

ÜBERTRAGUNGSBERICHT

20. APRIL 2026

Bericht der

Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE

als Hauptaktionärin der

Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft

über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der
Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft

auf die

Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE

sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 des Aktiengesetzes



INHALTSVERZEICHNIS

Abschnitt	Seite
1. Einleitung.....	1
2. Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft und HHLA-Gruppe	2
3. Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE als Hauptaktionärin	7
4. Hintergründe des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre	9
5. Voraussetzungen für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre	9
6. Auswirkungen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre	14
7. Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung	19
8. Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung	21

ANLAGENVERZEICHNIS

Anlage

Depotbestätigung der Commerzbank Aktiengesellschaft vom 20. April 2026	23
Übersicht der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE-Gesellschafterstruktur.....	24
Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust	25
Übertragungsverlangen (Schreiben der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE vom 5. Januar 2026 an den Vorstand der Gesellschaft).....	26
Gewährleistungserklärung der Commerzbank Aktiengesellschaft vom 15. April 2026.....	27
Aufstellung des Anteilsbesitzes der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft	28
BaFin Schreiben zum 3M-VWAP	29



DEFINITIONSVERZEICHNIS

A			
A-Aktien	1	HHLA-Gruppe	1
ADKL	2	M	
AktG	1	Minderheitsaktionäre	1
B		MSC	8
Bewertungsstichtag	20	MSC Holding	9
C		P	
Clearstream	15	PoH	1
Commerzbank	2	S	
F		Sachverständiger Prüfer	2
FHH	8	S-Aktien	1
G		SAS	8
Gesellschaft	1	SAS SA	8
H		Satzung	3
Hauptaktionärin	1	Squeeze-out	1
HGV	8	V	
HHLA	1	ValueTrust	1
HHLA-Aktien	1	ValueTrust-Gutachten	1



ÜBERTRAGUNGSBERICHT

1. EINLEITUNG

Gemäß § 327a Aktiengesetz („AktG“) kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien in Höhe von 95% des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre („Minderheitsaktionäre“) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (sog. Ausschluss von Minderheitsaktionären oder aktienrechtlicher Squeeze-out).

Die Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft, eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 1902 („Gesellschaft“ oder „HHLA“, zusammen mit ihren direkten und indirekten Tochtergesellschaften die „HHLA-Gruppe“) hat ein Grundkapital von EUR 75.219.438,00, das in 75.219.438 auf den Namen lautende, nennwertlose Stückaktien mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von je EUR 1,00 („HHLA-Aktien“) in Form von 72.514.938 A-Aktien der Aktiengattung A („A-Aktien“) und 2.704.500 S-Aktien der Aktiengattung S („S-Aktien“) eingeteilt ist.

Die Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE, eine nach deutschem Recht gegründete Europäische Gesellschaft (*Societas Europaea*) mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter der Registernummer HRB 183205 („PoH“ oder „Hauptaktionärin“), ist zum heutigen Tag unmittelbar und mit insgesamt 71.460.539 nennwertlosen Stückaktien in Form von 68.756.039 A-Aktien und 2.704.500 S-Aktien an der HHLA beteiligt. Die Beteiligung der PoH kann dem in Anlage 1 beigefügten Nachweis nachvollzogen werden. In der als Anlage 2 beigefügten Übersicht findet sich die Gesellschafterstruktur der PoH.

Die Beteiligung der PoH entspricht daher gerundet 95,003% des Grundkapitals der HHLA. Die PoH hält folglich mehr als 95% des Grundkapitals der HHLA. Die PoH ist damit Hauptaktionärin der HHLA im Sinne des § 327a Abs. 1 AktG. Die Minderheitsaktionäre halten insgesamt 3.758.899 A-Aktien; dies entspricht ca. 4,997% des Grundkapitals der HHLA.

In ihrer Eigenschaft als Hauptaktionärin hat sich die PoH dazu entschlossen, von der rechtlichen Möglichkeit zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG („Squeeze-out“) Gebrauch zu machen.

Mit Schreiben vom 5. Januar 2026 hat die PoH das (erste) Verlangen im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, über die Übertragung der HHLA-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die PoH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung in einer nach Zugang eines (zweiten) konkretisierenden Squeeze-Out Verlangens noch einzuberufenden Hauptversammlung beschließen zu lassen. Die Gesellschaft hat den Erhalt dieses (ersten) Verlangens mit einer Ad-hoc-Mitteilung vom 5. Januar 2026 bekannt gemacht.

Nach Festlegung der Höhe der Barabfindung auf Grundlage der von ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, Theresienstraße 1, 80333 München („ValueTrust“), erstellten gutachtlichen Stellungnahme zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der HHLA-Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG plant die PoH am 21. April 2026 ein (zweites) konkretisiertes Verlangen im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG unter Angabe der von ihr festgelegten Barabfindung in Höhe von EUR 21,16 je A-Aktie und in Höhe von EUR 40,31 je S-Aktie an die Gesellschaft zu übermitteln. Die gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung ist diesem Übertragungsbericht als Anlage 3 („ValueTrust-Gutachten“) und die Kopie des ersten Übertragungsverlangens ist diesem Übertragungsbericht als Anlage 4 beigefügt.

Das Landgericht Hamburg hat auf Antrag der PoH vom 9. Januar 2026 mit Beschluss vom 13. Januar 2026 (Az.: 404 HKO 3/26) ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Breite Straße 29-31, 40213 Düsseldorf („ADKL“ oder „Sachverständiger Prüfer“) als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt. Der Sachverständige Prüfer hat die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG geprüft und hierüber einen gesonderten schriftlichen Prüfungsbericht erstattet.

Der Prüfungsbericht wird gemäß § 327c Abs. 3 Nr. 4 i.V.m. § 327c Abs. 5 AktG ab dem Tag der Einberufung der Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließt, auf der Internetseite der Gesellschaft zugänglich gemacht (siehe dazu unter Ziffer 5.8).

Die PoH hat eine Erklärung der Commerzbank Aktiengesellschaft („Commerzbank“) im Sinne des § 327b Abs. 3 AktG vom 15. April 2026 erhalten, mit der die Commerzbank die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der PoH als Hauptaktionärin der Gesellschaft übernommen hat, den Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung zu zahlen. Diese Gewährleistungserklärung ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 5** beigefügt. In Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorschriften wird diese Gewährleistungserklärung dem Vorstand der Gesellschaft voraussichtlich am 21. April 2026, und damit vor der Einberufung der ordentlichen Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließen soll, übermittelt.

Auf der voraussichtlich auf den 11. Juni 2026 noch einzuberufenden ordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft soll der Beschluss zur Übertragung der HHLA-Aktien der Minderheitsaktionäre gefasst werden. Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft wird mit Eintragung dieses Beschlusses in das Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg wirksam. Die Minderheitsaktionäre erhalten eine angemessene Barabfindung, die von der PoH unter anderem auf Grundlage des ValueTrust-Gutachtens festgelegt wurde. Die PoH macht sich die Ausführungen und das Ergebnis des ValueTrust-Gutachtens, das integraler Bestandteil dieses Übertragungsberichts ist, inhaltlich in vollem Umfang zu eigen.

Die PoH erstattet den vorliegenden schriftlichen Bericht i.S.v. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG, in dem die Minderheitsaktionäre über die Voraussetzungen für die Übertragung ihrer HHLA-Aktien informiert werden und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet wird.

2. HAMBURGER HAFEN UND LOGISTIK AKTIENGESELLSCHAFT UND HHLA-GRUPPE

2.1 Unternehmensgeschichte

Die Gesellschaft ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, die als integrierter Hafen- und Logistikkonzern tätig ist. Schwerpunkte sind der Containerumschlag in Hamburg, intermodale Transport- und Logistikdienstleistungen in Europa sowie hafennahe Logistikdienstleistungen.

Die HHLA-Gruppe betreibt Containerterminals im Hamburger Hafen (u.a. am Burchardkai, in Altenwerder und am Tollerort) sowie Logistik- und Intermodalaktivitäten in mehreren europäischen Ländern. Über die Intermodalgesellschaften – insbesondere METRANS – ist die HHLA mit einem eigenen Bahn- und Terminalnetz in Mittel- und Osteuropa präsent. Die Wurzeln des Unternehmens reichen zurück bis ins 19. Jahrhundert.

2.2 Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand der Gesellschaft

Die Gesellschaft ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 1902, mit Geschäftsanschrift Bei St. Annen 1, 20457 Hamburg.

Die aktuelle Fassung der Satzung der Gesellschaft datiert auf Dezember 2025 („Satzung“).

Das Geschäftsjahr ist gemäß § 24 der Satzung das Kalenderjahr.

§ 2 der Satzung definiert den Unternehmensgegenstand der Gesellschaft wie folgt:

(1) Gegenstand des Unternehmens ist zuvorderst die Leitung von und die Beteiligung an Unternehmen, die sich mit Geschäften und der Erbringung von Leistungen in den Bereichen Transport und Logistik befassen, insbesondere in den Geschäftsfeldern Seehafenverkehrswirtschaft und Hinterlandverkehre, sowie der Erwerb, das Halten, die Veräußerung, die Vermietung, die Verwaltung und die Entwicklung von Immobilien, insbesondere die Immobilien der Hamburger Speicherstadt und am Hamburger Fischmarkt. Die Gesellschaft ist zur Unterstützung des in Satz 1 beschriebenen Kerngeschäfts außerdem berechtigt, in diesen und in den Bereichen additive Fertigung und Informationstechnologie sowie jeweils damit zusammenhängenden Bereichen Dienstleistungen, Entwicklung und Fertigung von Produkten, Systemen, Anlagen und Lösungen (einschließlich Software) sowie damit verbundene Anwendungen anzubieten und zu erbringen. Die Gesellschaft ist ferner berechtigt, alle mit dem Gegenstand des Unternehmens im Zusammenhang stehenden Hilfs- und Nebengeschäfte durchzuführen.

(2) Die Gesellschaft ist berechtigt, in sämtlichen in Absatz 1 genannten Bereichen auch selbst operativ tätig zu werden, in diesen Bereichen, auch in Verwaltung eigenen Vermögens, im In- und Ausland Unternehmen zu gründen, zu erwerben, sich an solchen allein oder gemeinsam mit Dritten zu beteiligen und solche Unternehmen ganz oder teilweise zu veräußern, Kooperationsverträge mit Dritten abzuschließen sowie Teile ihres Geschäftsbetriebes auf Unternehmen, an denen sie beteiligt ist, auszugliedern. Die Gesellschaft kann sich bei Unternehmen, an denen sie beteiligt ist, auf die Verwaltung der Beteiligung beschränken.

(3) Der Teil des Unternehmens, der sich mit dem Erwerb, dem Halten, der Veräußerung, der Vermietung, der Verwaltung und der Entwicklung von nicht hafenumschlagspezifischen Immobilien, insbesondere der Immobilien der Hamburger Speicherstadt und am Hamburger Fischmarkt befasst (Teilkonzern Immobilien), wird in § 31 der Satzung spezifiziert und in dieser Satzung als „S-Sparte“ bezeichnet. Sämtliche übrigen Teile des Unternehmens (Teilkonzern Hafenlogistik) werden in dieser Satzung als „A-Sparte“ bezeichnet. Die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft und ihrer Tochterunternehmen in der S-Sparte erfolgt unter besonderer Berücksichtigung von Belangen der Stadtentwicklung, des Tourismus und des Denkmalschutzes.

2.3 Verwaltungsorgane und Vertretung

(a) Vorstand

Der Vorstand der Gesellschaft besteht gemäß § 8 der Satzung aus zwei oder mehr Personen. Die Bestellung von stellvertretenden Vorstandsmitgliedern ist zulässig. Gemäß § 11 Abs. 2 Satz 1 der Satzung obliegt dem Aufsichtsrat die Festsetzung der Zahl der ordentlichen und stellvertretenden Vorstandsmitglieder.

Gegenwärtig besteht der Vorstand aus vier Mitgliedern:

- (i) Jeroen Eijnsink, Vorsitzender des Vorstands (CEO);
- (ii) Jens Hansen;
- (iii) Torben Seebold; und



- (iv) Annette Geiß.

Gegenwärtig sind keine stellvertretenden Vorstandsmitglieder bestellt.

Die Gesellschaft wird nach § 9 Abs. 2 Satz 1 der Satzung durch zwei Vorstandsmitglieder gemeinschaftlich oder durch ein Vorstandsmitglied zusammen mit einem Prokuristen vertreten. Gemäß § 9 Abs. 2 Satz 2 der Satzung stehen stellvertretende Vorstandsmitglieder hinsichtlich der Vertretungsmacht ordentlichen Mitgliedern gleich. Sind mehrere Prokuristen bestellt, sind gemäß § 9 Abs. 3 der Satzung jeweils zwei gemeinschaftlich zur Vertretung befugt.

(b) **Aufsichtsrat**

Der Aufsichtsrat der Gesellschaft besteht gemäß § 10 Abs. 1 Satz 1 der Satzung aus je sechs Aufsichtsratsmitgliedern der Anteilseigner und der Arbeitnehmer. Die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder der Arbeitnehmer richtet sich gemäß § 10 Abs. 1 Satz 2 der Satzung nach dem Mitbestimmungsgesetz.

Dem Aufsichtsrat gehören gegenwärtig an:

- (i) Marcus Vitt, Vorsitzender des Aufsichtsrats;
- (ii) André Kretschmar, stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender;
- (iii) Kristin Berger;
- (iv) Dr. Andreas Dressel;
- (v) Hugues Favard;
- (vi) Alexander Grant;
- (vii) Holger Heinzel;
- (viii) Stefan Koop;
- (ix) Katharina Kriston;
- (x) Franziska Reisener;
- (xi) Søren Toft; und
- (xii) Maren Ulbrich.

2.4 Grundkapital, Aktien, Aktionärsstruktur der Gesellschaft und Börsennotierung

(a) **Grundkapital**

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 75.219.438,00 und ist in 75.219.438 auf den Namen lautende Stückaktien in Form von 72.514.938 A-Aktien und 2.704.500 S-Aktien (*Aktiengattungen*) mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00 je Aktie eingeteilt. Jede Aktie berechtigt zu einer Stimme.

(b) **Genehmigtes Kapital**

Der Vorstand der Gesellschaft ist gemäß § 3 Abs. 4 der Satzung ermächtigt, das Grundkapital der Gesellschaft mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis zum 15. Juni 2027 durch Ausgabe von bis zu

36.257.469 neuen, auf den Namen lautenden A-Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen einmalig oder mehrmals um bis zu EUR 36.257.469,00 zu erhöhen (*Genehmigtes Kapital I*); dabei ist das gesetzliche Bezugsrecht der Inhaber von S-Aktien ausgeschlossen und der Vorstand kann mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Bezugsrecht der Inhaber von A-Aktien in den in der Satzung vorgesehenen Fällen ausschließen, wobei Ausgaben unter Bezugsrechtsausschluss insgesamt auf 10 % des auf die A-Aktien entfallenden Grundkapitals begrenzt sind. Ferner ist der Vorstand gemäß § 3 Abs. 5 der Satzung ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der Gesellschaft bis zum 15. Juni 2027 durch Ausgabe von bis zu 1.352.250 neuen, auf den Namen lautenden S-Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen einmalig oder mehrmals um bis zu EUR 1.352.250,00 zu erhöhen (*Genehmigtes Kapital II*); dabei ist das gesetzliche Bezugsrecht der Inhaber von A-Aktien ausgeschlossen und der Vorstand kann mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Bezugsrecht der Inhaber von S-Aktien zum Ausgleich von Spitzenbeträgen ausschließen.

(c) **Aktionärsstruktur der Gesellschaft**

Die PoH hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts unmittelbar 71.460.539 HHLA-Aktien bzw. gerundet 95,003% des Grundkapitals an der Gesellschaft. Die Beteiligung der PoH kann anhand der als **Anlage 1** beigefügten Depotbestätigung nachvollzogen werden. Die übrigen HHLA-Aktien befinden sich im Streubesitz und werden damit von Minderheitsaktionären gehalten. Die Gesellschaft hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts keine eigenen Aktien.

(d) **Börsennotierung**

Die A-Aktien sind seit dem Jahr 2007 im Regulierten Markt in Frankfurt am Main (Prime Standard) und Hamburg zum Handel zugelassen; der Handel erfolgt u.a. über Xetra unter dem Kürzel HHFA (ISIN: DE000A0S8488). Die S-Aktien sind nicht börsennotiert.

2.5 **Struktur und Geschäftstätigkeit der HHLA-Gruppe**

(a) **Rechtliche Struktur und wesentliche Beteiligungen**

Die Gesellschaft ist die Muttergesellschaft der HHLA-Gruppe. Zur HHLA-Gruppe gehörten zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2025 insgesamt 74 in- und ausländische Tochtergesellschaften und Beteiligungen, davon 37 inländische und 37 ausländische. Die Gesellschaft steuert den Konzern als strategische Management-Holding und ist in die Teilkonzerne Hafenlogistik (A-Sparte; Beteiligung per A-Aktien) und Immobilien (S-Sparte; Beteiligung per S-Aktien) gegliedert.

Eine Aufstellung des Anteilsbesitzes der HHLA zum 31. Dezember 2025 findet sich im Konzernanhang des Geschäftsberichts 2025 (Textziffer 3 „Zusammensetzung des Konzerns“ und Textziffer 48 „Angaben über Beziehungen zu nahestehenden Unternehmen und Personen“ sowie die tabellarische Beteiligungsübersicht) und ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 6** beigefügt.

(b) **Geschäftstätigkeit der HHLA-Gruppe**

Der HHLA-Konzern erbringt mit seinem Teilkonzern Hafenlogistik als integrierter Anbieter von Containerumschlag, Transport- und Logistikleistungen Dienstleistungen entlang der logistischen Kette zwischen Überseehäfen und dem europäischen Hinterland. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt im Hamburger Hafen und dessen Hinterland. Der Teilkonzern Immobilien umfasst die nicht hafenumschlagspezifischen Immobilien der HHLA, insbesondere die Immobilien der Hamburger Speicherstadt und am Hamburger Fischmarkt, deren Entwicklung auch Zielen der Stadtentwicklung dient.

2.6 Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der HHLA-Gruppe

Nachfolgend wird ein Überblick über die wichtigsten Eckdaten zur Geschäftsentwicklung und Ertragslage des HHLA-Konzerns gemäß den geprüften Konzernabschlüssen für die Geschäftsjahre zum 31. Dezember 2025, 31. Dezember 2024 und 31. Dezember 2023 gegeben. Weitere Informationen hierzu finden sich in dem als **Anlage 3** beigefügten ValueTrust-Gutachten, auf das verwiesen wird.¹

(a) Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2025, 2024 und 2023

Finanzkennzahlen in TEUR	2025	2024	2023
Konzerngewinn/-verlust	31.685	56.402	42.372
Umsatzerlöse	1.756.189	1.598.270	1.446.771
Netto-Betriebsergebnis	160.455	134.270	109.400

Vermögens-/Kapitalstruktur in TEUR	2025	2024	2023
Bilanzsumme	3.474.572	3.283.977	3.010.172
Langfristiges Vermögen	2.894.685	2.628.178	2.491.599
Kurzfristiges Vermögen	579.887	655.799	518.573
Eigenkapital	837.184	823.765	807.302
Eigenkapitalquote in Prozent	24,1%	25,1%	26,8%
Langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	1.168.588	1.093.010	863.802
Kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	80.815	94.499	115.501

Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter	2025	2024	2023
Anzahl (Stichtagsbezogen)	7.269	6.906	6.789
Anzahl (Jahresdurchschnitt)	7.116	6.880	6.722

(b) Geschäftliche Entwicklung und Ertragslage der HHLA-Gruppe in den Geschäftsjahren 2024 und 2025

2024:

Trotz anhaltender gesamtwirtschaftlicher Schwäche in Deutschland, der Auswirkungen geopolitischer Konflikte auf Seewegen und des Kriegs in der Ukraine verbesserte sich die Umsatz- und Ergebnislage der HHLA in 2024 gegenüber 2023. Der Containerumschlag legte leicht zu, getragen von höheren Transportmengen im Intermodal-Bereich, Zuwächsen an internationalen Terminals (insbesondere

¹ Die ausgewiesenen Kennzahlen für die Geschäftsjahre 2023, 2024 und 2025 stammen aus den geprüften, konsolidierten Konzernabschlüssen der HHLA. Die Konzernabschlüsse wurden jeweils in Übereinstimmung mit den in der Europäischen Union anzuwendenden IFRS aufgestellt und unter Berücksichtigung der ergänzenden Vorschriften des § 315e Abs. 1 HGB erstellt. Soweit nicht anders angegeben, sind die genannten Werte kaufmännisch gerundet.

