korea ist die weltweite Nr. 8 in der Containerschifffahrt, ist jedoch auch in anderen Transportaktivitäten aktiv und betreibt rund um den Globus diverse Linienverkehr- und Trampfahrtdienste. Das Unternehmen ist Mitglied der Green Alliance.
- Kawasaki Kisen Kaisha: das Unternehmen hat seinen Sitz in Japan und ist mit seiner K-Line die weltweite Nr. 16 in der Containerschifffahrt. Zudem ist das Unternehmen Green-Alliance-Mitglied. Neben der Containerschifffahrt ist das Unternehmen auch im Massenguttransport engagiert.
- Mitsui OSK hat seinen Sitz in Tokyo und betreibt die MOL- Line, das zwölftgrößte Containerschifffahrtsunternehmen weltweit, betätigt sich jedoch auch im Terminalbetrieb und anderen Transporttätigkeiten wie dem Massenguttransport, Tanker, Fähren und Kreuzfahrten.
- Nippon Yusen Kabushiki Kaisha aus Japan betreibt die NYK Line, die einen weltweiten Marktanteil von ~2% hat und steht auf Platz 14 in der Containerschifffahrtsindustrie. Die NYK Line ist ebenfalls Mitglied der G6 Alliance. Wie seine japanischen Wettbewerber hat das Unternehmen ebenfalls ein starkes Exposure zum Massenguttransport.
- Orient Overseas Container Lines mit Sitz in Hong Kong ist ebenfalls Mitglied der G6 Alliance. Mit rund ~600 TTEU handelt es sich um die neuntgrößte Containerschifffahrtlinie der Welt.
- Yang Ming aus Taiwan ist das weltweit zehntgrößte Containerschifffahrtsunternehmen mit einer Kapazität von ~570 TTEU und Mitglied der Green Alliance.

Unternehmensprofil

Hapag-Lloyd auf einen Blick

Mit seiner fast 170-jährigen Geschichte ist Hapag-Lloyd heute ein reines Containerschiffahrtsunternehmen und rangiert nach der Fusion mit CSAV auf Platz 6 der globalen Containerschiffahrtsbranche. Während die Dienstleistungen des Unternehmens die gesamte Containertransportkette abdecken, besteht dennoch ein klarer Fokus auf den Seeverkehr. Hapag-Lloyd hat seinen Sitz in Hamburg und verfügt derzeit über 175 Containerschiffe mit einer Kapazität von 955 TTEU (Twenty-foot Equivalent Unit). Als globales Unternehmen betreibt das Unternehmen 361 Niederlassungen und 122 Liniendienste in 118 Ländern und bedient damit ~ 25.000 Kunden weltweit. Das Unternehmen hat in Q1 2016 9.412 Mitarbeiter beschäftigt.

Geschichte von Hapag-Lloyd



Quellen: Hapag-Lloyd, Warburg Research

Die Geschichte reicht bis 1847 zurück

Die Geschichte von Hapag-Lloyd reicht bis zu den unabhängigen Linienreedereien **Hamburg-Amerikanische Packetfahrt-Actien-Gesellschaft ("Hapag")** und **Norddeutscher Lloyd ("NDL")** zurück. Hapag wurde 1847 gegründet, um einen schnelleren und zuverlässigeren Liniendienst für Auswanderer zwischen Hamburg und Nordamerika zu bieten. NDL hat seinen Betrieb 1857 als Dampfschiff-Servicegeschäft zwischen Bremen und New York aufgenommen und wurde als Antwort auf steigende Schifffahrtsaktivitäten in Hamburg gegründet.

Beide Unternehmen sind 1970, nach mehreren Jahren der Kooperation, zur Hapag-Lloyd AG fusioniert. Mit 112 seetüchtigen Schiffen, über 10.000 Mitarbeitern und einem Umsatz von über DM 1 Mrd., gehörte das Unternehmen bereits zu den wichtigsten Linien-Reedereien. Gleichzeitig hat Hapag-Lloyd damit begonnen, sich auf den Containertransport zu konzentrieren und hat 1977 seinen ersten Liniendienst eröffnet, mit einem vollen Containerschiff auf der Strecke Europa – Australien/Neuseeland für den ANZEGS-Pool europäischer Schifffahrtlinien. Das Unternehmen hat 1992 zusammen mit Nippon Yusen Kaisha (NYK) aus Japan und Neptune Orient Lines (NOL) aus Singapur eine globale Kooperation im Containergeschäft begonnen, die 1996 zur ehemaligen Grand Alliance wurde. 1998 wurde das Unternehmen von der Preussag AG akquiriert, die später in TUI AG umbenannt wurde.