HHLA TK Estonia) und der Wiederaufnahme des wasserseitigen Umschlags in Odessa; im Hinterlandverkehr stützten Mengensteigerungen den Containertransport. Temporär längere Verweildauern von Containern an den Hamburger Terminals hoben das Erlösniveau zusätzlich, was sich positiv auf die Prognosen für die HHLA-Gruppe und den Teilkonzern Hafenlogistik auswirkte. Insgesamt stiegen Umsatzerlöse und EBIT spürbar, während sich die wirtschaftliche und finanzielle Lage zum 31. Dezember 2024 stabil darstellte.

2025:

Im Geschäftsjahr 2025 verzeichnete die HHLA trotz konjunktureller Belastungen, geopolitischer Spannungen und Unsicherheiten in der US-Handelspolitik eine positive Geschäftsentwicklung. Der Konzern-Umsatz stieg gegenüber dem Vorjahr um 9,9 % auf EUR 1.756,2 Mio. und das Konzern-Betriebsergebnis (EBIT) erhöhte sich um 19,5 % auf 160,5 Mio. Euro. Stark belastet durch steuerliche Einmaleffekte belief sich der Konzern-Jahresüberschuss nach Anteilen anderer Gesellschafter auf EUR 9,8 Mio. Die operative Geschäftsentwicklung war insgesamt von einer positiven Mengenentwicklung im Umschlag und im Transport gekennzeichnet, die sich trotz Abschwächung im zweiten Halbjahr durch zunehmende weltwirtschaftliche Unsicherheiten und anhaltende Lieferkettenstörungen bei zugleich weitreichenden Umbaumaßnahmen zur Automatisierung der Hamburger Anlagen im laufenden Betrieb insgesamt stabil entwickelte. Der konzernweite Containerumschlag stieg gegenüber dem Vorjahr um 5,4 % auf 6.295 Tsd. Standardcontainer (TTEU) (2024: 5.970 TTEU). Das Transportvolumen im Segment Intermodal erhöhte sich um 10,9 % auf 1.982 TTEU (2024: 1.787 TTEU). Demgegenüber ist der Jahresüberschuss nach Anteilen anderer Gesellschafter stark durch steuerliche Einmaleffekte – im Wesentlichen Wertberichtigungen auf aktive latente Steuern – belastet.

2.7 Mitarbeiter und Mitbestimmung in der HHLA-Gruppe

Die HHLA-Gruppe beschäftigte zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2025 weltweit 7.269 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter (Vorjahr: 6.906). Zum Stichtag waren davon 51,84 % in Deutschland tätig; die übrigen Beschäftigten verteilten sich auf Zentraleuropa, die Ukraine und weitere internationale Standorte.

Im Jahresdurchschnitt 2025 waren in den vollkonsolidierten Unternehmen 7.116 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter beschäftigt (Vorjahr: 6.880); zusätzlich wurden im Jahresmittel 614 Beschäftigte der Gesamthafenbetriebs-Gesellschaft (GHB) eingesetzt (Vorjahr: 553).

Bei der HHLA bestehen betriebliche und unternehmerische Mitbestimmung: Neben der HHLA sind 14 weitere deutsche Tochtergesellschaften mitbestimmt; die Arbeitnehmer sind u. a. durch Betriebsräte, den Konzernbetriebsrat und einen paritätisch besetzten Aufsichtsrat vertreten.

Die Mehrheit der Beschäftigten der HHLA in Deutschland ist tarifgebunden.

3. PORT OF HAMBURG BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT SE ALS HAUPTAKTIONÄRIN

3.1 Rechtsform, Sitz, Unternehmensgegenstand und Geschäftsjahr

Die PoH wurde am 1. September 2023 in das Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 287027 eingetragen. Am 11. Oktober 2023 wurde die PoH infolge Sitzverlegung nach Hamburg in das Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 183205 eingetragen. Die Haupttätigkeit der PoH besteht in der Verwaltung der Beteiligung an der Gesellschaft.

Das Grundkapital der PoH beträgt EUR 68.756.039,00 und ist eingeteilt in 68.756.039 nennwertlose Stückaktien mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00.

Das Geschäftsjahr der PoH ist das Kalenderjahr.

3.2 Gesellschaftsorgane der PoH und Vertretung

Gesellschaftsorgane der PoH sind der Verwaltungsrat und die Hauptversammlung.

Gegenwärtig besteht der Verwaltungsrat aus folgenden vier Mitgliedern:

- (a) Dr. Melanie Leonhard, Verwaltungsratsvorsitzende
- (b) Søren Toft, Stellvertretender Verwaltungsratsvorsitzender
- (c) Hugues Favard, Mitglied des Verwaltungsrats; und
- (d) Dr. Andreas Dressel, Mitglied des Verwaltungsrats.

Der Verwaltungsrat hat nachfolgende Personen zu geschäftsführenden Direktoren bestellt, die die PoH gemeinschaftlich vertreten:

- (a) Dr. Helge Schäfer; und
- (b) Nils Kahn.

3.3 Gesellschafterstruktur der PoH

Eine Übersicht der Gesellschafterstruktur der PoH ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 2** beigelegt:

Unmittelbare Gesellschafter der PoH sind die HGV Hamburger Gesellschaft für Vermögens- und Beteiligungsmanagement mbH, eine im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 16106 eingetragene Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Hamburg („HGV“), als Mehrheitsgesellschafterin und die SAS Shipping Agencies Services Sàrl, eine nach luxemburgischen Recht gegründete und im luxemburgischen Handels- und Firmenregister (*Registre de Commerce et des Sociétés Luxembourg*) unter der Nummer B113456 eingetragene Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*société à responsabilité limitée*) („SAS“), als Minderheitsgesellschafterin.

(a) Hintergrundinformationen zur HGV Hamburger Gesellschaft für Vermögens- und Beteiligungsmanagement mbH

Die HGV ist die Beteiligungsholdinggesellschaft der Freien und Hansestadt Hamburg („FHH“) und steht in deren unmittelbarem Alleineigentum. Die HGV verwaltet für die FHH kommunale Beteiligungen und strategische Vermögenswerte im öffentlichen Interesse, u.a. als (mittelbare) Mehrheitsgesellschafterin der HHLA.

(b) Hintergrundinformationen zur SAS Shipping Agencies Services Sàrl

SAS ist eine Konzerngesellschaft der MSC Mediterranean Shipping Company SA, eine Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht mit Sitz in Genf, Schweiz, eingetragen im Handelsregister des schweizerischen Kantons Genf unter CHE-111.954.803 („MSC“). SAS ist die operative Kerngesellschaft von MSC bzgl. Terminal- und Logistikbeteiligungen.

Alleinige Gesellschafterin der SAS ist die SAS Shipping Agencies Services SA, eine Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht mit Sitz in Genf, Schweiz, eingetragen im Handelsregister des schweizerischen Kantons Genf unter CHE-229.922.921 („SAS SA“). Alleinige Gesellschafterin der SAS SA ist MSC. Alleinige Gesellschafterin von MSC ist die MSC Mediterranean Shipping Company Holding SA, eine Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht mit Sitz in Genf, Schweiz, eingetragen im Schweizer Handelsregister unter CHE-107.910.760 („MSC Holding“). Die MSC Holding wird von keiner Person allein oder gemeinsam mit anderen beherrscht.

4. HINTERGRÜNDE DES AUSSCHLUSSES DER MINDERHEITSAKTIONÄRE

Die PoH möchte von der in §§ 327a ff. AktG vorgesehenen Möglichkeit Gebrauch machen, sich als Hauptaktionärin der Gesellschaft die HHLA-Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung übertragen zu lassen. Eine sachliche Rechtfertigung für die Übertragung der HHLA-Aktien auf den Hauptaktionär verlangt das Gesetz nicht. Die sachliche Rechtfertigung folgt aus dem Übertragungsbeschluss selbst. Im Folgenden sollen dennoch einige wesentliche Beweggründe dargelegt werden.

(a) **Kosteneinsparungen**

Mit dem Squeeze-out wird die Börsennotierung der Gesellschaft beendet. Infolgedessen unterliegt die Gesellschaft nicht mehr zeitaufwändigen und kostenträchtigen Marktpublizitätsvorschriften, d.h. Berichtspflichten, etwa zu Zwischenberichten, und Ad-hoc-Publizitätspflichten entfallen. Außerdem können die Kosten für die Vorbereitung und Durchführung der (Jahres-)Hauptversammlung erheblich gesenkt werden.

(b) **Erhöhte Flexibilität**

Nach dem Squeeze-out wird die PoH die einzige Aktionärin der HHLA sein. Beschlüsse der Hauptversammlung können daher künftig kurzfristig und ohne Einhaltung der für eine öffentliche Hauptversammlung geltenden Form- und Fristvorschriften sowie ohne Einhaltung von Schutzbestimmungen zugunsten der Minderheitsaktionäre gefasst werden. Dadurch können die Aktionäre künftig schnell und effektiv auf sich ändernde Umstände und Marktbedingungen reagieren. Maßnahmen, die die Beteiligung der Hauptversammlung erfordern, können flexibler geplant und schneller und kostengünstiger umgesetzt werden.

(c) **Erhöhte Transaktionssicherheit**

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre schafft darüber hinaus eine erhöhte Transaktionssicherheit. Das Risiko, dass sich Struktur- und Kapitalmaßnahmen unter anderem durch Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen von Minderheitsaktionären verzögern, entfällt. Aufwändige und kostenintensive gerichtliche oder außergerichtliche Auseinandersetzungen, die in erheblichem Umfang personelle und finanzielle Ressourcen binden, werden vermieden.

(d) **Keine alternativen Strukturmaßnahmen**

Ein Squeeze-out bietet eine rechtlich eindeutige, effiziente und endgültige Lösung für die vollständige Eigentumskonsolidierung, mit welcher die Ziele der Kosteneinsparungen, einer erhöhten Flexibilität und einer erhöhten Transaktionssicherheit erreicht werden können. Es sind keine alternativen Strukturmaßnahmen, wie Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge, Verschmelzungen, Vermögensübertragungen oder (weitere) freiwillige Übernahmeangebote, ersichtlich, mit denen die oben genannten Vorteile in gleicher Weise erzielt werden könnten.

5. VORAUSSETZUNGEN FÜR DEN AUSSCHLUSS DER MINDERHEITSAKTIONÄRE

5.1 **Überblick über die gesetzlichen Regelungen**

Nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien in Höhe von 95% des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Der Hauptaktionär muss an den Vorstand der Gesellschaft das Verlangen richten, dass die Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt (§ 327a Abs. 1 Satz 1 AktG).

Die Höhe der Barabfindung legt der Hauptaktionär fest. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen (§ 327b Abs. 1 Satz 1 AktG). Die Angemessenheit der Barabfindung ist auf Antrag des Hauptaktionärs durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen, der oder die vom zuständigen Landgericht ausgewählt und bestellt wird bzw. werden (§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG i.V.m. § 293 Abs. 1 Satz 3 und 4 AktG). Der oder die sachverständigen Prüfer haben einen schriftlichen Bericht über das Ergebnis ihrer Prüfung zu erstatten (§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 1 AktG).

Der Hauptaktionär hat der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (§ 327c Abs. 2 Satz 1 AktG).

Gemäß § 327b Abs. 3 AktG hat der Hauptaktionär vor Einberufung der Hauptversammlung dem Vorstand die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen. Diese Gewährleistung des Kreditinstituts erfolgt im Wege eines echten Vertrages zugunsten Dritter i.S.d. § 328 BGB, hier also zugunsten der Minderheitsaktionäre, sodass diese einen unmittelbaren Zahlungsanspruch gegen das Kreditinstitut für den Fall erlangen, dass der Hauptaktionär die Barabfindung nicht oder nicht rechtzeitig zahlt.

Gemäß § 327c Abs. 3 AktG sind von der Einberufung der Hauptversammlung an in den Geschäftsräumen der Gesellschaft zur Einsicht der Aktionäre (i) der Entwurf des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung, (ii) die Jahresabschlüsse und Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre der Gesellschaft, (iii) der Übertragungsbericht des Hauptaktionärs und (iv) der Bericht des vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers auszulegen. Jeder Aktionär kann verlangen, dass ihm unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen erteilt wird (§ 327c Abs. 4 AktG). Nach § 327c Abs. 5 AktG entfallen diese vorgenannten Pflichten, wenn die genannten Unterlagen von der Einberufung der Hauptversammlung an auf der Internetseite der Gesellschaft zugänglich sind. Zusätzlich müssen diese Unterlagen in der Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließt, zugänglich gemacht werden (§ 327d Satz 1 AktG). Ferner sieht § 327d Satz 2 AktG vor, dass der Vorstand dem Hauptaktionär Gelegenheit geben kann, den Entwurf des Übertragungsbeschlusses und die Bemessung der Höhe der Barabfindung zu Beginn der Verhandlung mündlich zu erläutern.

Die Hauptversammlung hat über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär zu beschließen (§ 327a Abs. 1 Satz 1 AktG). Für die Beschlussfassung genügt gemäß § 22 Abs. 1 der Satzung in Verbindung mit § 133 Abs. 1 AktG die einfache Mehrheit der abgegebenen Stimmen.

Der Vorstand der Gesellschaft hat den durch die Hauptversammlung gefassten Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden (§ 327e Abs. 1 Satz 1 AktG). Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG kraft Gesetzes alle Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär über. Im Gegenzug erlangen die Minderheitsaktionäre einen Anspruch gegen den Hauptaktionär auf Zahlung der festgelegten Barabfindung. Sind über die Aktien Aktienurkunden ausgegeben, so verbiefen sie bis zu ihrer Aushändigung an den Hauptaktionär nur den Anspruch auf die Barabfindung (§ 327e Abs. 3 Satz 2 AktG).

Zu beachten ist schließlich, dass § 327f Satz 1 AktG eine Anfechtung des Übertragungsbeschlusses gestützt auf § 243 Abs. 2 AktG oder darauf, dass die durch den Hauptaktionär festgelegte Barabfindung nicht angemessen ist, ausschließt. Vielmehr wird die Angemessenheit der Barabfindung, sollte hierüber Uneinigkeit bestehen, in einem sogenannten Spruchverfahren auf Antrag gerichtlich überprüft (§ 327f Satz 2 AktG). Das Gleiche gilt, wenn der Hauptaktionär eine Barabfindung nicht oder nicht ordnungsgemäß angeboten hat und eine hierauf gestützte Anfechtungsklage innerhalb der Anfechtungsfrist weder erhoben, zurückgenommen noch rechtskräftig abgewiesen worden ist (§ 327f Satz 3 AktG).

5.2 Beteiligung der PoH am Grundkapital der Gesellschaft

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 75.219.438,00 und ist in 75.219.438 auf den Namen lautende Stückaktien in Form von 72.514.938 A-Aktien und 2.704.500 S-Aktien (*Aktiengattungen*) mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00 je Aktie eingeteilt. Jede Aktie berechtigt zu einer Stimme. Da die Gesellschaft Stückaktien ausgegeben hat, bestimmt sich die notwendige Beteiligung in Höhe von 95% des Grundkapitals nach der Zahl der Aktien. 95% des Grundkapitals der Gesellschaft entsprechen gerundet 71.458.467 Stückaktien.

Die PoH hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts gemäß der als **Anlage 1** beigefügten Depotbestätigung der Commerzbank unmittelbar insgesamt 71.460.539 HHLA-Aktien in Form von 68.756.039 A-Aktien und 2.704.500 S-Aktien, und somit gerundet 95,003% des Grundkapitals an der Gesellschaft. Die S-Aktien werden durch die PoH als Vollrechtsinhaberin aufgrund einer mit der HGV geschlossenen Vereinbarung über die vorübergehende Überlassung von Wertpapieren gehalten.

Die PoH ist damit Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

5.3 Verlangen der PoH auf Übertragung der HHLA-Aktien der Minderheitsaktionäre

Die PoH hat mit Schreiben vom 5. Januar 2026 das förmliche Verlangen nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, die Hauptversammlung über die Übertragung der HHLA-Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf sie als Hauptaktionärin der Gesellschaft gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen.

Die PoH wird dieses Verlangen voraussichtlich am 21. April 2026 gegenüber der Gesellschaft konkretisieren, in dem sie festlegt, dass die Durchführung des Squeeze-outs durch die PoH erfolgt und die angemessene Barabfindung EUR 21,16 je A-Aktie und EUR 40,31 je S-Aktie beträgt. Sie wird ferner darum bitten, die Beschlussfassung über den Squeeze-out auf die Tagesordnung der voraussichtlich am 11. Juni 2026 stattfindenden nächsten ordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft zu setzen.

5.4 Festlegung der Barabfindung

Gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 Hs. 1 AktG legt die Hauptaktionärin die Höhe der Barabfindung fest. Gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 Hs. 2 AktG muss die Höhe der Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin berücksichtigen.

(a) A-Aktien

Die Festlegung der angemessenen Barabfindung je A-Aktie erfolgt auf Grundlage des ValueTrust-Gutachtens, das sich die PoH inhaltlich vollständig zu eigen macht und als **Anlage 3** diesem Übertragungsbericht beigefügt ist. Die wesentlichen Einzelheiten der Ermittlung und Festlegung der angemessenen Barabfindung werden in Abschnitt 2 erläutert und begründet.

Darauf basierend legt die PoH als Hauptaktionärin der Gesellschaft die Höhe der Barabfindung für die Übertragung der A-Aktien der Minderheitsaktionäre auf

EUR 21,16 je A-Aktie

fest.

(b) **S-Aktien**

Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass alle S-Aktien im Eigentum der PoH stehen und damit von ihr als Hauptaktionärin gehalten werden. Eine Übertragung dieser Aktien auf die PoH im Wege des Squeeze-out gemäß § 327a AktG kann und wird daher nicht erfolgen. Es handelt sich nicht um Aktien der Minderheitsaktionäre. Die Festlegung einer Barabfindung für die S-Aktien ist daher nicht erforderlich. Höchst vorsorglich wird eine Barabfindung jedoch auch für die S-Aktien festgelegt.

Die Festlegung der angemessenen Barabfindung je S-Aktie erfolgte auf Grundlage des ValueTrust-Gutachtens, das sich die PoH inhaltlich vollständig zu eigen macht und als **Anlage 3** diesem Übertragungsbericht beigelegt ist. Die wesentlichen Einzelheiten der Ermittlung und Festlegung der angemessenen Barabfindung werden in Abschnitt 3 erläutert und begründet.

Darauf basierend legt die PoH als Hauptaktionärin der Gesellschaft die Höhe der Barabfindung für die Übertragung der S-Aktien der Minderheitsaktionäre auf

EUR 40,31 je S-Aktie

fest.

5.5 Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts gemäß § 327b Abs. 3 AktG

Die Commerzbank hat am 15. April 2026 eine Gewährleistungserklärung ausgestellt, mit der sie die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der PoH als Hauptaktionärin der Gesellschaft übernimmt, den Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen HHLA-Aktien zu bezahlen. Von weiteren Bedingungen oder Befristungen ist die Zahlung der Commerzbank nicht abhängig. Einwendungen und Einreden der Commerzbank aus ihrem Verhältnis zur PoH sind gegenüber den Minderheitsaktionären ausgeschlossen.

Diese Gewährleistung erfolgte im Wege eines echten Vertrages zugunsten Dritter nach § 328 Abs. 1 BGB, so dass jedem Minderheitsaktionär ein unmittelbarer Zahlungsanspruch gegenüber der Commerzbank zusteht. Die Gewährleistungserklärung umfasst entsprechend den gesetzlichen Vorgaben die festgesetzte Barabfindung. Darüber hinaus sind die zusätzlich zur Barabfindung zu zahlenden Zinsen nach § 327b Abs. 2 AktG erfasst. Nicht erfasst ist der Differenzbetrag bei einer etwaigen nachträglichen Erhöhung der Barabfindung durch das Gericht im Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG.

In Übereinstimmung mit § 327b Abs. 3 AktG wird die PoH die Gewährleistungserklärung der Commerzbank dem Vorstand voraussichtlich am 21. April 2026 und somit vor Einberufung der ordentlichen Hauptversammlung, die über den Squeeze-out entscheiden soll, übermitteln.

Die Gewährleistungserklärung der Commerzbank ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 5** beigelegt.

5.6 Übertragungsbericht der PoH

Als Hauptaktionärin der Gesellschaft muss die PoH der Hauptversammlung der Gesellschaft gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG diesen Übertragungsbericht erstatten. In diesem Übertragungsbericht werden, in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorgaben, insbesondere die Voraussetzungen für die Übertragung der HHLA-Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet.

5.7 Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung, § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG

Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG ist die Angemessenheit der Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Mit Beschluss vom 13. Januar 2026 (Az.: 404 HKO 3/26) hat das Landgericht Hamburg auf Antrag der PoH ADKL als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt.

In Übereinstimmung mit § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 1 AktG hat der Sachverständige Prüfer über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung einen gesonderten Bericht verfasst. Der Bericht wird gemäß § 327c Abs. 3 Nr. 4 i.V.m. § 327c Abs. 5 AktG ab dem Tag der Einberufung der Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließt, auf der Internetseite der Gesellschaft zugänglich gemacht.

5.8 Zugänglichmachung der Unterlagen für die Hauptversammlung

Von der Einberufung der Hauptversammlung der HHLA, die über den Squeeze-out beschließen soll, an werden die folgenden Unterlagen auf der Internetseite der Gesellschaft unter

www.hhla.de/hauptversammlung

zugänglich gemacht, § 327c Abs. 3 i.V.m. § 327c Abs. 5 AktG, und stehen kostenfrei zum Abruf bereit:

- (a) der Entwurf des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung;
- (b) die Jahresabschlüsse, die Konzernabschlüsse und die zusammengefassten Lageberichte der Gesellschaft für die Geschäftsjahre 2025, 2024 und 2023;
- (c) dieser Übertragungsbericht der PoH einschließlich seiner Anlagen, namentlich
 - (i) die Depotbestätigung der Commerzbank Aktiengesellschaft (**Anlage 1**),
 - (ii) der Übersicht der PoH-Gesellschafterstruktur (**Anlage 2**),
 - (iii) das ValueTrust-Gutachten (**Anlage 3**),
 - (iv) die beiden Übertragungsverlangen der PoH (**Anlage 4**),
 - (v) der Gewährleistungserklärung der Commerzbank (**Anlage 5**),
 - (vi) der Aufstellung des Anteilsbesitzes der Gesellschaft (**Anlage 6**); und
 - (vii) des Schreibens der BaFin zum 3M-VWAP (**Anlage 7**) sowie
- (d) der Prüfungsbericht von ADKL als gerichtlich ausgewähltem und bestelltem sachverständigen Prüfer.

5.9 Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung

Die nächste ordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft, die voraussichtlich für den 11. Juni 2026 einberufen wird, soll über die Übertragung der HHLA-Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die PoH als Hauptaktionärin der Gesellschaft beschließen.

Der von der Hauptaktionärin übermittelte Entwurf des Übertragungsbeschlusses hat folgenden Wortlaut:

„Die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft (Minderheitsaktionäre) werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären (§§ 327a ff. Aktiengesetz) gegen Gewährung einer von der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 183205 (Hauptaktionärin), zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 21,16 für je eine auf den Namen lautende A-Aktie und in Höhe von EUR 40,31 für je eine auf den Namen lautende S-Aktie auf die Hauptaktionärin übertragen.“

Der Übertragungsbeschluss bedarf gemäß § 22 der Satzung i.V.m. § 133 Abs. 1 AktG der einfachen Stimmenmehrheit, wobei auch die Hauptaktionärin stimmberechtigt ist.

5.10 Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister

Nachdem die für den 11. Juni 2026 geplante ordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft die Übertragung der HHLA-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die PoH beschlossen hat, hat der Vorstand der Gesellschaft den Übertragungsbeschluss gemäß § 327e Abs. 1 Satz 1 AktG zur Eintragung in das Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg anzumelden. Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen alle HHLA-Aktien der Minderheitsaktionäre kraft Gesetzes gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG auf die Hauptaktionärin über.

Bei der Anmeldung hat der Vorstand gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 5 Satz 1 AktG zu erklären, dass eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses nicht oder nicht fristgemäß erhoben oder eine solche Klage rechtskräftig abgewiesen oder zurückgenommen worden ist (Negativerklärung). Kann diese Negativerklärung nicht abgegeben werden oder liegt sie nicht vor, so darf der Übertragungsbeschluss nicht eingetragen werden.

Eine fehlende Negativerklärung steht der Eintragung nicht entgegen, wenn zwar eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses erhoben wurde, jedoch das vorliegend zuständige Hanseatische Oberlandesgericht auf Antrag der Gesellschaft durch Beschluss festgestellt hat, dass die Erhebung der Klage der Eintragung nicht entgegensteht (§ 327e Abs. 2 AktG i.V.m. § 319 Abs. 6 AktG). Diese sogenannte Freigabeentscheidung ist unanfechtbar und ergeht, wenn (i) die Klage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist, (ii) der Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Antrags durch Urkunden nachgewiesen hat, dass er seit Bekanntmachung der Einberufung einen anteiligen Betrag am Grundkapital von mindestens EUR 1.000,00 hält, oder (iii) das alsbaldige Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die vom Antragsteller dargelegten wesentlichen Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des Rechtsverstoßes vor.

6. AUSWIRKUNGEN DES AUSSCHLUSSES DER MINDERHEITSAKTIONÄRE

6.1 Übergang der HHLA-Aktien auf die PoH

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg geht nach § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG das Eigentum an allen HHLA-Aktien, die von Minderheitsaktionären gehalten werden, kraft Gesetzes auf die PoH als Hauptaktionärin der

Gesellschaft über. Eine gesonderte Übertragung der HHLA-Aktien durch die Minderheitsaktionäre ist weder erforderlich noch möglich. Die Minderheitsaktionäre verlieren kraft Gesetzes ihre Rechtsstellung als Aktionär und erhalten hierfür einen Anspruch auf Zahlung der angemessenen Barabfindung durch die PoH, der ebenfalls mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister entsteht.

Unerheblich für den Zeitpunkt des Übergangs der HHLA-Aktien ist die Ausbuchung der HHLA-Aktien durch das jeweilige depotführende Kreditinstitut; maßgeblich ist insofern allein die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister (§ 327e Abs. 3 Satz 1 AktG).

Nach dem Übergang des Eigentums an den HHLA-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die PoH verkörpern die bei der Clearstream Europe AG, Frankfurt am Main („Clearstream“), hinterlegten Wertpapierurkunden, soweit sie im Miteigentum der bisherigen Minderheitsaktionäre stehen, nicht mehr das bisherige Mitgliedschaftsrecht, sondern nunmehr ausschließlich den Anspruch gegen PoH auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung (§ 327e Abs. 3 Satz 2 AktG).

6.2 Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung

Der Barabfindungsanspruch der Minderheitsaktionäre gegen die PoH entsteht mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister und dem damit erfolgenden Übergang des Eigentums an den HHLA-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die PoH. Die Übertragung der HHLA-Aktien erfolgt Zug um Zug gegen Überweisung der Barabfindung, die über das System von Clearstream erfolgt.

Dieser Anspruch der Minderheitsaktionäre wird durch die oben unter Ziffer 5.5 beschriebene Gewährleistungserklärung der Commerzbank abgesichert.

Gemäß § 327b Abs. 2 AktG wird die Barabfindung einschließlich einer etwaigen nachträglichen Erhöhung im Spruchverfahren von der gerichtlichen Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister an mit jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz im Sinne des § 247 BGB verzinst. Mit der erstmaligen Abrufbarkeit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im für HHLA zuständigen Handelsregister ist die Eintragung bekannt gemacht.

6.3 Banktechnische Abwicklung der Zahlung der Barabfindung

Die PoH hat die Commerzbank mit der wertpapiertechnischen Abwicklung der auszahlenden Barabfindung und der Übertragung der A-Aktien auf die Hauptaktionärin beauftragt.

Das Grundkapital der Gesellschaft ist aufgrund des Ausschlusses des Anspruchs der Aktionäre auf Verbriefung ihrer Anteile gemäß § 5 Abs. 2 der Satzung ausschließlich in mehreren girosammelverwahrten Globalurkunden verbrieft. Diese Urkunden sind bei Clearstream hinterlegt.

Die Auszahlung der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre, deren Anteilsrechte in girosammelverwahrten Globalurkunden verbrieft werden, erfolgt unverzüglich nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft durch Überweisung auf das Konto des jeweiligen Aktionärs bei seinem depotführenden Institut, Zug um Zug gegen Übertragung des dem jeweiligen Minderheitsaktionärs zustehenden Miteigentumsanteils an den bei der Clearstream verwahrten Globalurkunden, mithin gegen Ausbuchung der A-Aktien durch das jeweilige depotführende Institut. Mit der Gutschrift der jeweiligen geschuldeten Barabfindung (gegebenenfalls inklusive gesetzlicher Zinsen) auf dem Konto des jeweils das Depot des Minderheitsaktionärs führenden Instituts bei Clearstream hat die PoH ihre Verpflichtung zur Zahlung der Barabfindung gegenüber dem jeweiligen Minderheitsaktionär erfüllt. Es obliegt dem jeweils depotführenden Institut, die jeweils geschuldete Barabfindung dem Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs gutzuschreiben. Die Minderheitsaktionäre werden hierüber von ihrem depotführenden Institut gesondert informiert.

Die Entgegennahme der Barabfindung sowie die Gutschrift auf dem Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs werden von dem jeweiligen depotführenden Institut veranlasst; von den Minderheitsaktionären ist insoweit nichts zu veranlassen. Die Abwicklung erfolgt für die Minderheitsaktionäre kosten- und gebührenfrei. Provisionen und Spesen, die von einem depotführenden Institut oder depotführenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen außerhalb Deutschlands berechnet werden, sind jedoch vom dem jeweiligen Minderheitsaktionär selbst zu tragen.

Weitere Einzelheiten der Abwicklung und der Auszahlung der Barabfindung werden den Minderheitsaktionären unmittelbar nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gesondert durch öffentliche Bekanntmachung im Bundesanzeiger bekannt gegeben.

6.4 Wegfall der Börsennotierung

Die A-Aktien sind im Regulierten Markt in Frankfurt am Main (Prime Standard) und Hamburg zum Handel zugelassen. Die S-Aktien sind nicht börsennotiert.

Mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der HHLA geht das Eigentum an den A-Aktien der Minderheitsaktionäre der HHLA kraft Gesetzes auf die PoH in ihrer Eigenschaft als Hauptaktionärin über. Ein eventueller (börslicher oder außerbörslicher) Handel mit A-Aktien der HHLA ab diesem Zeitpunkt wäre ein Handel mit der Inhaberschaft an den Barabfindungsansprüchen der Minderheitsaktionäre.

In der Folge wird auch die Börsennotierung der A-Aktien im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) und Hamburg voraussichtlich kurze Zeit nach dem Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses eingestellt werden.

6.5 Steuerliche Auswirkungen für die Minderheitsaktionäre in Deutschland

(a) Vorbemerkungen

Die Übertragung von HHLA-Aktien auf die PoH gegen Zahlung der festgelegten Barabfindung kann steuerrechtlich relevante Folgen haben.

Die nachfolgenden Ausführungen enthalten eine kurze Zusammenfassung einiger wichtiger deutscher Besteuerungsgrundsätze, die im Zusammenhang mit dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft für die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtigen Minderheitsaktionäre, d.h. für diejenigen Minderheitsaktionäre, die ihren Wohnsitz oder gewöhnlichen Aufenthalt bzw. ihre Geschäftsleitung oder ihren Sitz in Deutschland haben, relevant sein können. Die Ausführungen beziehen sich ausschließlich auf die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen und behandeln nur einige ausgewählte einkommen-, körperschaft- und gewerbesteuerliche Aspekte.

Die Darstellung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und ersetzt keine persönliche Steuerberatung. Allein die Beratung durch eine zur unbeschränkten Hilfeleistung in Steuersachen gemäß § 3 Steuerberatungsgesetz befugte Person gewährleistet, dass auch die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Minderheitsaktionärs angemessen berücksichtigt werden. Eine Gewähr für die Richtigkeit dieser Zusammenfassung wird nicht übernommen.

Steuerliche Auswirkungen für in Deutschland nicht unbeschränkt steuerpflichtige Minderheitsaktionäre der Gesellschaft werden nachfolgend nicht erläutert. Die steuerlichen Auswirkungen für diese Minderheitsaktionäre hängen unter anderem von besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts, dem Steuerrecht des Staates, in dem der jeweilige Minderheitsaktionär ansässig ist, sowie von Regelungen eines gegebenenfalls bestehenden und anwendbaren Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung ab.

Ferner sind die steuerlichen Auswirkungen für Minderheitsaktionäre, die ihre Anteile über ein Investmentvermögen bzw. Investmentfonds im Sinne des Investmentsteuergesetzes oder über eine Personengesellschaft halten, nicht Gegenstand der nachfolgenden Ausführungen.

Grundlage dieser Zusammenfassung ist das zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts geltende deutsche Steuerrecht. Dieses kann sich – unter Umständen auch rückwirkend – ändern.

(b) **Besteuerung von Abfindungsleistungen bei den Minderheitsaktionären**

Die PoH als Hauptaktionärin hat auf der Grundlage einer von ValueTrust als neutralem Gutachter durchgeführten Unternehmensbewertung die Höhe der Barabfindung für die Übertragung der HHLA-Aktien durch die Minderheitsaktionäre auf EUR 21,16 je A-Aktie und auf EUR 40,31 je S-Aktie festgelegt.

Die Übertragung der HHLA-Aktien auf die PoH gegen Erhalt der Barabfindung stellt für die Minderheitsaktionäre der Gesellschaft steuerlich eine Veräußerung ihrer HHLA-Aktien dar.

Ein Veräußerungsgewinn wird dabei erzielt, wenn und soweit die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten bzw. den steuerlichen Buchwert bei dem jeweiligen Minderheitsaktionär für die betreffende Aktie übersteigt. Beträgt die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten weniger als die steuerlichen Anschaffungskosten bzw. der steuerliche Buchwert der Aktien bei dem Minderheitsaktionär, entsteht ein Veräußerungsverlust.

Die steuerliche Erfassung eines Veräußerungsgewinns bzw. die steuerliche Geltendmachung eines Veräußerungsverlustes hängt insbesondere davon ab, ob die Aktien dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden Minderheitsaktionärs zuzuordnen sind und wann sie erworben wurden.

(c) **Aktien im Privatvermögen**

Bei HHLA-Aktien, die ein Minderheitsaktionär im Privatvermögen (unmittelbar oder über eine vermögensverwaltende Personengesellschaft) hält, hängt die Besteuerung zudem von der Höhe der Beteiligung des jeweiligen Minderheitsaktionärs an der Gesellschaft ab.

(i) **Beteiligung von weniger als 1%**

War der Minderheitsaktionär innerhalb der der Veräußerung vorausgegangenen fünf Jahre zu keinem Zeitpunkt unmittelbar oder mittelbar am Kapital der Gesellschaft zu mindestens 1% beteiligt, gilt das Folgende:

Bei HHLA-Aktien, die der Minderheitsaktionär vor dem 1. Januar 2009 erworben und seitdem ununterbrochen gehalten hat, unterliegt ein Veräußerungsgewinn grundsätzlich nicht der deutschen Einkommensteuer. Veräußerungsverluste werden steuerlich entsprechend ebenfalls nicht berücksichtigt.

Hat der Minderheitsaktionär die Aktien nach dem 31. Dezember 2008 erworben und sind die oben genannten Voraussetzungen hinsichtlich der Beteiligungshöhe von stets weniger als 1% erfüllt, so unterliegt der Veräußerungsgewinn der Einkommensteuer in Höhe eines besonderen Steuersatzes von 25% (Abgeltungsteuer – zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5% hierauf sowie gegebenenfalls Kirchensteuer), unabhängig von der Haltedauer. Veräußerungsverluste können nur mit anderen Aktienveräußerungsgewinnen verrechnet werden, soweit nicht weitere Verlustabzugsbeschränkungen bestehen. Der Minderheitsaktionär kann bezüglich sämtlicher Einkünfte aus Kapitalvermögen im jeweiligen Besteuerungszeitraum als Werbungskosten pauschal EUR 1.000,00 (zusammen veranlagte

Ehegatten sowie eingetragene Lebenspartner pauschal EUR 2.000,00) steuermindernd geltend machen. Ein Abzug der tatsächlichen Werbungskosten ist ausgeschlossen.

Hat der Minderheitsaktionär die Anteile unentgeltlich erworben, so werden dabei die Besitzzeit und die Beteiligungsquote des Rechtsvorgängers – oder im Falle von mehreren aufeinanderfolgenden unentgeltlichen Erwerben aller seiner Rechtsvorgänger – mitberücksichtigt.

Werden die Aktien durch ein inländisches Kredit-, Finanzdienstleistungs- oder Wertpapierinstitut verwahrt oder verwaltet oder führt dieses die Veräußerung durch und zahlt die Kapitalerträge aus oder schreibt diese gut, unterliegt der Veräußerungsgewinn grundsätzlich dem Kapitalertragsteuerabzug (für weitere Details siehe hierzu unter (e) unten). Der Kapitalertragsteuerabzug hat in diesem Fall grundsätzlich Abgeltungswirkung. Auf Antrag und unter bestimmten weiteren Voraussetzungen können die Abfindungszahlungen jedoch in eine Einkommensteueranmeldung als Einkünfte aus Kapitalvermögen einbezogen werden, insbesondere wenn dies zu einer niedrigeren Besteuerung mit Einkommensteuer als der Abgeltungsteuer beim Anteilseigner führt.

Sofern die Veräußerung nicht der Kapitalertragsteuer unterliegt, sind die Minderheitsaktionäre verpflichtet, die entsprechenden Veräußerungsgewinne in ihrer individuellen Steuererklärung zu erfassen.

(ii) **Beteiligung von mindestens 1% innerhalb der vorangegangenen fünf Jahre**

War der Minderheitsaktionär zu irgendeinem Zeitpunkt innerhalb der der Veräußerung vorangegangenen fünf Jahre mindestens zu 1% unmittelbar oder mittelbar am Kapital der Gesellschaft beteiligt, so unterliegen 60% des Veräußerungsgewinns dem individuellen, progressiven Einkommensteuersatz (zuzüglich 5,5% Solidaritätszuschlag hierauf sowie gegebenenfalls Kirchensteuer). Korrespondierend sind auch nur 60% des Veräußerungsverlustes sowie mit der Veräußerung in wirtschaftlichem Zusammenhang stehende Betriebsausgaben steuerlich abzugsfähig, soweit nicht weitere Verlustabzugsbeschränkungen bestehen.

Ein potenzieller Kapitalertragsteuerabzug hat in diesen Fällen keine abgeltende Wirkung. Der Veräußerer hat den Veräußerungsvorgang in seiner Einkommensteuererklärung anzugeben. Die Kapitalertragsteuer wird auf die Einkommensteuerschuld angerechnet bzw. wird erstattet, soweit sie die Einkommensteuer übersteigt.

(d) **Aktien im Betriebsvermögen**

Bei Aktien, die dem Betriebsvermögen eines Minderheitsaktionärs der Gesellschaft zuzuordnen sind, hängt die Besteuerung davon ab, ob der Veräußerer der Körperschaftsteuer unterliegt oder eine natürliche Person ist.

(i) **Minderheitsaktionär ist eine Körperschaft**

Sofern es sich bei dem Minderheitsaktionär um eine Körperschaft handelt, auf welche die Bestimmungen des § 8b Abs. 2 des Körperschaftsteuergesetzes dem Grunde nach anwendbar sind, sind im Ergebnis grundsätzlich 95% des Veräußerungsgewinns von der Körperschaftsteuer, dem Solidaritätszuschlag sowie der Gewerbesteuer befreit. Entsprechend unterliegen 5% des Veräußerungsgewinns der Körperschaftsteuer, dem Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5% hierauf sowie der Gewerbesteuer.

Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, dürfen nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden.