TUI hat in 2005 auch CP Ships akquiriert, ein britisch-kanadisches Containerschiffahrtsunternehmen, das in die Hapag-Lloyd AG integriert wurde. In 2009 hat das „Albert Ballin“-Konsortium, das sich aus der Stadt Hamburg, Kuehne Maritime GmbH und mehreren Hamburger Banken, Versicherungsunternehmen und Privatinvestoren zusammensetzt, die Mehrheitsbeteiligung an Hapag-Lloyd gesichert. 2014 ist Hapag-Lloyd mit den Containerschiffahrtsaktivitäten der chilenischen CSAV (Compania Sud Americana de Vapores) fusioniert und hat das kombinierte Unternehmen in Bezug auf die Kapazität auf Rang 6, hinter Maersk MSC, CMA CGM, COSCOCS und Evergreen gehoben.

Erfahrenes Management

Rolf Habben Jansen, Vorsitzender des Vorstandes (CEO)

Rolf Habben Jansen wurde 1966 in den Niederlanden geboren und verfügt über 24 Jahre Erfahrung im Bereich Schifffahrt und Logistik. Zwischen 2009 und 2014 war er CEO von Damco, einem weltweit führenden Unternehmen im Bereich Spedition und Supply Chain Management. Rolf Habben Jansen wurde im April 2014 Mitglied des Vorstandes der Hapag-Lloyd AG und ist seit Juli 2014 Vorsitzender des Vorstandes.

Nicolás Burr, Finanzvorstand (CFO)

Nicolás Burr wurde 1975 in Spanien geboren und war von 2012 bis 2015 Finanzvorstand der CSAV. Davor war er in Management-Positionen bei mehreren Unternehmen in Chile, Argentinien und den U.S.A. tätig. Nicolás Burr wurde im März 2015 zum Finanzvorstand der Hapag-Lloyd berufen.

Anthony J. Firmin, Chief Operating Officer (COO)

Anthony J. Firmin kam 1995 zu Hapag-Lloyd als Finance Director für die U.S.A., Kanada und Lateinamerika. Zuvor war Anthony J. Firmin Leiter der Buchhaltung bei Sharp Electronics in Hamburg und Finanzvorstand bei Johnson & Johnson Professional Products in Hamburg. Von 2009 bis 2014 leitete Firmin als Managing Director den Zentralbereich Yield Management & Network. Seit Juli 2014 hat Anthony J. Firmin als Chief Operating Officer (COO) die Verantwortung für das weltweite Schifffahrtsgeschäft übernommen.

Thorsten Haeser, Vertriebsvorstand (CCO)

Bevor er im Oktober 2015 zum Vertriebsvorstand der Hapag-Lloyd berufen wurde, bekleidete Thorsten Haeser verschiedene Management-Positionen in Deutschland. Von 2013 – 2015 war er Chief Commercial Officer (CCO) der Versatel GmbH.

Performance Management

Performance Management				
Executive Board	 <p>Rolf Habben Jansen Chief Executive Officer (CEO)</p>	 <p>Nicolás Burr Chief Financial Officer (CFO)</p>	 <p>Anthony J. Firmin Chief Operating Officer (COO)</p>	 <p>Thorsten Haeser Chief Commercial Officer (CCO)</p>
Four Regions	<p>North America (Piscataway)</p> <p>Wolfgang Freese</p>  <p>6 key areas in North America, including 1 dedicated to US Flag</p>	<p>South America (Valparaiso)</p> <p>Andrés Kulka</p>  <p>6 key areas in South America, covering each of the large coastal countries</p>	<p>Europe (Hamburg)</p> <p>Michael Pradel</p>  <p>11 key areas in Europe, including 1 dedicated to Africa</p>	<p>Asia (Singapore)</p> <p>Joachim Schlotfeldt</p>  <p>11 key areas in Asia, including 2 covering China</p>
	Central Functions	<p>Trade Management (Hamburg)</p> <p>Martin Rolf</p> 	<p>Network (Hamburg)</p> <p>Ulf Schawohl</p> 	<p>Operations (Hamburg)</p> <p>Glenn Hards</p> 

Quellen: Hapag-Lloyd, Warburg Research

Fokus auf Seeverkehr

Strategie

Hapag-Lloyd hat einen eindeutigen Fokus auf seine Rolle als reine Container-Linie mit Schwerpunkt Seeverkehr. Das Unternehmen besitzt knapp 50% der Flottenkapazität, die es betreibt und will überwiegend die größeren Schiffe im eigenen

Besitz haben. Die verbleibenden 50% werden gechartert oder geleast. Das Unternehmen ist durch kurzfristige Charter flexibel, um auf Marktveränderungen zu reagieren. Während der Krise im Jahr 2009 konnte das Unternehmen zum Beispiel die Anzahl der Schiffe um 30 reduzieren, indem es auslaufende Charter-Verträge nicht erneuert hat.