Ist der Minderheitsaktionär ein Kreditinstitut, Wertpapierinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut und sind die Aktien nach § 340e Abs. 3 des Handelsgesetzbuches dem Handelsbuch des Minderheitsaktionärs zuzurechnen, so unterliegt ein Veräußerungsgewinn in voller Höhe der Besteuerung mit Körperschaft und Gewerbesteuer. Korrespondierend ist ein Veräußerungsverlust grundsätzlich steuerlich abzugsfähig, soweit nicht weitere Verlustabzugsbeschränkungen bestehen. Gleiches gilt für Aktien, die bei Finanzunternehmen im Sinne des Kreditwesengesetzes, an denen Kreditinstitute, Wertpapierinstitute oder Finanzdienstleistungsinstitute unmittelbar oder mittelbar zu mehr als 50% beteiligt sind, zum Zeitpunkt des Erwerbs zum Betriebsvermögen als Umlaufvermögen auszuweisen sind, und für Aktien, die bei einem Lebens- oder Krankenversicherungsunternehmen oder bei einem Pensionsfonds den Kapitalanlagen zuzurechnen sind.

(ii) **Minderheitsaktionär ist eine natürliche Person**

Sofern es sich bei dem Minderheitsaktionär um eine natürliche Person handelt, unterliegt der Veräußerungsgewinn grundsätzlich zu 60% der individuellen, progressiven Einkommensteuer der natürlichen Person (zuzüglich 5,5% Solidaritätszuschlag hierauf sowie gegebenenfalls Kirchensteuer) und der Gewerbesteuer. Die Gewerbesteuer wird grundsätzlich nach einem pauschalierten Verfahren (und vorbehaltlich bestimmter Beschränkungen) auf die persönliche Einkommensteuer des Minderheitsaktionärs angerechnet.

Eventuelle Veräußerungsverluste und etwaige mit der Veräußerung in wirtschaftlichem Zusammenhang stehende Betriebsausgaben sind zu 60% abzugsfähig, soweit nicht weitere Verlustabzugsbeschränkungen bestehen.

(e) **Kapitalertragsteuer**

Die Abfindungszahlungen unterliegen grundsätzlich der Kapitalertragsteuer, soweit die abgefundenen Aktien nach dem 31. Dezember 2008 erworben wurden und diese von einem inländischen Kredit-, Finanzdienstleistungs- oder Wertpapierinstitut verwahrt oder verwaltet werden oder dieses die Veräußerung durchführt und die Kapitalerträge auszahlt oder gutschreibt. Der Kapitalertragsteuerabzug beträgt 25% zuzüglich eines Solidaritätszuschlags in Höhe von 5,5% hierauf (insgesamt also 26,375%) sowie ggf. Kirchensteuer und ist auf den Veräußerungsgewinn einzubehalten und an das zuständige Finanzamt abzuführen. Soweit etwaige Veräußerungsgewinne in die Veranlagung zur Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer einbezogen werden, werden die im Rahmen des Steuereinhalts abgeführten Steuerbeträge grundsätzlich angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet.

Ein Abstand vom Kapitalertragsteuerabzug kommt in Betracht, wenn (i) der Minderheitsaktionär eine im Inland ansässige Körperschaft, Personenvereinigung oder Vermögensmasse ist (sofern der Minderheitsaktionär keine von der Körperschaftsteuer befreite inländische Körperschaft, Personenvereinigung oder Vermögensmasse oder eine inländische juristische Person des öffentlichen Rechts ist), oder (ii) die Aktien zu einem inländischen Betriebsvermögen des Minderheitsaktionärs gehören, und dies der auszahlenden Stelle nach amtlich vorgeschriebenem Vordruck mitgeteilt wird. Außerdem kann unter weiteren Voraussetzungen auch bei natürlichen Personen, die die Aktien im Privatvermögen halten, auf Antrag vom Kapitalertragsteuerabzug Abstand genommen werden. Dies gilt insbesondere im Falle des Unterschreitens des Sparer-Pauschbetrages oder dem Vorliegen einer sogenannten Nichtveranlagungs-Bescheinigung.

7. **ERLÄUTERUNG UND BEGRÜNDUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG**

Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre erfolgt gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung. Gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt die Hauptaktionärin die Höhe der Barabfindung fest. Diese muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer

Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre berücksichtigen. Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen sachverständigen Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 Satz 2 AktG).

Der Tag der geplanten ordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft, die über die Übertragung der HHLA-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die PoH beschließen soll, ist der 11. Juni 2026 („**Bewertungstichtag**“).

7.1 Angemessene Barabfindung je A-Aktie

Die PoH hat ValueTrust als Bewertungsgutachter beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme zur Bestimmung der Höhe der angemessenen Abfindung i.S.v. § 327b AktG zu erstellen. Der Bewertungsgutachter hat die für die Gutachtliche Stellungnahme erforderlichen Arbeiten in den Monaten Januar 2026 bis April 2026 durchgeführt und am 20. April 2026 das ValueTrust-Gutachten schriftlich vorgelegt.

Der Bewertungsgutachter hat eine angemessene Abfindung gemäß § 327b AktG von EUR 21,16 je A-Aktie der HHLA basierend auf einem Unternehmenswert, der sich aus dem Börsenwert ergibt, ermittelt. Nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung kann bei einer börsennotierten Gesellschaft für die Ermittlung der angemessenen Abfindung der Börsenkurs als alleiniger Maßstab für den Verkehrswert der Aktie herangezogen werden. Maßgeblich ist der volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs während der letzten drei Monate vor der Ankündigung der POH am 5. Januar 2022 einen Squeeze Out durchführen zu wollen ("3M-VWAP"). Der maßgebliche 3M-VWAP ist von der BaFin berechnet worden und beträgt EUR 21,16. Das Schreiben der BaFin ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 7** beigelegt. Das ValueTrust-Gutachten enthält eine ausführliche Analyse der Liquidität und Informationseffizienz der A-Aktie der HHLA im Referenzzeitraum. ValueTrust hat keine Gründe festgestellt, die gegen die Verwendung des 3M-VWAP als Grundlage der Barabfindung sprechen.

Darüber hinaus hat die PoH ValueTrust beauftragt, zur Überprüfung und Validierung des Börsenwerts der A-Aktien eine Fundamentalbewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik durchzuführen. Die Bewertung wurde aufgrund der von der HHLA erstellten Unternehmensplanung für den Zeitraum 2026 bis 2030 durchgeführt, die der HHLA Vorstand und die POH Geschäftsführung nach wie vor für aktuell und realistisch halten. ValueTrust hat Bandbreiten des Unternehmenswerts auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Hiernach wurde eine Bandbreite der objektivierten Unternehmenswerte nach dem IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1, in der Fassung vom 11. Februar 2026) in der Funktion eines neutralen Gutachters abgeleitet. Darüber hinaus wurden die „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012) berücksichtigt. Der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern (objektivierter Unternehmenswert) beträgt zum Bewertungstichtag EUR 17,59 je A-Aktie. Die Details ergeben sich aus dem als **Anlage 3** beigelegten ValueTrust-Gutachten.

7.2 Angemessene Barabfindung je S-Aktie

Die Festlegung einer Barabfindung für die S-Aktien ist nicht erforderlich. Höchst vorsorglich hat die PoH eine Barabfindung jedoch auch für die S-Aktien festgelegt. Die Festlegung der angemessenen Barabfindung je S-Aktie erfolgte ebenfalls auf Grundlage des ValueTrust-Gutachtens, das sich die PoH inhaltlich vollständig zu eigen macht und als **Anlage 3** diesem Übertragungsbericht beigelegt ist.

Bezüglich der S-Aktien hat die PoH ValueTrust beauftragt, eine überschlägige Ermittlung des Unternehmenswerts des für die S-Aktien relevanten Teilkonzerns Immobilien vorzunehmen. Da sich der Wert des Teilkonzerns Immobilien aufgrund von Veräußerungsbeschränkungen bzgl. der Immobilien der Hamburger Speicherstadt vorrangig nach den zukünftigen finanziellen Überschüssen richtet, wurde die Wertermittlung in Anlehnung an den IDW S 1 (in der Fassung vom 11. Februar

2026) ebenfalls als Zukunftserfolgswert vorgenommen. Eine Plausibilisierung der Unternehmensplanung erfolgte in eingeschränktem Umfang. Für die S-Aktien ermittelt ValueTrust einen überschlägigen Wert von EUR 40,31 je S-Aktie. Die Details ergeben sich aus dem als Anlage 3 beigefügten das ValueTrust-Gutachten.

8. ÜBERPRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

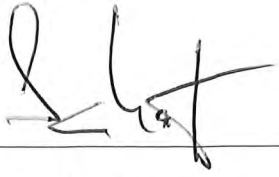
Die Angemessenheit der Barabfindung wird nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch ADKL als gerichtlich ausgewähltem und bestelltem sachverständigen Prüfer jeweils für die A-Aktien und S-Aktien geprüft. ADKL erstattet über das Ergebnis dieser Prüfung gesondert einen schriftlichen Bericht.

Wenn Minderheitsaktionäre dennoch der Auffassung sein sollten, die von der Hauptaktionärin festgelegte Höhe der Barabfindung sei unangemessen niedrig, besteht die Möglichkeit, die Angemessenheit in einem Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG und dem Spruchverfahrensgesetz überprüfen zu lassen. Ein Antrag gemäß § 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 4 SpruchG kann gemäß § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 SpruchG nur binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem die Übertragung aller Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin durch Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister des Amtsgericht Hamburg wirksam geworden ist. Die Frist wird auch dann gewahrt, wenn der Antrag bei einem sachlich oder örtlich unzuständigen Gericht eingereicht wird, § 4 Abs. 1 Satz 3 SpruchG. Für das Spruchverfahren besteht Anwaltszwang, § 5a SpruchG.

Gemäß § 13 Satz 2 SpruchG wirkt die gerichtliche Entscheidung auch für und gegen die übrigen Minderheitsaktionäre. Sollte das Gericht somit im Rahmen eines Spruchverfahrens feststellen, dass die durch die PoH festgelegte Barabfindung unangemessen ist, können alle ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre der Gesellschaft von der PoH die erhöhte Barabfindung verlangen.

Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE

vertreten durch



Name: Dr. Helge Schäfer

Position: Geschäftsführender Direktor



Name: Nils Kahn

Position: Geschäftsführender Direktor

ANLAGE 1

DEPOTBESTÄTIGUNG DER COMMERZBANK AKTIENGESELLSCHAFT VOM 20. APRIL 2026

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized, cursive script.

ANLAGE 2

**ÜBERSICHT DER PORT OF HAMBURG
BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT SE-GESELLSCHAFTERSTRUKTUR**

A handwritten signature or mark consisting of a long, thin diagonal stroke that curves downwards and ends in a small loop.

ANLAGE 3

GUTACHTLICHE STELLUNGNAHME VON VALUETRUST

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized, cursive letter 'B' with a long, sweeping tail that extends upwards and to the right.

ANLAGE 4

**ÜBERTRAGUNGSVERLANGEN (SCHREIBEN DER PORT OF HAMBURG
BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT SE VOM 5. JANUAR 2026 AN DEN VORSTAND DER
GESELLSCHAFT)**

A handwritten signature or mark, possibly a stylized 'L' or 'G', located in the bottom right corner of the page.

ANLAGE 5

GEWÄHRLEISTUNGSERKLÄRUNG DER COMMERZBANK AKTIENGESELLSCHAFT VOM
15. APRIL 2026

A handwritten signature or mark consisting of a vertical line with a loop at the bottom, resembling a stylized '9' or a similar symbol.

ANLAGE 6

**AUFSTELLUNG DES ANTEILSBESITZES DER HAMBURGER HAFEN UND LOGISTIK
AKTIENGESELLSCHAFT**

A handwritten signature or mark, possibly a stylized 'B' or 'H', located in the bottom right corner of the page.

ANLAGE 7

BAFIN SCHREIBEN ZUM 3M-VWAP

A handwritten signature or mark, possibly initials, located in the bottom right corner of the page.

Portfolio Navigator

Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE

Mittelstandsbank

Die Bank an Ihrer Seite

Inhalt

- 01 Basisdaten
- 02 Bestandsübersicht
- 03 Glossar

Basisdaten

Die vorliegende Analyse Ihres Wertpapierportfolios bezieht sich auf das folgende Depot:

Kontonummer	Status	In der Analyse nicht berücksichtigte Depotpositionen / Geldanlagen	
	Depot	WKN	Name
Kundennummer 2006306294 · Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE			
Bankleitzahl 20040000			
200630629400	-		

Neben den aktuell im Bestand befindlichen Wertpapierpositionen sind, je nach Betrachtungszeitraum, auch solche Wertpapierpositionen in die vorliegende Analyse einbezogen, welche zum aktuellen Zeitpunkt bereits veräußert sind.

Bitte beachten Sie, dass die Umrechnung in Euro eines in Fremdwährung notierten Wertpapiers zum zuletzt bekannten Devisenkurs erfolgt. Bitte beachten Sie außerdem, dass die Bewertung der Wertpapierpositionen im Portfolio Navigator und andere Informationen ganz oder teilweise nicht auf amtliche Kursinformationen zurückgreift und lediglich die Einschätzung der Commerzbank über den Wert des betreffenden Finanzinstruments unter den vorherrschenden Marktbedingungen wiedergibt und sich entweder vom Mid Market-Preis oder, wenn als Geld- und Briefkurs ausgedrückt, vom indikativen Preis, zu dem die Commerzbank das Finanzinstrument beendet und abgeschlossen bzw. zurückgekauft und verkauft hätte, und zwar jeweils zum Geschäftsschluss bzw. zu einem anderen mit Ihnen vereinbarten Zeitpunkt am relevanten Finanzplatz am jeweils angegebenen Bewertungstag ableitet.

Die Bewertungen können nicht als Nachweis dafür verstanden werden, dass es einen liquiden Markt gibt. Wenn sich die Commerzbank zu einem späteren Zeitpunkt bereit erklären sollte, einen festen Preis für eine Beendigung oder einen Rückkauf, Abschluss bzw. Verkauf eines Finanzinstruments zu stellen, kann dieser feste Preis von der Bewertung abweichen und für Sie weniger vorteilhaft sein.

Diese Portfolioanalyse dient ausschließlich Informationszwecken und soll den Konto- oder Depotauszug nicht ersetzen. Sie stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar und ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung. Diese Portfolioanalyse und sämtlich darin enthaltenen Informationen stellen eine Gefälligkeit dar und begründet kein Vertragsverhältnis. Die Zurverfügungstellung begründet keine Pflicht, Sie über Änderungen zu informieren oder weiterhin Bewertungen zur Verfügung zu stellen.

Die in der Analyse enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Dies gilt insbesondere auch für die dargestellten Ratings von S&P und Moody's. Die Ratingagenturen schließen eine Haftung für ihre Ratings aus. Weder S&P, Moody's noch die Commerzbank übernehmen eine Verantwortung für die Aktualität, Richtigkeit u. Vollständigkeit der Informationen und lehnen jede Haftung ab. Die Ratings sind kein Garant für die Zukunft und dürfen daher keinesfalls als Empfehlung verstanden werden, ein bestimmtes Finanzinstrument zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen.

Bestandsübersicht

Die folgende Tabelle gibt Ihnen einen Überblick über den Bestand Ihres Depots (200630629400) am 20.04.2026.

Name	Stücke/ Nominale	Kurs	Devisen- kurs	Kurswert (EUR)	Rendite p.a. Restlaufzeit	Gewinn/Verlust absolut (EUR)	Fällig- keit	S&P Rating
WKN	∅Einstandswert	Datum	∅Devisen- einstand	Stückzinsen (EUR)	Kupon p.a.	Gewinn/Verlust relativ	1. Kauf- datum	Moody's Rating
HAMBURG.HAFEN U.LOG. S-SP	2.704.500,000	0,000 EUR	1,00000 EUR	0,00	-	0,00	-	-
601170	-	02.02.01	-	-	-	0,00%	05.01.26	-
HAMBURG.HAFEN LOG.A-SP NA	68.756.039,000	22,000 EUR	1,00000 EUR	1.512.632.858,00	-	295.166.508,28	-	-
A0S848	-	17.04.26	-	-	-	24,73%	20.11.24	-
Gesamt	-	-	-	1.512.632.858,00	-	295.166.508,28	-	-
	-	-	-	0,00	0,000 %	24,73%	20.11.24	

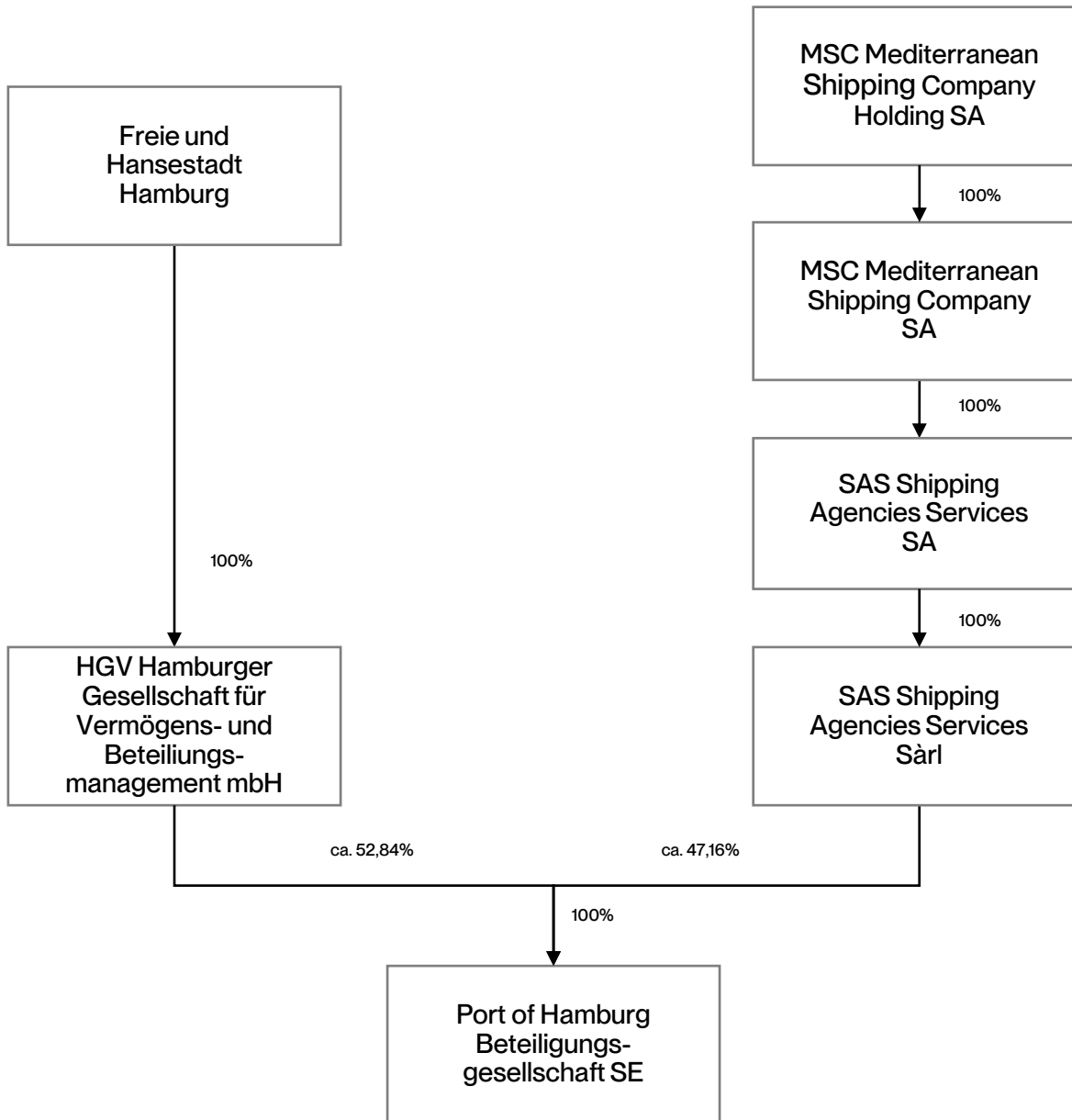
In der Summe ergibt sich zum Bewertungstag am 20.04.2026 ein Gesamtwert von 1.512.632.858,00 EUR. Bitte beachten Sie, dass dabei die Umrechnung in Euro von in Fremdwährung notierten Wertpapieren bzw. Geldanlagen in Fremdwährung zum zuletzt bekannten Devisenkurs erfolgt.

Glossar

Rendite p.a. Restlaufzeit

Die Rendite p.a. Restlaufzeit gibt die effektive Rendite einer Anleihe oder eines Geldanlagekontos vom Bewertungstag ausgehend bis zum Fälligkeitsdatum in annualisierter Form an. Sofern es sich um keine Anleihen handelt oder wenn ein Wertpapier respektive Geldanlagekonto mit variabler Verzinsung oder ein Tagesgeld betrachtet wird, wird kein Wert an dieser Stelle ausgewiesen. Bei staffelverzinsten Geldanlagen ist der aktuell gültige Zinssatz maßgebend. Die Berechnung der Rendite erfolgt in der jeweiligen Währung des Wertpapiers oder Termingelds.

In der Portfoliosicht werden die erwarteten, in Euro umgerechneten Zahlungsströme aller relevanten Anleihen und Termingelder betrachtet und hieraus eine effektive annualisierte Gesamrendite abgeleitet. Die Umrechnung erfolgt dabei mit dem zum Bewertungstag aktuellsten Devisenkurs.



VALUETRUST

Gutachtliche Stellungnahme

zum Wert des Eigenkapitals der

Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft,
Hamburg

und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im
Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien
der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG

zum 11. Juni 2026

Inhaltsverzeichnis

1. Auftrag und Auftragsdurchführung	10
1.1. Auftrag.....	10
1.2. Auftragsdurchführung.....	12
2. Bewertung des Teilkonzerns Hafelogistik (A-Aktie).....	14
2.1. Abfindungsermittlung anhand des Börsenkurses	14
2.2. Allgemeine Bewertungsgrundsätze	24
2.2.1. Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA.....	24
2.2.2. Bewertung anhand der Ertragswert- oder DCF-Methode	26
2.2.3. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	29
2.2.4. Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA	31
2.2.5. Liquidationswert	32
2.3. Bewertungsobjekt.....	33
2.3.1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	33
2.3.2. Unternehmenshistorie.....	37
2.3.3. Wirtschaftliche Grundlagen.....	38
2.3.4. Vergleichsunternehmen (Peer Group Unternehmen)	77
2.4. Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts	83
2.4.1. Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	83
2.4.2. Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung	85
2.4.3. Analyse der Planungstreue	86
2.4.4. Analyse der Planungsrechnung	88
2.4.5. Konvergenz- und Fortführungsphase	106
2.4.6. Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber	111
2.5. Kapitalkosten.....	114
2.5.1. Eigenkapitalkosten	114
2.5.2. Wachstumsabschlag	122
2.6. Unternehmensbewertung	122
2.6.1. Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1	123
2.6.2. Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern gemäß DVFA	129
2.6.3. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	132
2.6.4. Fazit zum Wert des Eigenkapitals	141
3. Überschlägige Bewertung des Teilkonzerns Immobilien (S-Aktie).....	143
3.1. Überblick Teilkonzern Immobilien und Geschäftsmodell	143

VALUETRUST

3.2. Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage Teilkonzern Immobilien	144
3.2.1. Ertragslage	144
3.2.2. Vermögenslage	145
3.2.3. Planungsrechnung des Segments Immobilien	148
3.2.4. Konvergenz- und Fortführungsphase 2031-2038	151
3.3. Kapitalkosten.....	155
3.4. Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern	156
4. Würdigung der Bewertungsergebnisse	158
5. Anlagen.....	160
5.1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen	160
5.2. Ansprechpartner	161
5.3. Kapitalmarktbezogene Veröffentlichungen der HHLA (Januar 2025 bis März 2026)	162
5.4. Konzernstruktur der HHLA.....	163
5.5. Peer Group Auswahl	164
5.6. Überleitungsrechnung HHLA Planung (Teilkonzern Hafenlogistik) auf bewertungstechnisch angepasste Planung	165
5.7. Definition wesentlicher Kennzahlen	167

Inhaltsverzeichnis

1. Auftrag und Auftragsdurchführung	10
1.1. Auftrag.....	10
1.2. Auftragsdurchführung.....	12
2. Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik (A-Aktie).....	14
2.1. Abfindungsermittlung anhand des Börsenkurses	14
2.2. Allgemeine Bewertungsgrundsätze	24
2.2.1. Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA.....	24
2.2.2. Bewertung anhand der Ertragswert- oder DCF-Methode	26
2.2.2.1. Ermittlung des Ertragswerts (nach persönlichen Steuern)	27
2.2.2.2. Ermittlung des DCF-Werts (vor persönlichen Steuern).....	28
2.2.3. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	29
2.2.4. Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA	31
2.2.5. Liquidationswert	32
2.3. Bewertungsobjekt.....	33
2.3.1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	33
2.3.2. Unternehmenshistorie.....	37
2.3.3. Wirtschaftliche Grundlagen.....	38
2.3.3.1. Konzernüberblick und Geschäftsmodell.....	38
2.3.3.2. Unternehmensstrategie	42
2.3.3.3. Makroökonomische Situation und Ausblick	45
2.3.3.3.1. Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts	45
2.3.3.3.2. Entwicklung der Verbraucherpreisindizes.....	47
2.3.3.3.3. Zwischenfazit zur makroökonomischen Situation	48
2.3.3.4. Markt- und Wettbewerbsumfeld	48
2.3.3.4.1. Marktumfeld.....	48
2.3.3.4.2. Wettbewerbsumfeld.....	50
2.3.3.4.3. Marktposition der HHLA.....	53
2.3.3.4.4. Wachstumserwartungen	54
2.3.3.4.5. Fazit zum Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie der Marktposition der HHLA	57
2.3.3.5. Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage.....	57
2.3.3.5.1. Ertragslage	57
2.3.3.5.2. Vermögens- und Finanzlage	66
2.3.3.6. SWOT-Analyse.....	72

2.3.3.6.1. Stärken	72
2.3.3.6.2. Schwächen	73
2.3.3.6.3. Gelegenheiten	74
2.3.3.6.4. Gefahren	75
2.3.3.6.5. Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil.....	76
2.3.4. Vergleichsunternehmen (Peer Group Unternehmen)	77
2.3.4.1. Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group Unternehmen.....	77
2.3.4.2. Peer Group Übersicht	78
2.4. Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts	83
2.4.1. Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	83
2.4.2. Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung	85
2.4.3. Analyse der Planungstreue	86
2.4.4. Analyse der Planungsrechnung	88
2.4.4.1. Umsatzerlöse	89
2.4.4.2. Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	91
2.4.4.3. Finanzergebnis und Erträge aus Beteiligungen	95
2.4.4.4. Ertragsteuern	95
2.4.4.5. Jahresergebnis	96
2.4.4.6. Auf Minderheiten entfallendes Ergebnis	96
2.4.4.7. Bilanzplanung.....	96
2.4.4.8. Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung	104
2.4.5. Konvergenz- und Fortführungsphase	106
2.4.5.1. Konvergenzphase.....	106
2.4.5.2. Fortführungsphase.....	109
2.4.6. Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber	111
2.5. Kapitalkosten.....	114
2.5.1. Eigenkapitalkosten	114
2.5.1.1. Basiszinssatz.....	115
2.5.1.2. Risikozuschlag	115
2.5.2. Wachstumsabschlag	122
2.6. Unternehmensbewertung	122
2.6.1. Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1	123
2.6.1.1. Ertragswert	123
2.6.1.2. Sonderwerte	125
2.6.1.3. Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern.....	127
2.6.1.4. Sensitivitätsrechnung nach persönlichen Steuern.....	127

VALUETRUST

2.6.2.	Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern gemäß DVFA	129
2.6.2.1.	DCF-Wert	129
2.6.2.2.	Sonderwerte	130
2.6.2.3.	Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern	130
2.6.2.4.	Sensitivitätsrechnung vor persönlichen Steuern	130
2.6.3.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	132
2.6.3.1.	Bewertung anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen	132
2.6.3.2.	Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen.....	138
2.6.4.	Fazit zum Wert des Eigenkapitals	141
3.	Überschlägige Bewertung des Teilkonzerns Immobilien (S-Aktie).....	143
3.1.	Überblick Teilkonzern Immobilien und Geschäftsmodell	143
3.2.	Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage Teilkonzern Immobilien	144
3.2.1.	Ertragslage	144
3.2.2.	Vermögenslage	145
3.2.3.	Planungsrechnung des Segments Immobilien	148
3.2.4.	Konvergenz- und Fortführungsphase 2031-2038	151
3.3.	Kapitalkosten.....	155
3.4.	Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern	156
4.	Würdigung der Bewertungsergebnisse	158
5.	Anlagen.....	160
5.1.	Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen	160
5.2.	Ansprechpartner	161
5.3.	Kapitalmarktbezogene Veröffentlichungen der HHLA (Januar 2025 bis März 2026)	162
5.4.	Konzernstruktur der HHLA	163
5.5.	Peer Group Auswahl	164
5.6.	Überleitungsrechnung HHLA Planung (Teilkonzern Hafenlogistik) auf bewertungstechnisch angepasste Planung	165
5.7.	Definition wesentlicher Kennzahlen	167

VALUETRUST

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bedeutung
3M-VWAP	= Dreimonatsdurchschnittskurs
Abs.	= Absatz
AEBITDA	= Adjusted EBITDA
AG	= Aktiengesellschaft
AktG	= Aktiengesetz
APV	= Adjusted Present Value
ASX	= Australian Securities Exchange (Australische Börse)
BaFin	= Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BCA	= Business Combination Agreement
BGH	= Bundesgerichtshof
BIP	= Bruttoinlandsprodukt
BVerfG	= Bundesverfassungsgericht
BvR	= Aktenzeichen des Bundesverfassungsgerichts
Bzw.	= Beziehungsweise
ca.	= circa
CAGR	= Compound Annualised Growth Rate (annualisierte Wachstumsrate)
CAPEX	= Capital Expenditures (Brutto-Investitionen)
CAPM	= Capital Asset Pricing Model
CDAX	= Composite DAX
CEO	= Chief Executive Officer
CFO	= Chief Financial Officer
CSPL	= COSCO SHIPPING Ports Limited
CTA	= Container Terminal Altenwerder
CTB	= Container Terminal Burchardkai
CTO	= Container Terminal Odessa
CTT	= Container Terminal Tollerort
d.h.	= das heißt
DAX	= Deutscher Aktienindex
DCF	= Discounted Cashflow
DPO	= Kreditorenlaufzeit
Dr.	= Doktor
DSO	= Debitorenlaufzeit
DVFA	= Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.
e.V.	= Eingetragener Verein
EBIT	= (Operatives) Ergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	= (Operatives) Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
EBT	= (Operatives) Ergebnis vor Steuern
ESG	= Environmental, Social, Governance
etc.	= et cetera
EU	= Europäische Union

VALUETRUST

Abkürzung	Bedeutung
€	= Euro
exkl.	= exklusive
EZB	= Europäische Zentralbank
FAUB	= Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
ff.	= fortfolgend
FTE	= Flow to Equity oder Cashflow to Equity
ggf.	= gegebenenfalls
GmbH	= Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	= Handelsgesetzbuch
HGV	= Hamburger Gesellschaft für Vermögens- und Beteiligungsmanagement mbH
i.d.F.	= in der Fassung
i.d.R.	= in der Regel
i.H.v.	= in Höhe von
IDW	= Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	= IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2026)
IFRS	= International Financial Reporting Standards
Inc.	= Incorporated
ISIN	= International Securities Identification Number
IWF	= Internationaler Währungsfonds
KI	= Künstliche Intelligenz
LTM	= Last twelve months (letzte zwölf Monate)
M&A	= Mergers and Acquisitions
MDAX	= Mid-Cap-DAX
Mio.	= Millionen
Mrd.	= Milliarden
MSC	= Mediterranean Shipping Company S.A.
OECD	= Organisation for Economic Co-operation and Development (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung)
OLG	= Oberlandesgericht
p.a.	= Per annum
pers.	= Persönlich
POH	= Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE
Prof.	= Professor
rd.	= rund
Rn.	= Randnummer
ROCE	= Return on Capital Employed (Rendite auf das eingesetzte Kapital)
ROIC	= Rendite auf das investierte Kapital
Rz.	= Randziffer
S&P	= Standard & Poor's (Ratingagentur)
S.A.	= Société Anonym
SAS	= Shipping Agencies Services Sàrl

VALUETRUST

Abkürzung	Bedeutung
SE	= Societas Europaea
sog.	= Sogenannt
SolZ	= Solidaritätszuschlag
SWOT-Analyse	= Modell zur Analyse von Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells sowie Gelegenheiten und Gefahren des Markt- und Wettbewerbsumfelds
Tax-CAPM	= Capital Asset Pricing Modell unter Einbezug von Steuern
TCF	= Total Cashflow
Tsd.	= Tausend
TEU	Twenty-foot Equivalent Unit
TTEU	Tausend Twenty-foot Equivalent Units
TV	= Terminal value
Tz.	= Textziffer
u.a.	= Unter anderem
USA	= Vereinigte Staaten von Amerika
v.a.	= vor allem
Vgl.	= vergleiche
WACC	= Weighted Average Cost of Capital
WP	= Wirtschaftsprüfer
WpÜG	= Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG- AngebotsV	= Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
Xetra	= Elektronisches Handelssystem der Deutsche Börse AG
z.B.	= zum Beispiel
ZPO	= Zivilprozessordnung

1. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1. Auftrag

1. Die Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE, Hamburg (im Folgenden „POH“ oder „Auftraggeber“) hat uns, die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München („ValueTrust“), beauftragt, im Zusammenhang mit einer möglichen Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft, Hamburg („HHLA AG“ und die HHLA AG inklusive aller Konzerngesellschaften „HHLA“), gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung nach §§ 327a ff. AktG eine Gutachtliche Stellungnahme zum Wert des Eigenkapitals der HHLA AG und der anzubietenden angemessenen Barabfindung („Abfindung“) zu erstellen. Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre führt gesetzlich zur Übertragung ihrer Aktien auf den Hauptaktionär („Squeeze Out“). Die POH hat die HHLA AG am 5. Januar 2026 mit dem ersten Übertragungsverlangen über die Absicht, einen Squeeze Out durchführen zu wollen, informiert und die HHLA AG hat dies mit Ad-hoc Mitteilung vom gleichen Tag bekanntgemacht. Hintergrund ist die im Rahmen einer strategischen Partnerschaft zwischen der Freien und Hansestadt Hamburg („FHH“) und der MSC Mediterranean Shipping Company S.A., Genf („MSC“), erfolgte Beteiligungsstruktur, in deren Folge die POH hinreichende HHLA-Anteile erworben hat, um einen aktienrechtlichen Squeeze Out nach § 327a AktG durchzuführen.
2. Das Grundkapital der HHLA besteht aus zwei verschiedenen Aktiengattungen: Aktien der Gattung A („A-Aktien“) und Aktien der Gattung S („S-Aktien“). Die A-Aktien repräsentieren eine Beteiligung am Teilkonzern Hafenlogistik („A-Sparte“) und sind börsennotiert, während die S-Aktien sich auf den Teilkonzern Immobilien („S-Sparte“) beziehen und nicht an der Börse gehandelt werden.
3. Der Bewertungsanlass ist die beabsichtigte Übertragung der von den verbleibenden Minderheitsaktionären gehaltenen A-Aktien der HHLA AG auf die POH als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung. ValueTrust unterstützt die POH bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG für die börsennotierten A-Aktien durch eine Börsenkursanalyse und eine vollumfassende Fundamentalbewertung nach IDW S 1 sowie den DVFA-Empfehlungen. Die S-Aktien des Teilkonzerns Immobilien der HHLA werden im Rahmen des Squeeze Out nicht übertragen. Dennoch beabsichtigt die POH für diese Aktien eine Barabfindung im Übertragungsbericht festzulegen. ValueTrust unterstützt diesbezüglich die POH bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG durch eine vereinfachte Bewertung.
4. Die POH plant, das konkretisierte Übertragungsverlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der HHLA AG zu richten, eine Hauptversammlung der Gesellschaft einzuberufen und diese Hauptversammlung über die Übertragung der HHLA-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die POH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Der Squeeze Out bedarf der Zustimmung der Hauptversammlung der HHLA AG. Als Bewertungsstichtag wurde der 11. Juni 2026 festgelegt („Bewertungsstichtag“),

da an diesem Tag die ordentliche Hauptversammlung der HHLA AG voraussichtlich über den Squeeze Out abstimmen wird.

5. Diese Gutachtliche Stellungnahme ist als Bestandteil des „Bericht der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE als Hauptaktionärin der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft auf die Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 des Aktiengesetzes“ („Übertragungsbericht“) vorgesehen, der im Zusammenhang mit der Einladung zur beschlussfassenden ordentlichen Hauptversammlung der HHLA AG veröffentlicht wird.
6. Zur Ermittlung der angemessenen Abfindung haben wir bei der Auftragsdurchführung zunächst die höchstrichterliche Rechtsprechung in Bezug auf die Relevanz des Börsenkurses für die Festsetzung einer angemessenen Barabfindung berücksichtigt und in Bezug auf die A-Aktien eine entsprechende Analyse des Börsenkurses und der Liquidität vorgenommen.
7. Zur Plausibilisierung der Relevanz des Börsenkurses für die Festsetzung der angemessenen Abfindung der A-Aktien haben wir darüber hinaus Bandbreiten des Unternehmenswerts des Teilkonzerns Hafenlogistik auf Basis weiterer in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannter Bewertungsmethoden ermittelt. Zur Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts haben wir die Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (im Folgenden auch „IDW“), insbesondere den IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (in der Fassung vom 11. Februar 2026, im Folgenden „IDW S 1“) berücksichtigt. Im Sinne dieser Verlautbarung geben wir unsere Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters ab. Neben den Grundsätzen des objektivierte Unternehmenswerts nach IDW S 1 haben wir die in der deutschen Rechtsprechung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen entwickelten Grundsätze der Unternehmensbewertung berücksichtigt.
8. Der gemäß IDW S 1 in dieser Gutachtlichen Stellungnahme ermittelte objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert (Barwert der finanziellen Überschüsse an die Unternehmenseigner) dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt. Vor diesem Hintergrund haben wir auftragsgemäß im Einklang mit dem IDW S 1 und der Rechtsprechung eine vollumfassende Plausibilisierung der Planungsrechnung durchgeführt und dabei u.a. den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ beachtet.
9. Darüber hinaus haben wir neben dem objektivierte Unternehmenswert gemäß IDW S 1 eine Wertermittlung unter Berücksichtigung der „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012, „DVFA-Empfehlungen“) vorgenommen. Im Sinne

der DVFA-Empfehlungen geben wir unsere Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines unabhängigen Sachverständigen ab.

10. Zusätzlich haben wir überschlägige Bandbreiten des Unternehmenswerts des für die S-Aktien relevanten Teilkonzerns Immobilien vorgenommen. Da sich der Wert des Teilkonzerns Immobilien aufgrund von Veräußerungsbeschränkungen bzgl. der Immobilien der Hamburger Speicherstadt vorrangig nach den zukünftigen finanziellen Überschüssen richtet, wurde die Wertermittlung in Anlehnung an den IDW S 1 ebenfalls als Zukunftserfolgswert vorgenommen. Eine Plausibilisierung der Unternehmensplanung erfolgte in eingeschränktem Umfang.
11. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit, auch im Verhältnis zu Dritten, gelten die im Auftrags schreiben dokumentierten Auftragsbedingungen. Diese Gutachtliche Stellungnahme ist für die interne Verwendung durch den Hauptaktionär und ausschließlich zum Zwecke der Durchführung des Squeeze Out erstellt. Die interne Verwendung umfasst neben Informationszwecken für den Vorstand und den Aufsichtsrat der HHLA AG sowie der geschäftsführenden Direktoren und des Verwaltungsrats der POH insbesondere die Veröffentlichung als Anlage zum Übertragungsbericht im Rahmen der Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung sowie die Nutzung in etwaigen anschließenden Spruchverfahren; Voraussetzung ist jeweils die vollständige Weitergabe einschließlich sämtlicher Anlagen und der in dieser Stellungnahme enthaltenen Hinweise zu Umfang, Haftung und Nutzung.
12. In keinem Fall übernehmen wir gegenüber Dritten Haftung für die Gutachtliche Stellungnahme.