Terminal-Aktivitäten spielen keine große Rolle. Hapag-Lloyd besitzt einige strategische Minderheitsbeteiligungen in Joint Ventures und Gesellschaftern in Wert von USD 414 Mio. unter der Position finanzielle Vermögenswerte in der Bilanz, die positiv zum EBITDA beitragen und stabile Dividenden bieten. Das wichtigste einzelne Asset ist hier die 25,1%-Beteiligung am Containerterminal Altenwerder (CTA) im Hafen Hamburg, dem wichtigsten Hafen für Hapag-Lloyd in Europa (HHLA hält die übrigen 74,9%). Nutzen Hapag-Lloyd und seine Mitbetreiber mindestens 60% von CTAs Kapazität, erhält Hapag-Lloyd 50% von CTAs Gewinn. Als drittgrößter Containerhafen in Europa (basierend auf dem Umschlag in H1/2015; hinter Rotterdam und Antwerpen), ist Hamburg ein Tor zu den Wachstumsmärkten in Osteuropa. Abgesehen von CTA ist Hapag-Lloyd im Gegensatz zu anderen Containerschiffahrtsunternehmen (z.B. Maersk) an keinen weiteren Terminal-Aktivitäten beteiligt.

Hapag-Lloyd ist wie andere führende Containerschiffahrtlinien Mitglied in einer Allianz (derzeit: G6; ab April 2017 und vorbehaltlich der regulatorischen Genehmigung: „THE Alliance“). Mitglieder können ein umfassendes Streckennetz mit speziellen Handelsrouten anbieten, indem sie die Kapazitäten teilen. Abgesehen von seiner Mitgliedschaft in der G6 kooperiert das Unternehmen auch mit verschiedenen Containerlinien auf anderen Handelsrouten.

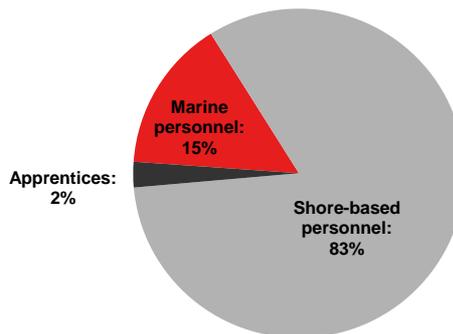
Hapag-Lloyd ist eine bekannte Marke in der Schifffahrtsindustrie, die Qualität und Zuverlässigkeit symbolisiert. Das Unternehmen erwartet ein profitables Wachstum, das mindestens im Rahmen des globalen Containerschiffahrtmarktes liegt, indem es seine Flotte erweitert und modernisiert. Sein überragendes IT-System garantiert eine bessere Kapazitätsauslastung auf der nicht dominierenden Strecke einer Handelsroute. Darüber hinaus antizipiert das Unternehmen ein Wachstum in profitablen Nischen (z.B. Reefer).

Vor der Fusion mit CSAVs Containerschiffahrtsaktivitäten hat sich Hapag-Lloyd in erster Linie auf die Handelsrouten Ost-West konzentriert, war jedoch aufgrund eines ausgewogenen Routen-Mix bereits relativ unabhängig von der Entwicklung einer einzelnen Route. Nach dem Zusammenschluss mit CSAVs Containerschiffahrtsaktivitäten ist der Routenmix noch ausgewogener, da CSAV überwiegend auf Nord-Süd-Routen und insbesondere Lateinamerika fokussiert war.

Geschäftsmodell

Hapag-Lloyds Dienstleistungen decken die gesamte Transportkette ab, jedoch mit einer Fokussierung auf den „Ocean Leg“. Die Logistikkette besteht aus der Lieferung des Containers zur Fabrik, dem Transport des beladenen Containers zum Hafen, dem Versand am Hafen, dem Seeverkehr, der Anlieferung am Hafen, dem Inlandtransport zum Empfänger und der Rücksendung des leeren Containers. Reedereien sind manchmal nur verantwortlich für den Seeverkehr der Auslieferung, wobei Kunden oder Drittanbieter den Inlandtransport durchführen. Hapag-Lloyd bietet, wie die meisten anderen Reedereien, sowohl den Transport auf dem Seeweg, als auch von Tür-zu-Tür an, definiert jedoch den „Ocean Leg“ der Transportkette als größte Fokus seiner Dienste. Hapag-Lloyd beschäftigt ~9.400 Mitarbeiter, davon arbeitet lediglich ein Bruchteil auf See.

Mitarbeiterverteilung Q1/16



Quellen: Hapag-Lloyd, Warburg Research

Hapag-Lloyd betreibt von seinem Hauptquartier in Hamburg aus eine dezentralisierte Organisation, basierend auf den vier Regionen Asien, Europa, Nordamerika und Südamerika, wobei jede Region in Gebiete aufgeteilt ist. Die Region Europa, mit Sitz in Hamburg, ist zuständig für elf Gebiete einschließlich Afrika. Die Region Nordamerika befindet sich in Piscataway, U.S.A. und ist zuständig für sechs Gebiete inklusive einem für US Flag. Die Region Südamerika mit Sitz in Valparaiso, Chile, ist zuständig für sechs Gebiete und die Region Asien mit Sitz in Singapur betreibt neun Gebiete, von denen zwei auf China entfallen. Sämtliche Büros haben den gleichen integrierten organisatorischen und Workflow-Standard im Rahmen von Hapag-Lloyds Blueprint-Organisation. Dazu gehören die Geschäftsfunktionen Vertrieb, Kundendienst, Betrieb und Verwaltung. In der Firmenzentrale in Hamburg betreibt Hapag-Lloyd die zentralen Funktionen für das Handelsmanagement, das Netzwerk, den Betrieb und den globalen Vertrieb, die mit den Regionen interagieren.