1.2. Auftragsdurchführung

13. Wir haben unsere Arbeiten in den Monaten Dezember 2025 bis April 2026 in unseren und den Büroräumen der HHLA durchgeführt. Für die Auftragsdurchführung standen uns im Wesentlichen die in Anlage 5.1 „Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen“ genannten Informationen zur Verfügung. Dieser gutachtlichen Stellungnahme liegt ein Kenntnisstand bezogen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der HHLA sowie die zukünftige Entwicklung zum 27. März 2026 und Kapitalmarktdaten zum 10. April 2026 („Kapitalmarktstichtag“) zugrunde.¹
14. Darüber hinaus haben wir im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen Gespräche über die allgemeine Geschäftstätigkeit, die aktuelle und prognostizierte finanzwirtschaftliche Lage sowie die zukünftige strategische Ausrichtung der HHLA geführt und in diesem Zusammenhang mündliche Informationen und Erläuterungen von Organmitgliedern und Mitarbeitern der HHLA erhalten.
15. Grundsätzlich basiert unsere Wertermittlung auf den für die Bewertung zur Verfügung gestellten Unterlagen. Dabei wurden erhaltene Informationen von uns kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung im Sinne einer Jahresabschlussprüfung nach §§ 316 ff. HGB unterzogen.
16. Die gesetzlichen Vertreter der POH und der HHLA haben uns gegenüber am 20. April 2026 eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns alle Angaben, die für die

¹ Kapitalmarktdaten werden gemäß Vorgehen des Bewertungsgutachters immer zum jeweiligen Freitag abgerufen. Der 10. April 2026 bildet den nächstmöglichen praktikablen Stichtag vor Einladung zur Hauptversammlung dar.

Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, oder Unterlagen, die wir angefordert haben und zur Verfügung gestellt wurden, richtig und vollständig erteilt wurden.

17. Wir betonen, dass sich üblicherweise Unterschiede zwischen den erwarteten und den tatsächlich erzielten Ergebnissen ergeben, da Ereignisse anders als ursprünglich geplant eintreten können. Diese Unterschiede können wesentlich sein. Daher übernehmen wir keine Haftung und Verantwortung für den Eintritt der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen und Ergebnisse und/oder die durchzuführenden Maßnahmen sowie das Ergebnis der unternehmerischen Aktivität. Gleichfalls tätigen wir keine Aussage zu der Erreichbarkeit der Planungsergebnisse sowie der Richtigkeit und Vollständigkeit der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen, Ergebnisse und Informationen.
18. Wir weisen darauf hin, dass die nachfolgend dargestellten Berechnungen zur Ableitung der Unternehmenswerte grundsätzlich in Millionen Euro mit einer Nachkommastelle ausgewiesen werden. Das Ergebnis unserer Berechnungen haben wir entsprechend gerundet. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition bzw. Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- bzw. Gesamtsummen führen.

2. BEWERTUNG DES TEILKONZERNS HAFENLOGISTIK (A-AKTIE)

2.1. Abfindungsermittlung anhand des Börsenkurses

19. Die Übertragung von Aktien auf Verlangen eines Aktionärs gemäß § 327a AktG setzt die Gewährung einer angemessenen Barabfindung voraus. Die Festlegung der Barabfindung erfolgt durch den Hauptaktionär gemäß § 327b AktG. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen. Die Abfindung muss den wahren Wert der Unternehmensbeteiligung ersetzen.² Die marktorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses ist grundsätzlich für die Ermittlung des Werts einer Beteiligung geeignet. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschlägt.³
20. Der Rückgriff auf den Börsenkurs scheidet aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist. Das kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum eine Marktengge vorliegt und mit den Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat. Anhaltspunkte für das Vorliegen einer Marktengge können geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien sein. An hinreichender Aussagekraft mangelt es Börsenkursen auch dann, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder wenn kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.⁴
21. Nach der jüngsten Rechtsprechung des BGH setzt die Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung anhand des Börsenkurses nicht voraus, dass der Kapitalmarkt vollständig informationseffizient ist, also ein Zustand herrscht, in dem alle zugänglichen öffentlichen und nichtöffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind. Ausreichend ist vielmehr eine mittelstrenge bzw. halb strenge Informationseffizienz, d.h. dem Kapitalmarkt müssen nicht sämtliche existierenden Informationen bekannt sein. Vielmehr bestimmt sich das erforderliche Informationsniveau nach den gesetzlichen Veröffentlichungspflichten. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, darf der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.⁵
22. Im Fall der HHLA ist festzustellen, dass bis zum Wirksamwerden des Squeeze Out sämtliche gesetzlichen Veröffentlichungspflichten eingehalten wurden und damit die von der Rechtsprechung geforderte Informationseffizienz im Referenzzeitraum des 3M-VWAP und darüber hinaus gegeben ist.⁶

² Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az. – 1 BvR 1613/94, 305f.; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. – II ZB 12/21, Rn. 19.

³ Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22 Rn. 25; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. – II ZB 12/21, Rn. 20.

⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 31.01.2024 – II ZB 5/22, Rn. 27; BGH, Beschluss vom 21.02.2023 – II ZB 12/21, Rn. 20.

⁵ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 26.04.2011 – 1 BvR 2658/10, Rn. 25; BGH, Beschluss vom 21.02.2023 – II ZB 12/21, Rn. 51; BGH, Beschluss vom 31.01.2024 – II ZB 5/22, Rn. 27.

⁶ Vgl. Anlage 5.2

23. Wir nehmen zunächst eine Analyse des Börsenkurses vor. Zusätzlich wird eine eigenständige Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA AG zum 11. Juni 2026 unter Berücksichtigung des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen vorgenommen.
24. Entsprechend der höchstrichterlichen Rechtsprechung kann in geeigneten Fällen zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung allein auf den Börsenkurs abgestellt werden. Insofern wird zunächst anhand einer Börsenkursanalyse geprüft, ob die Voraussetzungen für die Festlegung der Barabfindung auf Basis des Börsenkurses der A-Aktien der HHLA erfüllt sind.
25. Anschließend wird eine Fundamentalbewertung zum 11. Juni 2026 anhand der Grundsätze des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen zur Verifizierung des anhand der Börsenkursanalyse festgestellten Verkehrswerts der A-Aktien der HHLA vorgenommen.

Börsenhandel der A-Aktien der HHLA

26. Die A-Aktien der HHLA (Teilkonzern Hafenlogistik) sind unter der ISIN DE000A0S8488⁷ zum regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen und erfüllen dort die Anforderungen des Prime Standard. Zusätzlich besteht eine Notierung im regulierten Markt der Hamburger Wertpapierbörsen. Der Handel erfolgt überwiegend über die elektronische Handelsplattform XETRA. Darüber hinaus erfolgt der Handel im Freiverkehr an den Wertpapierbörsen Düsseldorf, Frankfurt, Hannover, München und Stuttgart sowie an der Tradegate Exchange und über die elektronischen Handelssysteme Gettex, LS Exchange, LS Tradecenter und Quotrix.⁸
27. Die S-Aktien der HHLA (Teilkonzern Immobilien) sind dagegen nicht börsennotiert. Insofern kann für die S-Aktien die Abfindung nicht anhand eines Börsenkurses bestimmt werden.

Dreimonatsdurchschnittskurs als Referenzkurs

28. Nach der Rechtsprechung des BVerfG (DAT/ALTANA-Entscheidung) darf der den außenstehenden Aktionären anzubietende Abfindungsbetrag nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Verkehrswert der Aktie bestimmt werden.⁹
29. Der BGH hat diese Rechtsprechung bestätigt und präzisiert, so etwa in seinem Beschluss vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“,¹⁰ 12/21, BGHZ 236, 180) sowie in seinem Beschluss vom 31. Januar 2024 („Vodafone/KDG“,¹¹ 5/2, AG 2024, 665). Nach der Stollwerck-Entscheidung des BGH wird der Referenzkurs aus dem volumengewichteten Durchschnittskurs über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme (hier: des Squeeze Outs) ermittelt (sog. „3M-VWAP“)¹². Im Gegensatz zu einem Stichtagskurs unterliegt dieser in geringerem Maße Zufallseinflüssen und kurzfristigen Verzerrungen. Hierfür spricht auch die Wertung der WpÜG-AngebV, nach der die nach dem WpÜG bei Übernahme- und Pflichtangeboten anzubietende angemessene Gegenleistung sich ebenfalls als 3M-VWAP der inländischen Börsenkurse im regulierten Markt ermittelt. Diese grundsätzliche Wertung hinsichtlich der Aussagekraft eines 3M-VWAP im Hinblick auf die Anteilsbewertung von

⁷ Zum Verkauf eingereichte A-Aktien: ISIN DE000A37FUD8

⁸ Im Rahmen des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots wurden die zum Verkauf eingereichten (angedienten) A-Aktien zeitweise unter einer separaten ISIN (DE000A37FUD8) geführt/handelbar gemacht.

⁹ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 (sog. „DAT/ALTANA-Entscheidung“)

¹⁰ Vgl. BGH, Beschluss vom 21.02.2023 - II ZB 12/21

¹¹ Vgl. BGH, Beschluss vom 31.01.2024 - II ZB 5/22

¹² Vgl. BGH, Beschluss 19.07.2010 – II ZB 18/09

börsennotierten Gesellschaften hat der Gesetzgeber bei Erlass des neuen § 255 Abs. 5 AktG bestätigt.

30. Mit Ad-hoc-Mitteilung vom 5. Januar 2026 machte die HHLA öffentlich bekannt, dass die POH dem Vorstand der HHLA AG mit Schreiben vom selben Tag erstmalig die Absicht mitgeteilt hatte, einen Squeeze Out der verbleibenden Minderheitsaktionäre der HHLA gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung durchzuführen. Der maßgebliche Referenzzeitraum für die Berechnung des Dreimonatsdurchschnittskurses der A-Aktie der HHLA umfasst somit den Zeitraum vom 5. Oktober 2025 bis zum 4. Januar 2026 („Referenzzeitraum“).
31. Der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) gemäß § 5 WpÜG-AngebV berechnete Dreimonatsdurchschnittskurs für diesen Referenzzeitraum beträgt 21,16 € je Aktie. Bei einer ausstehenden Anzahl von 72.514.938 A-Aktien entspricht dies einer Marktkapitalisierung des Teilkonzerns Hafenlogistik i.H.v. 1.534,4 Mio. €. In die Berechnung gehen alle Geschäfte ein, die in den fraglichen Aktien in den drei Monaten vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Durchführung eines Squeeze Out in regulierten Märkten an Börsen in Deutschland (inländische organisierte Märkte) gemacht wurden.
32. Der Börsenkurs ist vorliegend nicht auf den Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung der HHLA AG am 11. Juni 2026 hochzurechnen. Eine Hochrechnung käme nach der Rechtsprechung nur in Betracht, wenn zwischen dem Stichtag des 3M-VWAP und der beschlussfassenden Hauptversammlung ein längerer Zeitraum im Sinne der Rechtsprechung läge und die konkreten Umstände eine Hochrechnung geboten erscheinen ließen.¹³ Nach Auffassung des OLG Frankfurt kommt eine Hochrechnung des Börsenkurses im Fall eines Squeeze Out in Betracht, wenn zwischen dem Tag der Bekanntgabe des Squeeze Out und der Beschlussfassung in der Hauptversammlung darüber mehr als sieben Monate liegen.¹⁴ Zwischen dem Stichtag des 3M-VWAP am 4. Januar 2026 und der beschlussfassenden Hauptversammlung am 11. Juni 2026 liegen rund 5 Monate. Es handelt sich dabei nicht um einen längeren Zeitraum im Sinne der Rechtsprechung des BGH. Darüber hinaus liegen aus heutiger Sicht keine Umstände vor, die eine Hochrechnung geboten erscheinen lassen. Insbesondere fallen keine signifikanten werterhöhenden Ereignisse in den Zeitraum nach dem Ende der Referenzperioden bis zur beschlussfassenden Hauptversammlung.

Historischer Börsenkurs und Handelsvolumen der A-Aktie der HHLA

33. Der Börsenkurs der A-Aktien wurde zunächst maßgeblich durch die Ankündigung des Übernahmeangebots am 13. September 2023 und den Angebotspreis beeinflusst. Bis zum Vollzug („Closing“) am 28. November 2024 wurde der Kursverlauf im Wesentlichen durch die vom Markt eingeschätzten Erfolgsaussichten des Angebots sowie durch die Bewertung der Angemessenheit des angebotenen Preises bestimmt und orientierte sich nah an dem Angebotspreis. Nach dem Vollzug des Übernahmeangebots nahmen die Schwankungen des Börsenkurses wieder zu. In der letzten Juliwoche 2025 kam es zu einem signifikanten Kursanstieg. Der Anstieg trat im zeitlichen Umfeld mit der positiven Ergebnisentwicklung im 1. Halbjahr 2025 sowie den Wechseln in Vorstand und Aufsichtsrat auf.¹⁵

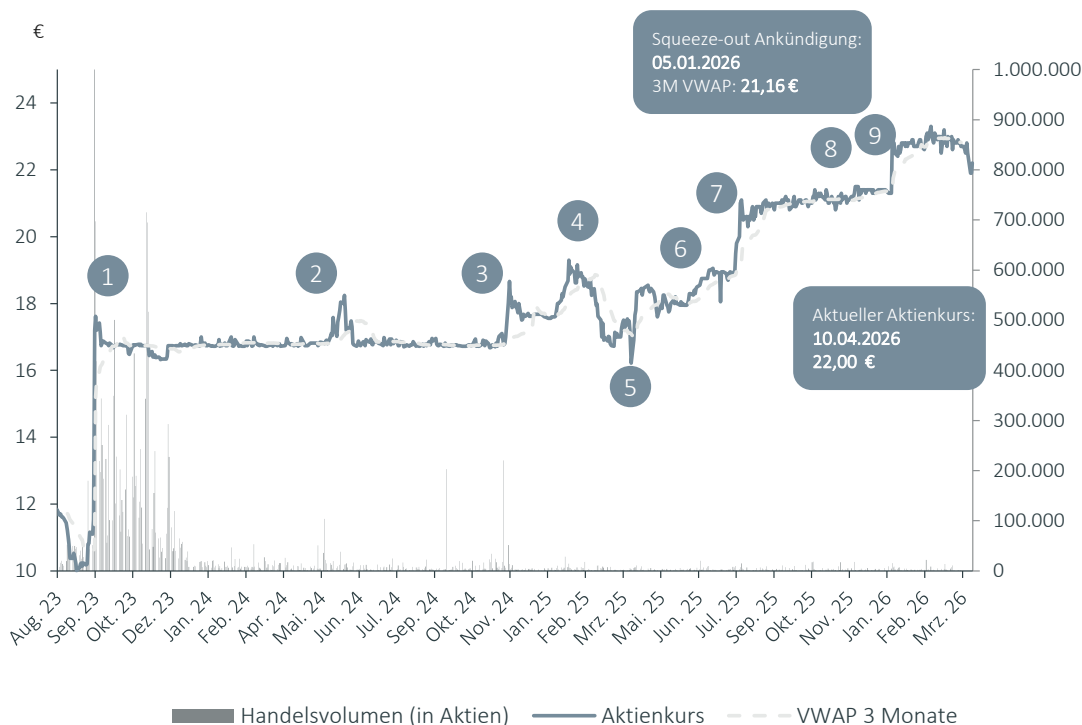
¹³ Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09, Rz. 29 ff. (Juris) – Stollwerck; BGH, Beschluss vom 28. Juni 2011 – II ZB 2/10, BeckRS 2011, 18394.

¹⁴ OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 27. August 2020 – 21 W 59/19, Leitsatz 1.

¹⁵ Vgl. <https://hlla.de/medien/news/detailansicht/ad-hoc-hhla-vorstandsvorsitzende-scheidet-spaetestens-zum-jahresende-aus>, 23.06.2025.

Aktienkursverlauf und Handelsvolumen der A-Aktie der HHLA

in € / in #



Quelle: Bloomberg, S&P Capital IQ, Unternehmensinformationen

34. Die vorstehende Grafik zeigt die Börsenkursentwicklung und das Handelsvolumen der A-Aktie der HHLA im Zeitraum von August 2023 bis April 2026 unter Einbeziehung ausgewählter kursrelevanter Ereignisse.
35. ¹ Im August/September 2023 notierte die A-Aktie in einer Bandbreite von rund 10 bis 12 € je Stück. Am 13. September 2023 wurde von der Blitz 23-844 SE (später firmierend als Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE), eine zu diesem Zeitpunkt 100%-ige Tochtergesellschaft der SAS Shipping Agencies Services Sàrl („SAS“), einer mittelbaren 100%-igen Tochtergesellschaft der MSC, die Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots zu einem Preis von 16,75 € je A-Aktie bekanntgegeben. Das Angebot beinhaltete eine Prämie von 48,9% auf den damaligen 3M-VWAP zum Zeitpunkt der Ankündigung des Angebots sowie von 45,1% auf den Schlusskurs vom 12. September 2023. In der Folge sprang der Börsenkurs am Tag der Ankündigung (13.09.2023) auf 17,20 € (XETRA-Schlusskurs) und näherte sich anschließend wieder dem Angebotspreis an. Bis Jahresende notierte die Aktie wieder auf dessen Niveau und lag am 29.12.2023 bei 16,76 €.
36. Im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot haben MSC und FHH einen verbindlichen Vorvertrag bzw. Memorandum of Understanding (der „Verbindliche Vorvertrag“) abgeschlossen, welcher die grundlegenden Parameter und Bedingungen des Übernahmeangebots sowie die gemeinsamen Absichten und Übereinkünfte der Parteien im Hinblick auf die Gesellschaft regelt. Der Verbindliche Vorvertrag sah vor, dass die A-Aktien

durch die POH als Joint Venture der FHH und MSC (durch eine Tochtergesellschaft, namentlich SAS) gehalten werden. Dies sollte dadurch erreicht werden, dass die HGV Hamburger Gesellschaft für Vermögens- und Beteiligungsmanagement mbH („HGV“), eine 100%-ige Tochtergesellschaft der FHH, die von ihr gehaltenen A-Aktien nach Vollzug des Übernahmeangebots im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung auf die Bieterin überträgt und im Gegenzug Aktien der Bieterin erwirbt. Sofern die Bieterin nach Vollzug des Übernahmeangebots und der Einbringung 100% der A-Aktien hält, sollte die HGV mit 50,1% und MSC mit 49,9% am Grundkapital der Bieterin beteiligt sein. Die HGV sollte nach Vollzug des Übernahmeangebots jedenfalls stets durchgerechnet wenigstens 50,1% der A-Aktien halten.

37. Am 23. Oktober 2023 wurde die Angebotsunterlage¹⁶ veröffentlicht. In der Angebotsunterlage wird bereits die Absicht genannt, eine Zusammenschluss- bzw. Business-Combination-Vereinbarung zwischen der POH, HGV, SAS und HHLA („BCA“) abzuschließen, in der zentrale Kriterien der strategischen Zusammenarbeit, insbesondere Kapital- und Investitionszusagen adressiert werden. Eine Vorvereinbarung zum Abschluss des BCA schlossen die Parteien am 5. November 2023.
38. ² Am 15. Mai 2024 veröffentlichte die HHLA AG die Ergebnisse für das erste Quartal 2024.¹⁷ Trotz eines nur leichten Umsatzrückgangs infolge von Lieferkettenstörungen im Roten Meer und eines insgesamt herausfordernden wirtschaftlichen Umfelds bestätigte die Gesellschaft die Prognose aus dem Geschäftsbericht 2023. Der Kurs stieg im Nachgang zur Veröffentlichung der Q1-Zahlen kurzzeitig an und lag zeitweise oberhalb der 18-€-Marke, kehrte in der weiteren Entwicklung jedoch wieder in etwa auf das Niveau vor Veröffentlichung der Quartalszahlen zurück.
39. ³ Bis November 2024 erfolgte die Genehmigung des Übernahmeangebots durch die zuständigen Aufsichtsbehörden.¹⁸ Seit dem 14. November 2024 waren sämtliche aufschiebenden Bedingungen des Angebots erfüllt. Das Closing der Transaktion wurde am 28. November 2024 öffentlich bekanntgegeben.¹⁹
40. Das BCA wurde am 21. November 2024 umgesetzt und der Abschluss des BCA am 22. November 2024 öffentlich bekanntgegeben.²⁰ Damit waren die wesentlichen Eckpfeiler öffentlich kommuniziert, darunter Eigenkapitalzusagen für die HHLA in Höhe von insgesamt 450 Mio. € innerhalb der nächsten sechs Jahre, ein Investitionsrahmen von rund 1,2 Mrd. € für die Jahre 2025 bis 2028 sowie eine langfristige Volumenzusage mit sukzessiv steigenden Mengen und einem dauerhaften Mindestumschlag von 1.000 TTEU pro Jahr ab dem Jahr 2031. Nach

¹⁶ Vgl. Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE, Angebotsunterlage (freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an die Aktionäre der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft), veröffentlicht am 23.10.2023, dort insbesondere „Hintergrund des Angebots“, Ziff. 8.2 (Verbindlicher Vorvertrag zwischen der FHH und MSC) sowie Ziff. 8.3 (Zusammenschlussvereinbarung mit der HHLA).