Saisonale Muster

Die Containerschiffahrtsbranche ist einer starken Saisonalität mit einem relativ schwachen Q1 und Q4 und einem normalerweise deutlich stärkeren Q2 und Q3 ausgesetzt. Während der Nebensaison ist eine Kapazitätsauslastung von 75-80% in Verbindung mit niedrigen Frachtraten relativ normal. Diese verbessert sich deutlich während der Hochsaison (April – November), wenn die Container-Reedereien häufig Peak Season-Zuschläge einfordern. Q3 ist normalerweise das stärkste Quartal.

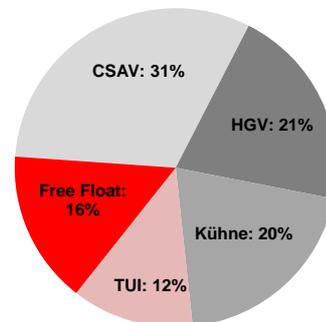
Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur könnte sich im Zuge des UASC-Deals ändern

CSAV ist der größte Aktionär des Unternehmens mit einer Beteiligung von derzeit ~31%. Die Beteiligung stammt aus der Fusion Ende 2014, die mittels einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen durchgeführt wurde. HGV, das Investmentvehikel der Freien und Hansestadt Hamburg, hält eine Beteiligung von ~21%. Der drittgrößte Aktionär ist mit ~20% Klaus Michael Kühne. Er ist auch der Mehrheitseigentümer der globalen Spedition Kühne & Nagel und am Waggonvermieter VTG beteiligt. Diese Investitionen betrachten wir jedoch als vollkommen unabhängig und sind auch nicht für eine Fusion in jeglicher Form geplant. CSAV, HGV und Kühne haben Ende 2014 ihre Stimmrechte auf insgesamt 51% gebündelt (vor Börsengang) mit einer vereinbarten Haltefrist von 10 Jahren. Unserer Ansicht nach ist das ein deutliches Zeichen für die langfristige Verpflichtung der Aktionäre. Es wurde nicht bekannt gegeben, ob es eine Anpassung der Pooling-Vereinbarung nach dem Börsengang gegeben hat, um den Verwässerungseffekt auszugleichen. Das ehemalige Mutterunternehmen TUI hält weiterhin eine Beteiligung von ~12%. Wir gehen davon aus, dass der Reiseveranstalter bei einer günstigen Gelegenheit komplett aussteigen wird. Der Freefloat liegt derzeit bei >15%.

Hapag-Lloyds Aktionärsstruktur könnte sich im Zuge des UASC-Deals ändern. Geht man erneut von einer Fusion gegen Sacheinlagen (wie es bei der Fusion mit CSAV der Fall war) zu der Gewichtung 72/28 aus, könnte der Freefloat des Unternehmens auf ~11% fallen.

Aktuelle Aktionärsstruktur



Quellen: Hapag-Lloyd, Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	8.229	8.605	9.052	9.460	9.859	10.248	10.624	10.984	11.325	11.646	11.944	12.216	12.460	
Umsatzwachstum	-6,9 %	4,6 %	5,2 %	4,5 %	4,2 %	3,9 %	3,7 %	3,4 %	3,1 %	2,8 %	2,6 %	2,3 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	382	470	560	581	589	595	598	598	595	589	579	565	548	
EBIT-Marge	4,6 %	5,5 %	6,2 %	6,1 %	6,0 %	5,8 %	5,6 %	5,4 %	5,3 %	5,1 %	4,8 %	4,6 %	4,4 %	
Steuerquote (EBT)	13,6 %	8,0 %	5,0 %	5,1 %	5,5 %	6,0 %	6,4 %	6,8 %	7,3 %	7,7 %	8,1 %	8,6 %	9,0 %	
NOPAT	330	432	532	551	557	560	560	557	552	543	532	517	499	
Abschreibungen	469	468	467	460	477	493	510	527	544	560	577	594	611	
Abschreibungsquote	5,7 %	5,4 %	5,2 %	4,9 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,9 %	4,9 %	
Veränd. Rückstellungen	-53	-14	-14	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	34	-21	-24	-16	2	5	7	10	12	14	17	19	21	
- Investitionen	432	441	437	461	479	496	514	532	549	567	584	602	620	
Investitionsquote	5,3 %	5,1 %	4,8 %	4,9 %	4,9 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,8 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	5,0 %	
Sonstiges	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	277	464	571	548	535	534	531	525	516	505	490	472	451	477
Barwert FCF	269	419	481	429	390	363	336	309	283	258	233	209	186	3.634
Anteil der Barwerte	14,99 %			38,41 %										46,60 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	48,90 %	Finanzielle Stabilität	1,30
FK-Zins (nach Steuern)	5,0 %	Liquidität (Aktie)	1,60
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,60
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,00
WACC	7,40 %	Beta	1,50