¹⁷ Vgl. Hamburger Hafen und Logistik AG (HHLA): „HHLA result affected by weakened economy and supply chain disruptions in Q1 2024“, Pressemitteilung/Newsroom, 15.05.2024, abrufbar unter: <https://hlla.de/en/media/news/detail-view/hhla-result-affected-by-weakened-economy-and-supply-chain-disruptions-in-q1-2024> (Zugriff: 19.02.2026).

¹⁸ Vgl. Hamburger Hafen und Logistik AG (HHLA): „MSC erhält alle regulatorischen Freigaben für Beteiligung an der HHLA“, Newsroom-Mitteilung, 15.11.2024, abrufbar unter: <https://hlla.de/medien/news/detailansicht/msc-erhaelt-alle-regulatorischen-freigaben-fuer-beteiligung-an-der-hhla>. Vgl. Hamburger Hafen und Logistik AG (HHLA): „Ad hoc: HHLA hebt Erwartung für das Geschäftsjahr 2024 an“, 30.10.2024, abrufbar unter: <https://hlla.de/investoren/mitteilungen/finanzmitteilungen/detailansicht/ad-hoc-hhla-hebt-erwartung-fuer-das-geschaeftsjahr-2024-an>.

¹⁹ Vgl. MSC Group, Pressemitteilung „MSC Group completes acquisition of minority stake in HHLA“, veröffentlicht am 28. November 2024, abrufbar unter: <https://www.msc.com/en/newsroom/press-releases/2024/msc-group-completes-acquisition-of-minority-stake-in-hhla>

²⁰ Vgl. https://www.eqs-news.com/news/related-party-transactions/hamburger-hafen-und-logistik-ag-release-according-to-article-111c-of-the-aktg-the-german-stock-corporation-act-with-the-objective-of-europe-wide-distribution/ff818910-52c9-4558-b0f0-54b26438d697_en, 22.11.2024.

Closing des Übernahmeangebots reagierte der XETRA-Börsenkurs positiv auf die strategische Vereinbarung und stieg von 16,92 € (14. November 2024) auf 18,66 € (26. November 2024) je A-Aktie.

41. ⁴ Zu Jahresbeginn 2025 setzte zudem eine deutlich positive Gesamtmarktentwicklung ein. Getragen wurde diese von starken internationalen Kapitalzuflüssen in europäische Aktien, steigender Risikobereitschaft der Investoren sowie neuen staatlichen Investitionsprogrammen in Deutschland. In diesem Umfeld verzeichnete die A-Aktie der HHLA einen spürbaren Kursanstieg und bewegte sich sukzessive in Richtung eines Kurses von 20 €.
42. ⁵ Im Februar 2025 folgte die Veröffentlichung der Ergebnisse für das Geschäftsjahr 2024. Trotz positiver Umsatz- und Ergebnisentwicklungen blieb das Marktumfeld weiterhin von geopolitischen Unsicherheiten und Lieferkettenstörungen geprägt. Der Kurs reagierte zunächst mit erhöhter Volatilität und markierte zwischenzeitlich ein lokales Tief bei 16,22 €, bevor erneut eine Aufwärtsbewegung einsetzte.
43. ⁶ Im Frühjahr 2025 kam es zu einem weiteren Anstieg des Aktienkurses. Diese Entwicklung trat zeitlich parallel zu verstärkten Marktspekulationen über potenzielle Strukturmaßnahmen im Zusammenhang mit der MSC-Beteiligung auf.
44. ⁷ Am 14. August 2025 wurden die Ergebnisse für das erste Halbjahr 2025 veröffentlicht.²¹ Diese wiesen deutliche Steigerungen bei Umsatz und operativem Ergebnis im Vergleich zum Vorjahr aus, wenngleich das Marktumfeld weiterhin durch schwache wirtschaftliche Aktivität und geopolitische Konflikte belastet war. Die HHLA schloss das erste Halbjahr 2025 sehr erfolgreich ab. Der Containerumschlag stieg um 7,9% auf 3.172 TTEU (Vorjahr: 2.940 TTEU), der Containertransport um 19,6% auf 997 TTEU (Vorjahr: 833 TTEU) und die Konzern-Umsatzerlöse um 16,3% auf 884,5 Mio. € (Vorjahr: 760,3 Mio. €). Im unmittelbaren zeitlichen Zusammenhang mit der Veröffentlichung der Halbjahresergebnisse stieg der HHLA-Kurs von 20,60 € (14.08.2025) auf 21,00 € (22.08.2025) und legte damit um rund 1,9% zu. Im weiteren Verlauf näherte sich der Kurs einem Wert von 21,50 € an und markierte damit das Maximum vor Ankündigung des Squeeze Out im dargestellten Zeitraum.
45. ⁸ Am 13. November 2025 veröffentlichte die HHLA ihre Quartalsmitteilung für Januar bis September 2025 und wies trotz eines von konjunkturellen Belastungen, geopolitischen Spannungen und Unsicherheiten in der US-Handelspolitik geprägten Umfelds eine deutliche operative Verbesserung aus: Der Containerumschlag erhöhte sich um 6,7% auf 4.798 TTEU und der Containertransport um 13,6% auf 1.501 TTEU. Zugleich stiegen die Konzern-Umsatzerlöse um 12,5% auf 1.331,4 Mio. € und das operative Betriebsergebnis (EBIT) legte um 25,7% auf 117,1 Mio. € zu.²²
46. ⁹ Am 5. Januar 2026 veröffentlichte die HHLA eine Ad-hoc Mitteilung mit der Bekanntmachung des am gleichen Tag durch die POH an den Vorstand der HHLA AG

²¹ Vgl. <https://hhla.de/investoren/mitteilungen/finanzmitteilungen/detailansicht/hhla-schliesst-erstes-halbjahr-2025-sehr-erfolgreich-ab, 2025>.

²² Vgl. <https://hhla.de/investoren/mitteilungen/finanzmitteilungen/detailansicht/hhla-trotzt-schwierigem-umfeld-mit-deutlichem-umsatz-und-erloeszuwachs, 2025>.

übermittelten Verlangens zur Durchführung eines Squeeze Out. Der XETRA-Schlusskurs der A-Aktie lag am 4. Januar 2026, dem Tag vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Durchführung eines Squeeze Out, bei 21,30 €; der 3M-VWAP belief sich zum 4. Januar 2026 auf 21,16 €. In der Folge stieg der Börsenkurs auf 22,90 € zum 06.01.2026. Ab der Squeeze Out-Ankündigung ist der Börsenkurs damit durch Abfindungsspekulation verzerrt und als Marktpreis nur noch eingeschränkt aussagekräftig. Der aktuelle Kurs liegt bei 22,00 € (XETRA, Schlusskurs 10. April 2026)

47. Der Kursverlauf der A-Aktien war im Zeitraum von der Ankündigung des Übernahmeangebots Ende 2023 bis zum Closing im November 2024 maßgeblich durch das Übernahmeangebot von MSC und dessen Erfolgswahrscheinlichkeit geprägt. Er reflektiert eine signifikante Übernahmeprämie gegenüber dem Börsenkurs vor der Ankündigung des Angebots. Nach Closing des Übernahmeangebots wurde die im BCA vereinbarte strategische Partnerschaft zwischen der HHLA und MSC als Joint Venture Partner der POH positiv durch den Kapitalmarkt bewertet. Diese Partnerschaft, welche u.a. bereits Mindestcontainerumschlagmengen seitens MSC bei der HHLA ab dem Jahr 2025 vorsah, stand zeitlich im Zusammenhang mit einer positiven Entwicklung der Halbjahreszahlen 2025 der HHLA. In diesem Umfeld kam es zu einem weiteren Kursanstieg auf das im 3M-VWAP reflektierte Kursniveau von 21,16 €. Nach Ankündigung des Squeeze Out am 5. Januar 2026 ist der Börsenkurs durch Abfindungsspekulation verzerrt.
48. Auffällige Kurssprünge, die weder operativ oder durch das Übernahmeangebot erklärt werden könnten, konnten im Rahmen der Börsenkursanalyse nicht festgestellt werden. Insofern bestehen keine Hinweise auf Marktmanipulation oder Verstöße gegen Publizitätspflichten. Da die HHLA zudem ihren Publizitätspflichten nachgekommen ist, bestehen insofern keine Anhaltspunkte, dass der Börsenkurs nicht auf einem informationseffizienten Kapitalmarkt beruht.

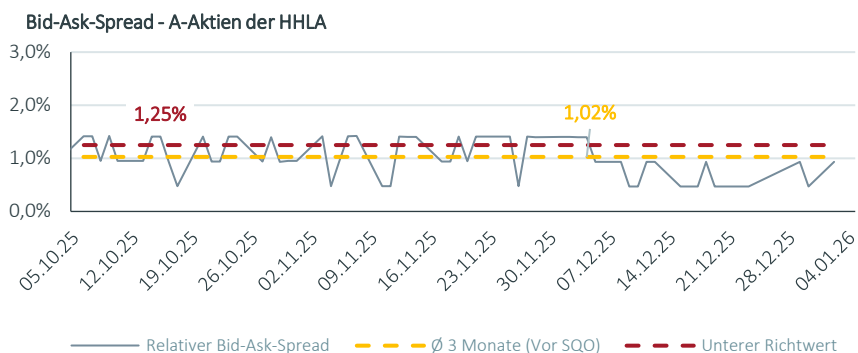
Liquidität der A-Aktie (5. Oktober 2025 bis 4. Januar 2026)

49. Neben einer Analyse des Verlaufs des Aktienkurses bieten sich mehrere Kriterien zur Überprüfung der Liquidität der A-Aktie der HHLA an. So ist nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsV zur Ermittlung der Untergrenze der Gegenleistung bei Übernahme- und Pflichtangeboten der Dreimonatsdurchschnittskurs der BaFin nicht maßgeblich, wenn
 - in den drei Monaten vor Veröffentlichung des Angebots in weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden und
 - mehrere aufeinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abweichen.
50. Im Referenzzeitraum vom 5. Oktober 2025 bis zum (einschließlich) 4. Januar 2026 wurde die A-Aktie der HHLA an allen 60 Handelstagen im regulierten Markt (XETRA) gehandelt. Zudem lagen im gesamten Zeitraum keine aufeinanderfolgenden Kursfeststellungen mit Abweichungen von mehr als 5% im Sinne des § 5 Absatz 4 WpÜG-Angebotsverordnung vor.
51. Nach den beiden oben aufgeführten Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsV bestehen somit keine Anzeichen einer mangelnden Liquidität der A-Aktie der HHLA im Referenzzeitraum. Die Aktie wurde im Referenzzeitraum an ausreichend vielen Handelstagen mit ausreichendem

Volumen gehandelt, d.h. Börsenkurse konnten festgestellt werden, und die Börsenkurse wiesen auch keine erheblichen Kurssprünge an nacheinander gelagerten Handelstagen auf, so dass auf dieser Basis von keiner Marktengung auszugehen ist.²³

52. Der Streubesitz der A-Aktie der HHLA lag im maßgeblichen Referenzzeitraum zwischen dem 5. Oktober 2025 und dem 4. Januar 2026 durchgehend über 5,0% und erreichte im Durchschnitt rund 5,2% des Grundkapitals der A-Aktien.
53. Die Analyse des Handelsvolumens zeigt, dass die A-Aktie der HHLA im Referenzzeitraum vom 5. Oktober 2025 bis zum 4. Januar 2026 regelmäßig gehandelt wurde. Im Durchschnitt wurden pro Handelstag rund 76 Tsd. € umgesetzt.
54. Zusätzlich werden die Transaktionskosten (in Form des sog. Bid-Ask-Spread) untersucht, um die Liquidität der Aktie im Zeitablauf beurteilen zu können. In Bezug auf den Bid-Ask-Spread verwendet beispielsweise das LG München I einen Richtwert von 1,25%²⁴ und das OLG Frankfurt sowie das OLG Karlsruhe einen Richtwert von 2,00%.²⁵

Liquiditätsverlauf der A-Aktie der HHLA anhand des Bid-Ask-Spread im Referenzzeitraum



Quelle: Bloomberg, S&P Capital IQ, ValueTrust Analyse, Unternehmenswebsite

55. Der durchschnittliche Bid-Ask-Spread im Referenzzeitraum vom 5. Oktober 2025 bis zum 4. Januar 2026 betrug auf der Handelsplattform XETRA als liquidester Börsenplatz 1,02%. Zudem sind im Beobachtungszeitraum keine deutlichen Abweichungen nach oben erkennbar, die auf temporäre Illiquidität hindeuten könnten. Insofern spricht der Wert für eine ausreichende Liquidität der A-Aktie der HHLA im Referenzzeitraum.
56. Das im IDW S 17 vorgesehene Ampelkriterium einer Mindestliquidität in Höhe von MDAX-Unternehmen dagegen geht über die rechtlichen Anforderungen an die Maßgeblichkeit des Börsenkurses hinaus. Maßgeblich ist gemäß BGH-Rechtsprechung, ob für die relevanten Aktien von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Kapitalmarktteilnehmer

²³ Vgl. § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsV. Vgl. auch OLG München, Beschluss vom 14.12.2021 - 31 Wx 190/20.

²⁴ Vgl. LG München I, Beschluss vom 2. Dezember 2016, Az. 5HK 5781/15; Grenzwert bei Bid-Ask-Spreads ist 1,25%.

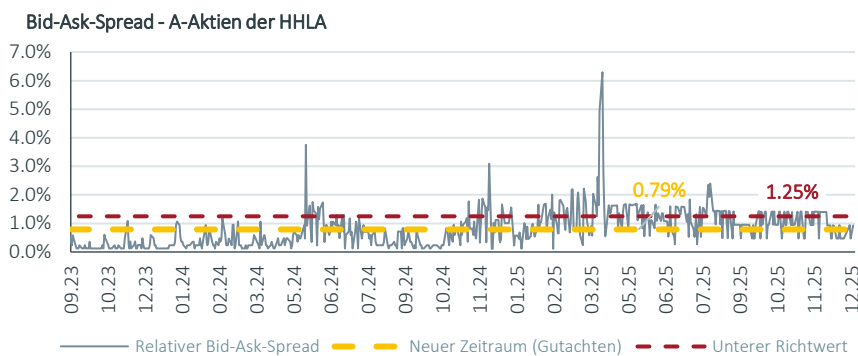
²⁵ Vgl. OLG Frankfurt 21. Zivilsenat, Beschluss vom 26. Januar 2017, Az. 21 W 75/15; Geringe Liquidität bei Bid-Ask-Spreads ist über 2,0%; OLG Karlsruhe v. 16.04.2024 Az. 12 W 27/23. Siehe auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 9. Februar 2024, Az. 21 W 129/22 Entscheidung pro Börsenkurs bei einem B/A Spread von unter 1,0% im 3M-VWAP-Zeitraum bzw. 0,74%.

auszugehen ist. Dieses Kriterium kann auch für Aktien mit einer geringeren Handelsaktivität als bei den hochliquiden Aktien des MDAX erfüllt sein.²⁶

Liquidität der A-Aktie (13. September 2023 bis 4. Januar 2026 (die „Langzeitbetrachtung“))

57. In der Langzeitbetrachtung vom 13. September 2023 bis zum (einschließlich) 4. Januar 2026 wurde die A-Aktie der HHLA an allen 584 Handelstagen im regulierten Markt (XETRA) gehandelt. Zudem lagen im gesamten Betrachtungszeitraum, mit Ausnahme des Zeitraums vom 30. Juli 2025 bis 31. Juli 2025, keine aufeinanderfolgenden Kursfeststellungen mit Abweichungen von mehr als 5% im Sinne des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung vor.²⁷
58. Nach den beiden oben aufgeführten Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsV bestehen somit kumulativ keine Anzeichen einer mangelnden Liquidität der A-Aktie der HHLA in der Langzeitbetrachtung. Die Aktie wurde auch in der Langzeitbetrachtung an ausreichend vielen Handelstagen mit ausreichendem Volumen gehandelt, d.h. Börsenkurse konnten festgestellt werden, und die Börsenkurse wiesen auch keine erheblichen Kurssprünge an nacheinander gelagerten Handelstagen auf, so dass auf dieser Basis von keiner Marktengung auszugehen ist.²⁸
59. Der Streubesitz der A-Aktie der HHLA lag in der Langzeitbetrachtung zwischen dem 13. September 2023 und dem 4. Januar 2026 durchgehend über 5% und erreichte im Durchschnitt rund 12,3% des Grundkapitals der A-Aktien.
60. Die Analyse des Handelsvolumens zeigt, dass die A-Aktie der HHLA in der Langzeitbetrachtung regelmäßig gehandelt wurde. Im Durchschnitt wurden pro Handelstag rund 523 Tsd. € umgesetzt.

Liquiditätsverlauf der A-Aktie der HHLA anhand des Bid-Ask-Spread in der Langzeitbetrachtung



Quelle: Bloomberg, S&P Capital IQ, ValueTrust Analyse, Unternehmenswebsite

²⁶ Vgl. Trotz geringer Liquidität als von MDAX Unternehmen zugunsten des Börsenkurses entschieden: OLG Frankfurt, Beschluss vom 09. Februar 2024–21 W 129/22, S. 18., LG München I, Beschluss vom 13.02.2026, 5 HK O 14435/24.

²⁷ Die Kursfeststellungen mit Abweichungen von mehr als 5% sind dabei irrelevant für den maßgeblichen Referenzzeitraum. Zudem gilt das Kriterium der Abweichung von Börsenkursen um mehr 5% nur kumulativ mit dem Kriterium der Anzahl der Handelstage mit festgestellten Börsenkursen.

²⁸ Vgl. § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsV. Vgl. auch OLG München, Beschluss vom 14.12.2021 - 31 Wx 190/20.

61. Der durchschnittliche Bid-Ask-Spread in der Langzeitbetrachtung betrug auf der Handelsplattform XETRA als liquidester Börsenplatz 0,79%. Insofern spricht der Bid-Ask-Spread für eine ausreichende Liquidität der A-Aktie der HHLA auch in der Langzeitbetrachtung.
62. Zusammenfassend sind auf Basis der durchgeführten Analysen aus rechtlicher sowie aus ökonomischer Perspektive folgende Feststellungen zu nennen:
- Der Aktienkursverlauf der A-Aktie der HHLA weist im Referenzzeitraum keine Häufung von nacheinander festgestellten Börsenkursen auf, die um mehr als 5% voneinander abweichen. In der Langzeitbetrachtung weist der Aktienkursverlauf der A-Aktie nur einen Fall von nacheinander festgestellten Börsenkursen auf, die um mehr als 5% voneinander abweichen.
 - Zugleich fand im Referenzzeitraum an 60 von 60 möglichen Tagen und damit an mehr als einem Drittel der Handelstage aktiver Handel der A-Aktie der HHLA statt. Auch in der Langzeitbetrachtung fand an 584 von 584 möglichen Tagen und damit an mehr als einem Drittel der Handelstage aktiver Handel der A-Aktie statt.
 - Der Streubesitz der A-Aktien der HHLA lag im Referenzzeitraum durchgehend oberhalb des Schwellenwerts von 5,0%. In der Langzeitbetrachtung lag der Streubesitz der A-Aktien im Durchschnitt bei rund 12,3% und damit oberhalb des Schwellenwerts von 5,0%.
 - Im Referenzzeitraum wurden durchschnittlich rd. 76 Tsd. € pro Tag umgesetzt. In der Langzeitbetrachtung wurden durchschnittlich rd. 523 Tsd. € pro Tag umgesetzt.
 - Der durchschnittliche Bid-Ask-Spread im Referenzzeitraum betrug auf XETRA 1,02% und liegt damit unterhalb der in der Rechtsprechung genannten.²⁹ In der Langzeitbetrachtung betrug der durchschnittliche Bid-Ask-Spread auf XETRA 0,79%.
63. Insgesamt war der Börsenkurs im Referenzzeitraum und in der Langzeitbetrachtung anhand der aufgeführten Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsV ausreichend liquide. Auch eine Betrachtung des Bid-Ask-Spread und des Streubesitzes deutet nicht auf eine eingeschränkte Liquidität der Aktien hin. Zudem sprechen das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen von rund 76 Tsd. € im Referenzzeitraum und von 523 Tsd. € in der Langzeitbetrachtung, der regelmäßige Handel an sämtlichen Handelstagen sowie das Ausbleiben relevanter Kurssprünge in der Gesamtwürdigung für eine ausreichende Liquidität der A-Aktien der HHLA.
64. Zudem verdeutlicht der Kursverlauf der A-Aktie der HHLA, dass sich der Börsenkurs zunächst an dem Übernahmeangebot orientierte. Nach dem Closing des Übernahmeangebots im November 2024 ist eine Kursentwicklung zu beobachten, die zeitlich mit einer positiven operativen Entwicklung der HHLA sowie der Umsetzung der im BCA beschriebenen Maßnahmen zusammenfiel. Darüber hinaus hat die HHLA regelmäßig und zeitnah zu ihrer Erstellung die jeweiligen Quartals- und Geschäftsberichte veröffentlicht und hierzu Investorenkonferenzen durchgeführt. Zudem wurden auch Ad-Hoc Mitteilungen zur

²⁹ Vgl. Tz. 54.