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2028e	4.164		
Terminal Value	3.634		
Zinstr. Verbindlichkeiten	3.907		
Pensionsrückstellungen	192		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	574	Aktienzahl (Mio.)	118,1
Eigenkapitalwert	4.273	Wert je Aktie (EUR)	36,18

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge								
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp		
1,86	8,4 %	24,35	25,10	25,91	26,78	27,72	28,74	29,85	1,86	8,4 %	8,82	14,80	20,79	26,78	32,76	38,75	44,74
1,68	7,9 %	28,09	29,01	30,01	31,09	32,26	33,55	34,96	1,68	7,9 %	11,62	18,11	24,60	31,09	37,58	44,06	50,55
1,59	7,7 %	30,18	31,20	32,31	33,52	34,84	36,29	37,89	1,59	7,7 %	13,21	19,98	26,75	33,52	40,29	47,07	53,84
1,50	7,4 %	32,43	33,57	34,82	36,18	37,67	39,31	41,14	1,50	7,4 %	14,93	22,01	29,09	36,18	43,26	50,34	57,42
1,41	7,2 %	34,86	36,14	37,55	39,08	40,78	42,65	44,74	1,41	7,2 %	16,82	24,24	31,66	39,08	46,50	53,92	61,35
1,32	6,9 %	37,51	38,95	40,53	42,28	44,21	46,36	48,77	1,32	6,9 %	18,89	26,69	34,48	42,28	50,07	57,87	65,67
1,14	6,4 %	43,56	45,41	47,46	49,74	52,29	55,17	58,44	1,14	6,4 %	23,72	32,39	41,06	49,74	58,41	67,08	75,76

- Höchste EBITDA-Marge für 2018 modelliert, unsere EBIT(DA)-Prognosen beinhalten das Beteiligungsergebnis
- Für die Folgejahre schätzen wir eine nachlassende Umsatzdynamik sowie einen graduellen Rückgang der EBITDA-Marge auf ~9%
- Hohes Beta reflektiert die negativen Eigenschaften der Containerschiffahrtsindustrie (Zyklizität, Fixkostenintensität)
- Fremdkapitalkosten bei 5,5% (vor Steuern) festgelegt, was der durchschnittlichen Zinslast des Unternehmens entspricht

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-128	-97	-604	114	159	256	365	
+ Abschreibung + Amortisation	332	325	482	465	469	468	467	
- Zinsergebnis (netto)	-127	-154	-210	-227	-198	-191	-176	
- Erhaltungsinvestitionen	315	309	458	441	445	445	444	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
= Free Cash Flow Potential	15	72	-370	364	380	471	565	
Free Cash Flow Yield Potential	n/a	n/a	n/a	6,4 %	6,8 %	8,8 %	11,2 %	
WACC	7,40 %	7,40 %	7,40 %	7,40 %	7,40 %	7,40 %	7,40 %	
= Enterprise Value (EV)	n.a.	n.a.	n.a.	5.735	5.633	5.373	5.055	
= Fair Enterprise Value	205	979	n.a.	4.923	5.137	6.360	7.626	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	3.334	3.334	3.334	3.334	3.242	2.986	2.636	
- Pensionsverbindlichkeiten	192	192	192	192	186	181	175	
- Sonstige	0	0	0	0	0	0	0	
- Marktwert Anteile Dritter	35	35	35	35	33	34	36	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0	
= Faire Marktkapitalisierung	n.a.	n.a.	n.a.	1.363	1.677	3.159	4.780	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	118	118	118	118	118	118	118	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	11,54	14,19	26,75	40,47	
Premium (-) / Discount (+) in %					-22,8 %	45,4 %	116,5 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	10,40 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,65	11,22	21,85
	9,40 %	n.a.	n.a.	n.a.	2,67	4,94	15,29	26,74
	8,40 %	n.a.	n.a.	n.a.	6,58	9,02	20,34	32,79
WACC	7,40 %	n.a.	n.a.	n.a.	11,54	14,19	26,75	40,47
	6,40 %	n.a.	n.a.	n.a.	18,05	20,99	35,16	50,55
	5,40 %	n.a.	n.a.	n.a.	26,97	30,30	46,68	64,37
	4,40 %	n.a.	n.a.	n.a.	39,94	43,83	63,44	84,47

- Erhaltungsinvestitionen bei 5% unter den Abschreibungen festgelegt
- Die Steuerpflicht richtet sich in erster Linie nach der Tonnage -> kein Tax Shield auf den Nettozinsaufwand angewendet.
- Marktwert der Minderheiten = Multiplikator von 13x angewendet

Wertermittlung

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
KBV	n.a.	n.a.	n.a.	0,4 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	27,24	26,01	21,53	19,19	17,77	20,18	23,27
EV / Umsatz	n.a.	n.a.	n.a.	0,6 x	0,7 x	0,6 x	0,6 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	6,9 x	6,6 x	5,7 x	4,9 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	15,7 x	14,8 x	11,4 x	9,0 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	15,7 x	14,8 x	11,4 x	9,0 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	34,8 x	8,2 x	5,8 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	19,5 x	13,9 x	8,6 x	6,1 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	19,5 x	13,9 x	8,6 x	6,1 x
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,8 %	2,9 %	4,1 %
Free Cash Flow Yield Potential	n.a.	n.a.	n.a.	6,4 %	6,8 %	8,8 %	11,2 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Transport Volumen (TTEU)	5.255	5.496	5.907	7.401	7.560	7.786	8.059
Durchschnittliche Frachtrate (USD / TEU)	1.581	1.482	1.427	1.225	1.118	1.136	1.157

GuV

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	6.844	6.567	6.808	8.842	8.229	8.605	9.052
Veränd. Umsatz yoy	12,1 %	-4,0 %	3,7 %	29,9 %	-6,9 %	4,6 %	5,2 %
Materialaufwand	6.182	5.773	6.060	7.259	6.587	6.866	7.194
Personalaufwendungen	360	365	403	484	503	500	515
Sonstige betriebliche Erträge	265	156	117	194	121	125	130
Sonstige betriebliche Aufwendungen	267	252	393	518	439	456	477
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	35	55	31	56	29	31	32
EBITDA	335	389	99	831	851	938	1.028
Marge	4,9 %	5,9 %	1,5 %	9,4 %	10,3 %	10,9 %	11,4 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	264	261	431	465	393	395	397
EBITA	70	128	-332	366	458	543	631
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	68	63	51	0	76	73	70
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	3	64	-383	366	382	470	560
Marge	0,0 %	1,0 %	-5,6 %	4,1 %	4,6 %	5,5 %	6,2 %
Zinserträge	7	6	7	6	5	5	5
Zinsaufwendungen	134	159	217	233	203	197	181
Sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0
EBT	-124	-90	-593	139	184	278	384
Marge	-1,8 %	-1,4 %	-8,7 %	1,6 %	2,2 %	3,2 %	4,2 %
Steuern gesamt	4	8	11	25	25	22	19
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-128	-97	-604	114	159	256	365
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-128	-97	-604	114	159	256	365
Minderheitenanteile	1	1	1	2	3	3	3
Nettoergebnis	-129	-98	-605	112	157	254	362
Marge	-1,9 %	-1,5 %	-8,9 %	1,3 %	1,9 %	2,9 %	4,0 %

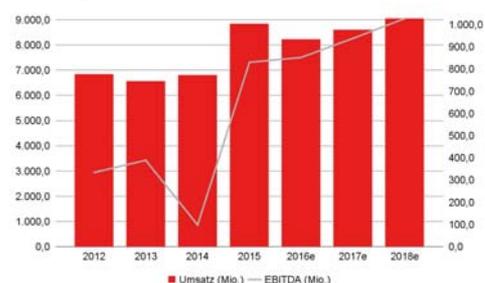
*Adjustiert um:

Guidance: Moderater EBITDA-Anstieg, deutlicher EBIT-Anstieg

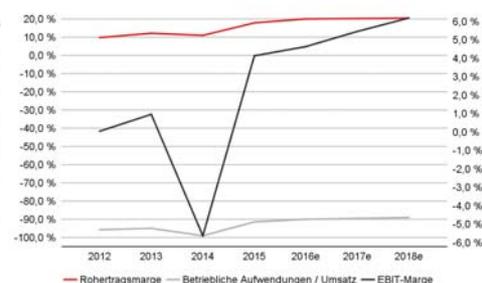
Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	-95,6 %	-94,9 %	-99,0 %	-91,2 %	-90,0 %	-89,5 %	-89,0 %
Operating Leverage	-8,0 x	-603,8 x	n.a.	n.a.	-0,6 x	5,0 x	3,7 x
EBITDA / Interest expenses	2,5 x	2,4 x	0,5 x	3,6 x	4,2 x	4,8 x	5,7 x
Steuerquote (EBT)	-3,1 %	-8,3 %	-1,9 %	18,1 %	13,6 %	8,0 %	5,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	24,6 %	24,7 %	24,8 %
Umsatz je Mitarbeiter	984.705	938.066	646.916	938.919	882.686	913.819	951.844

Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



Operative Performance in %



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

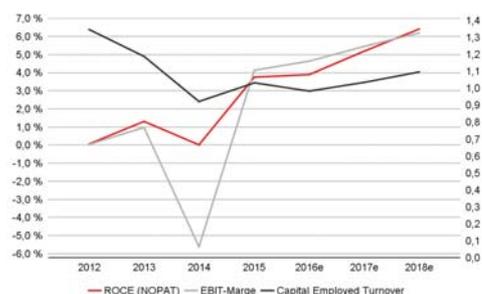
Bilanz

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1.313	1.194	2.685	2.987	2.831	2.761	2.695
davon übrige imm. VG	620	530	1.310	1.376	1.265	1.196	1.129
davon Geschäfts- oder Firmenwert	694	665	1.376	1.611	1.566	1.566	1.566
Sachanlagen	3.786	4.068	5.176	6.144	6.007	6.050	6.086
Finanzanlagen	330	333	385	327	317	317	317
Sonstiges langfristiges Vermögen	73	95	57	57	58	59	59
Anlagevermögen	5.502	5.690	8.303	9.514	9.213	9.187	9.157
Vorräte	178	169	152	94	88	92	96
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	450	473	716	716	666	697	733
Liquide Mittel	561	465	711	574	555	565	519
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	161	153	226	181	184	187	189
Umlaufvermögen	1.349	1.260	1.805	1.565	1.493	1.540	1.538
Bilanzsumme (Aktiva)	6.851	6.950	10.108	11.079	10.706	10.727	10.695
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	66	66	105	118	118	118	118
Kapitalrücklage	3.270	935	1.652	1.263	1.263	1.263	1.263
Gewinnrücklagen	-223	1.911	2.408	3.657	3.549	3.763	4.062
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0	0	0	0	0	0	0
Buchwert	3.113	2.912	4.164	5.038	4.930	5.144	5.443
Anteile Dritter	1	3	5	8	10	13	16
Eigenkapital	3.114	2.915	4.170	5.046	4.940	5.157	5.459
Rückstellungen gesamt	363	280	807	622	568	555	541
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	156	147	215	192	186	181	175
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	2.372	2.935	3.717	3.907	3.797	3.551	3.155
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	323	475	408	610	496	746	574
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	886	700	1.233	1.294	1.204	1.259	1.325
Sonstige Verbindlichkeiten	117	120	182	210	196	205	215
Verbindlichkeiten	3.737	4.035	5.939	6.033	5.766	5.570	5.236
Bilanzsumme (Passiva)	6.851	6.950	10.108	11.079	10.706	10.727	10.695

Kennzahlen

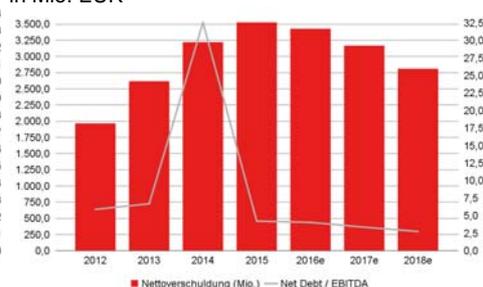
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	1,9 x	1,6 x	1,4 x	1,6 x	1,5 x	1,5 x	1,6 x
Capital Employed Turnover	1,3 x	1,2 x	0,9 x	1,0 x	1,0 x	1,0 x	1,1 x
ROA	-2,3 %	-1,7 %	-7,3 %	1,2 %	1,7 %	2,8 %	4,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	0,1 %	1,3 %	n.a.	3,8 %	3,9 %	5,2 %	6,4 %
ROE	-3,9 %	-3,3 %	-17,1 %	2,4 %	3,1 %	5,0 %	6,8 %
Adj. ROE	-3,9 %	-3,3 %	-17,1 %	2,4 %	3,1 %	5,0 %	6,8 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	1.967	2.617	3.221	3.525	3.428	3.166	2.811
Nettofinanzverschuldung	1.811	2.470	3.006	3.334	3.242	2.986	2.636
Net Gearing	63,2 %	89,8 %	77,2 %	69,9 %	69,4 %	61,4 %	51,5 %
Net Fin. Debt / EBITDA	541,4 %	634,8 %	3039,1 %	401,2 %	381,1 %	318,4 %	256,5 %

Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung

in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

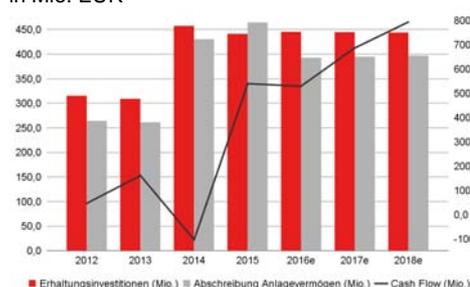
Cash flow

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-129	-98	-605	112	157	254	362
Abschreibung Anlagevermögen	264	261	431	465	393	395	397
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	68	63	51	0	76	73	70
Veränderung langfristige Rückstellungen	24	-55	231	-85	-4	-4	-4
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-180	-10	-211	48	-94	-33	-32
Cash Flow	47	161	-103	539	528	686	794
Veränderung Vorräte	30	9	17	58	7	-4	-5
Veränderung Forderungen aus L+L	-30	-24	-243	0	50	-30	-36
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	95	-186	533	61	-90	55	66
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-114	-77	-9	-299	0	0	0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-19	-278	298	-180	-34	21	24
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	28	-117	195	359	495	706	818
Investitionen in iAV	0	0	0	0	0	0	0
Investitionen in Sachanlagen	-527	-665	-341	-724	-432	-441	-437
Zugänge aus Akquisitionen	0	0	44	0	0	0	0
Finanzanlageninvestitionen	29	54	34	39	29	31	32
Erlöse aus Anlageabgängen	225	66	5	79	0	0	0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-273	-545	-258	-607	-403	-411	-405
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	475	563	782	-173	-110	-246	-396
Dividende Vorjahr	0	-1	-1	-2	0	-39	-63
Erwerb eigener Aktien	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	-137	0	307	260	0	0	0
Sonstiges	-195	24	-825	-48	0	0	0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	144	586	264	36	-110	-285	-459
Veränderung liquide Mittel	-100	-75	201	-212	-19	10	-46
Effekte aus Wechselkursänderungen	-11	-21	45	74	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	561	465	711	574	555	565	519

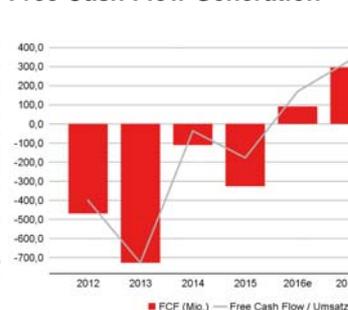
Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitalfluss							
FCF	-469	-727	-111	-327	92	295	413
Free Cash Flow / Umsatz	-7,3 %	-11,9 %	-2,1 %	-4,1 %	0,8 %	3,1 %	4,2 %
Free Cash Flow Potential	15	72	-370	364	380	471	565
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	386,4 %	794,7 %	24,0 %	-327,5 %	39,9 %	104,5 %	105,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,1 %	1,1 %	1,2 %	0,9 %	0,9 %	1,0 %	1,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	6,3 %	6,0 %	6,5 %	6,1 %	5,3 %	5,3 %	5,4 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	7,7 %	10,1 %	5,0 %	8,2 %	5,3 %	5,1 %	4,8 %
Maint. Capex / Umsatz	4,6 %	4,7 %	6,7 %	5,0 %	5,4 %	5,2 %	4,9 %
CAPEX / Abschreibungen	158,6 %	204,2 %	70,7 %	155,9 %	92,2 %	94,2 %	93,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-3,1 %	-2,4 %	-3,1 %	-4,8 %	-5,7 %	-5,4 %	-5,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	50,7 %	67,6 %	58,1 %	55,3 %	55,3 %	55,3 %	55,3 %
Vorratsumschlag	34,7 x	34,2 x	39,8 x	77,1 x	75,2 x	75,0 x	74,7 x
Receivables collection period (Tage)	24	26	38	30	30	30	30
Payables payment period (Tage)	52	44	74	65	67	67	67
Cash conversion cycle (Tage)	-41	-33	-64	-60	-61	-62	-62

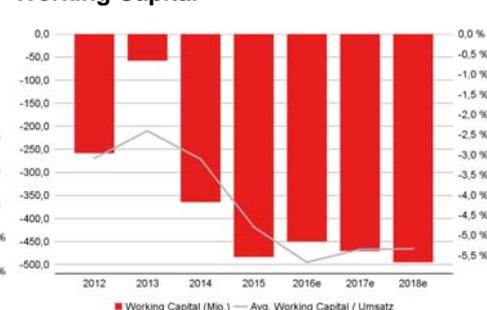
Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Hapag-Lloyd	4	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000HLA475.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	Kaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	Halten:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	Verkaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	Empfehlung ausgesetzt:	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	117	63
Halten	62	34
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	185	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	22	73
Halten	7	23
Verkaufen	1	3
Empf. ausgesetzt	0	0
Gesamt	30	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [HAPAG-LLOYD] AM [22.06.2016]



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Roland Rapelius +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

Henner Rüschemeyer +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Harald Hof +49 40 309537-125
Medtech hhof@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

J. Moritz Rieser +49 40 309537-260
Real Estate mrieser@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Björn Voss +49 40 309537-254
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

Alexander Wahl +49 40 309537-230
Other awahl@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Holger Nass +49 40 3282-2669
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Paul Dontenwill +49 40 3282-2666
USA pdontenwill@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Marie-Therese Grübner +49 40 3282-2630
France, Switzerland mgruebner@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Germany mniemann@mmwarburg.com

Fabian Roggemann +49 40 3282-2667
USA froggemann@mmwarburg.com

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

Juliane Willenbruch +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3262-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3262-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com
Reuters www.knowledge.reuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com