Entwicklung der Prognose und des Auftragseingangs, Wechseln im Vorstand oder dem Aufsichtsrat oder dem Abschluss von Investorenvereinbarungen oder Ähnliches sowie Stimmrechtsmitteilungen und Kapitalmarktmeldungen veröffentlicht. Insofern bestehen keine Hinweise auf Kursbeeinflussung durch Marktmanipulation, Insiderhandel oder Verstöße gegen Publizitätsvorschriften. Insgesamt ist davon auszugehen, dass der Börsenkurs auf der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Kapitalmarktteilnehmer zustande gekommen ist und dieser auch die Ertragskraft der HHLA repräsentiert.

65. Vor dem Hintergrund der rechtlichen Anforderungen sowie aus ökonomischer Sicht stellt der 3M-VWAP der A-Aktie der HHLA alleine eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA und der Barabfindung gemäß § 327b AktG dar.

2.2. Allgemeine Bewertungsgrundsätze

66. Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur, in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere im IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen gefunden. Sie werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt.
67. Auftragsgemäß nehmen wir eine eigenständige Bewertung der HHLA zum 11. Juni 2026 unter Berücksichtigung des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen vor. Im Folgenden werden die sich aus diesen Grundsätzen der Unternehmensbewertung ergebenden Vorgehensweisen und die gesetzten Prämissen sowie deren jeweiligen Unterschiede dargestellt.

2.2.1. Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA

68. Der Wert des Eigenkapitals wird durch das zweckgerichtete Zusammenwirken aller im Unternehmen vorhandenen materiellen und immateriellen Werte bestimmt. Das Bewertungsobjekt muss nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein; zugrunde zu legen ist vielmehr das auftragsgemäße, oft nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt.
69. Der Wert des Eigenkapitals ist anlass- und zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Bei der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.³⁰ Darüber hinaus sind nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder bereits hinreichend konkretisiert waren (sog. Wurzeltheorie).³¹
70. Generell wird in der Unternehmensbewertung zwischen Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren unterschieden. Zu den Gesamtbewertungsverfahren zählen

³⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 50-52.

³¹ Vgl. BayObLG, Beschluss vom 08. August 2025, Az.: 101 W 116/24; BGH, Urteil vom 28. Mai 2013, Az.: II ZR 67/12, BGHZ 197, 284, Rn. 59; BGH, Urteil vom 9. November 1998, Az.: II ZR 190/97, BGHZ 140, 35, Rn. 12; BGH, Beschluss vom 4. März 1998, Az.: II ZB 5/97, BGHZ 138, 136, Rn. 11; BGH, Urteil vom 17. Januar 1973, Az.: IV ZR 142/70, NJW 1973, 509, Rn. 17; OLG München, AG 2022, 669, Rn. 37 m. w. N.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. Januar 2016, Az.: 21 W 70/15, AG 2016, 551, Rn. 31; van Rossum, in: Münchener Kommentar zum AktG, § 305, Rn. 114 f.; Popp/Ruthardt, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, § 12, Rn. 12, 83 f., § 14, Rn. 14.41 ff.

Unternehmensbewertungsmethoden auf Basis von Kapitalwertkalkülen, wie z.B. die verschiedenen Varianten der Discounted Cashflow-Methode („DCF-Methode“) und die Ertragswert-Methode sowie die Multiplikator-Methode. Zu den Einzelbewertungsverfahren zählen bspw. der Liquidationswert und der Substanzwert.³²

71. Der Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der finanziellen Überschüsse an die Unternehmenseigner (sog. Zukunftserfolgswert) zuzüglich des Werts etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte. Die Wertermittlung erfolgt grundsätzlich unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens. Zur Ableitung des Barwerts der finanziellen Überschüsse werden Kapitalkosten verwendet, welche die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentieren. Demnach wird der objektivierte Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.³³ Hierzu werden nach Theorie und Praxis die Ertragswert-Methode und die Varianten der DCF-Methode verwendet. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht.³⁴
72. Der Zukunftserfolgswert hängt in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip).
73. Der Wert des Eigenkapitals lässt sich daher direkt durch Netto-Kapitalisierung anhand der sogenannten Ertragswert-Methode bzw. des Equity-Ansatzes als eine Variante der DCF-Methode (sog. „Cashflow to Equity-Ansatz“) ermitteln (sog. „Equity-Ansätze“). Alternativ kann der Wert des Eigenkapitals auch indirekt durch Brutto-Kapitalisierung nach dem Konzept der durchschnittlichen gewogenen Kapitalkosten („Weighted Average Cost of Capital“ - WACC) mit dem sog. WACC-Ansatz, dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz (APV-Ansatz bzw. TCF-Ansatz) ermittelt werden (sog. „Entity-Ansätze“). Während bei der direkten Ermittlung die um die Fremdkapitalkosten verminderten (gesamten) finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden, bezieht sich die Diskontierung im Rahmen der indirekten Ermittlung auf die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit und einer anschließenden Minderung des so ermittelten Unternehmensgesamtwerts (Enterprise Value oder Entity Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten.
74. Dabei ist bei Ermittlung des Werts des Eigenkapitals gemäß IDW S 1 die Kapitalstruktur anhand des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts abzuleiten. Eine Optimierung der Kapitalstruktur, die sich aufgrund des Einflusses des Mehrheitsaktionärs beispielsweise umsetzen ließe, ist gemäß IDW S 1 für die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals aus der Perspektive des typisierten Eigenkapitalgebers nicht maßgeblich.

³² Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 8.

³³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 35.

³⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 151.

75. Bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird von der Rechtsprechung regelmäßig auf die Wertrelevanz persönlicher Steuern hingewiesen, sodass in dieser Gutachtlichen Stellungnahme die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals auch unter der Annahme der unmittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1, d.h. mit typisierter Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern (Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern) aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner, erfolgt.
76. Gemäß den DVFA-Empfehlungen ist das Bewertungskonzept des „markttypischen Unternehmenserwerbers“ als Typisierungs- bzw. Plausibilisierungsmaßstab für die Bestimmung des abzuleitenden Fundamentalwerts anzuwenden. Konkretisiert wird dies im Prinzip der Methodenvielfalt, d.h. dass die Multiplikator-Methode grundsätzlich gleichberechtigt zu den zahlungsstromorientierten Diskontierungsverfahren ist. Wertbandbreiten und spezifische Annahmen zur Vorgehensweise des markttypischen Unternehmenserwerbers sind transparent darzustellen. Persönliche Einkommensteuern werden nicht einbezogen.

2.2.2. Bewertung anhand der Ertragswert- oder DCF-Methode

77. Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1 auf Basis einer oder mehrerer Varianten der DCF-Methode oder nach der Ertragswert-Methode ermittelt werden.³⁵ Bei sachgerechter Anwendung und konsistenten Annahmen hat die Wahl der Bewertungsmethode innerhalb der DCF-Methoden (Cashflow-to-Equity-, WACC-, APV- und Total Cashflow-Ansatz) bzw. der Ertragswert-Methode keinen Einfluss auf den Wert des Eigenkapitals. Gemäß IDW S 1 sind diese auf Kapitalwertkalkülen beruhenden Bewertungsmethoden deshalb als gleichwertig anzusehen.³⁶
78. Die Planung der finanziellen Überschüsse wird hierbei üblicherweise in mindestens zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase umfasst in der Regel einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert grundsätzlich auf einer detaillierten Planungsrechnung des Bewertungsobjekts. Da sich das Bewertungsobjekt zum Ende der Detailplanungsphase zumeist noch nicht im zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen „eingeschwungenen Zustand“ befindet, sind im Rahmen einer zweiten Phase, der sog. „Konvergenzphase“, entsprechende Annahmen, zum Beispiel in Bezug auf längerfristige Investitions- oder Produktlebenszyklen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse, zu treffen. Die dritte Phase, die sogenannte Fortführungsphase („Terminal Value“ bzw. kurz „TV“ oder „Ewige Rente“), unterstellt für das Bewertungsobjekt einen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand. In diesem werden die jährlichen finanziellen Überschüsse als konstant oder mit konstanter Rate wachsend angenommen.³⁷
79. Im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen ist die Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 die in der Rechtsprechung allgemein akzeptierte Bewertungsmethodik. Entsprechend wird im Folgenden der Unternehmenswert der HHLA AG anhand des objektivierten Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 auf Grundlage der Ertragswertmethode nach persönlichen Steuern ermittelt. Daneben wird der

³⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 128 ff.

³⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 128.

³⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 68-70.

Unternehmenswert der HHLA anhand der DCF-Methode vor persönlichen Steuern nach den DVFA-Empfehlungen ermittelt.

2.2.2.1. Ermittlung des Ertragswerts (nach persönlichen Steuern)

80. Bei der Ertragswert-Methode wird der Ertragswert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Ausschüttungen nach persönlichen Steuern mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zum Bewertungsstichtag berechnet.³⁸ Der Unternehmenswert ergibt sich aus dem Ertragswert abzüglich des auf nicht beherrschende Gesellschafter („Minderheiten“) entfallenden Werts und zuzüglich der Sonderwerte.
81. Bei der Ertragswert-Methode nach persönlichen Steuern wird der bewertungsrelevante Zahlungsstrom ausgehend vom Jahresergebnis (vor Minderheiten) ermittelt. Davon sind die Netto-Investitionen in das Anlagevermögen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten abzuziehen, welche in Summe der Gewinnthesaurierung entsprechen.

Operatives Ergebnis (EBIT)

-/+	Finanz- und Beteiligungsergebnis
-	Steuern vom Einkommen und vom Ertrag
=	Jahresergebnis (vor Minderheiten)
-	Gewinnthesaurierung
=	Finanzieller Überschuss
	<i>davon Dividendenausschüttung (abzüglich Abgeltungsteuer + SolZ (26,4%))</i>
	<i>davon fiktive Thesaurierungen (abzüglich hälftiger Abgeltungsteuer + SolZ (13,2%))</i>
=	Finanzieller Überschuss nach persönlichen Steuern

82. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 sind Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote erforderlich.
83. Die konsistente Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen erfordert eine bewertungstechnische Aufteilung der finanziellen Überschüsse (nach Gewinnthesaurierung, d.h. notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur) in einen Dividendenanteil einerseits und einen fiktiv thesaurierten Anteil andererseits. Diese Unterscheidung ist notwendig, da Dividenden und Kursgewinne (fiktive Thesaurierungen) mit unterschiedlichen effektiven Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner belastet werden.

Minderheiten

84. Da Minderheiten bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse zunächst unberücksichtigt bleiben, wird eine gesonderte Bewertung der auf Minderheiten entfallenden finanziellen Überschüsse vorgenommen. Der Wert der Minderheiten wird durch Diskontierung mit den

³⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 90.

verschuldeten Eigenkapitalkosten ermittelt. Der so ermittelte Barwert wird dann von dem ermittelten Ertragswert abgezogen.

Sonderwerte

85. Sachverhalte, die im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten. Als Sonderwerte kommen insbesondere nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögenswerte, die nicht zur Erzielung von finanziellen Überschüssen im Rahmen der eigentlichen operativen Unternehmensaufgabe erforderlich sind. Hierzu zählen beispielsweise nicht betriebsnotwendige liquide Mittel, nicht mehr genutzte Betriebsgrundstücke oder Kunstgegenstände.
86. Weiterhin können u.a. auch besondere steuerliche Sachverhalte aus Transparenz- oder Komplexitätsgründen als Sonderwert ermittelt werden.

Wert des Eigenkapitals bzw. Unternehmenswert

87. Die Berücksichtigung von Minderheiten und Sonderwerten ergänzend zum Ertragswert führt zum Wert des Eigenkapitals („Unternehmenswert“) des Bewertungsobjekts.

Ertragswert nach persönlichen Steuern

$$\begin{array}{l} - \text{ Minderheiten} \\ \text{+/- Sonderwerte} \\ \hline = \text{ Wert des Eigenkapitals („Unternehmenswert“)} \end{array}$$

2.2.2.2. Ermittlung des DCF-Werts (vor persönlichen Steuern)

88. Neben der Ertragswertermittlung nach persönlichen Steuern wird der Unternehmenswert der HHLA anhand der DCF-Methode vor persönlichen Steuern nach den DVFA-Empfehlungen ermittelt.
89. Beim Cashflow-to-Equity-Ansatz wird der DCF-Wert direkt durch Diskontierung des den Eigenkapitalgebern zustehenden Cashflows („Cashflow-to-Equity“) mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten zum Bewertungsstichtag berechnet.
90. Im Cashflow-to-Equity-Ansatz wird der bewertungsrelevante Zahlungsstrom ausgehend vom Jahresergebnis (vor Minderheiten) ermittelt. Davon sind die Brutto-Investitionen in das Anlagevermögen abzüglich Abschreibungen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten abzuziehen, welche in Summe der Gewinnthesaurierung entsprechen.³⁹ Zusätzlich sind die Veränderungen des Eigenkapitals aus Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen zu berücksichtigen.

³⁹ Dies gilt nur soweit keine Eigenkapitalmaßnahmen zu berücksichtigen sind.

Operatives Ergebnis (EBIT)

-/+	Finanz- und Beteiligungsergebnis
-	Steuern vom Einkommen und vom Ertrag
<hr/>	
=	Jahresergebnis (vor Minderheiten)
+	Abschreibungen
-	Brutto-Investitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen
-/+	Veränderung des Netto-Umlaufvermögens (inkl. operativem Kassenbestand)
-/+	Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten
-	Gewinnthesaurierung
<hr/>	
=	Cashflow-to-Equity bzw. finanzieller Überschuss

91. Da der Cashflow-to-Equity den an die Eigenkapitalgeber auszuschüttenden finanziellen Überschüssen entspricht, ist der Cashflow-to-Equity mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten zu diskontieren. Die Berechnung des DCF-Werts erfolgt vor persönlichen Steuern der Anteilseigner und berücksichtigt somit die sog. mittelbare Typisierung gemäß IDW S 1.
92. Analog der Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern bleiben Minderheiten auch bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse in der Vorsteuerbetrachtung zunächst unberücksichtigt. Der Wert der Minderheiten wird durch Diskontierung mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten ermittelt und von dem ermittelten DCF-Wert abgezogen.
93. Des Weiteren sind Sachverhalte, die im Rahmen der Ermittlung des DCF-Werts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, grundsätzlich gesondert im Rahmen der Ermittlung eines Sonderwerts zu bewerten.
94. Die Berücksichtigung von Minderheiten und Sonderwerten ergänzend zum DCF-Wert führt zum Wert des Eigenkapitals („Unternehmenswert“) des Bewertungsobjekts.

DCF-Wert vor persönlichen Steuern

-	Minderheiten
+/-	Sonderwerte
<hr/>	

= **Wert des Eigenkapitals („Unternehmenswert“)**

2.2.3. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

95. Neben der Ableitung des Unternehmenswerts auf Basis der Ertragswert-Methode nach persönlichen Steuern bzw. der DCF-Methode vor persönlichen Steuern können Unternehmenswerte mit Hilfe der Multiplikator-Methode ermittelt werden.
96. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgrößen) des Unternehmens mit dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von geeigneten Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgeleitet wird. Dabei können analog zu der DCF- und Ertragswert-Methode sog. „Enterprise-Multiplikatoren“ und „Equity-Multiplikatoren“ verwendet werden. Bei den Enterprise-Multiplikatoren wird zunächst der Unternehmensgesamtwert ermittelt, welcher durch Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten und Minderheiten sowie Berücksichtigung der Sonderwerte auf den Wert

des Eigenkapitals überzuleiten ist. Bei den Equity-Multiplikatoren hingegen ist ein Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten nicht erforderlich.

97. Gemäß den Grundsätzen des IDW S 1 ist die Multiplikator-Methode keine gleichrangige Methode der Unternehmensbewertung, sondern lediglich ein vereinfachtes Preisfindungsverfahren. Die Multiplikator-Methode kann nach den Grundsätzen des IDW S 1 lediglich zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach der Ertragswert- bzw. DCF-Methode verwendet werden.⁴⁰
98. Die DVFA-Empfehlungen stellen auf die Perspektive des markttypischen Unternehmenserwerbers ab, welcher verschiedene Bewertungsmethoden, i.d.R. Multiplikator-gestützte Methoden und Bewertungsverfahren auf Basis von Kapitalwertkalkülen, nebeneinander anwendet und Entscheidungen auf Basis verschiedener Analysen trifft. In den DVFA-Empfehlungen steht die Multiplikator-Bewertung daher grundsätzlich gleichrangig neben anderen Methoden,⁴¹ sofern nicht branchenbedingte, unternehmensspezifische oder bewertungsanlassspezifische Besonderheiten die Bevorzugung einer bestimmten Methode rechtfertigen.
99. Das theoretische Fundament der Multiplikator-Bewertung ist das sog. „Law of One Price“ (Gesetz von der Unterschiedslosigkeit der Preise), welches i.e.S. besagt, dass gleiche Güter auf demselben Markt zum selben Preis gehandelt werden sollten, da andernfalls Arbitragemöglichkeiten bestehen würden. Weiter gefasst kann darunter auch verstanden werden, dass vergleichbare Vermögenswerte (z.B. Unternehmen oder Unternehmensanteile) zu vergleichbaren Preisen gehandelt werden sollten.
100. Bei der Bewertung anhand von Multiplikatoren werden wertbildende Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen, i.d.R. Ertrags- und Überschussgrößen wie Umsatzerlöse, EBITDA und EBIT etc. in Relation zu deren beobachtbaren Marktpreisen gesetzt und die so ermittelten Relationen (die Multiplikatoren) auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Dabei wird davon ausgegangen, dass zwischen den zugrundeliegenden Bezugsgrößen und dem Unternehmensgesamtwert ein proportionaler Zusammenhang besteht. Die genannten Bezugsgrößen werden hilfsweise herangezogen, da für Cashflow- und Kapitalrenditegrößen (insbesondere für die Peer Group) regelmäßig keine Prognosen von Analysten erstellt und veröffentlicht werden. Entscheidendes Merkmal der Multiplikator-Methode ist, dass als Ausgangspunkt für die Bewertung beobachtbare Preise dienen. Zur Herstellung der notwendigen Äquivalenz mit dem zu bewertenden Unternehmen werden jedoch diese Preise angepasst, um im Endergebnis eine Schätzung für den fundamentalen Unternehmensgesamtwert zu erhalten. Solche Anpassungen können v.a. bei verzerrten Marktpreisbildungen aufgrund externer Schocks (z.B. durch die Finanz- und Wirtschaftskrise) erforderlich sein.
101. Ein Vorteil der Multiplikator-gestützten Unternehmensbewertung ist deren strikte Marktbezogenheit. Die zugrundeliegenden Preisrelationen sind beobachtbar und werden tatsächlich auf Kapitalmärkten und/oder bei Unternehmenstransaktionen bezahlt. Andererseits ist diese Bewertungsmethode (ebenso wie die Ableitung der Kapitalkosten aus Kapitalmarktdaten) damit auch Marktunvollkommenheiten und -ineffizienzen ausgesetzt, die zu Abweichungen zwischen beobachtbaren Preisen und intrinsischen Werten führen können

⁴⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 140.

⁴¹ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012.

und durch den Gutachter zu korrigieren sind. Insbesondere in Krisenphasen müssen die vorliegenden Marktpreise aufgrund von möglichen Verzerrungen und Sondersituationen kritisch gewürdigt werden.

102. Im Folgenden werden für die Multiplikator-gestützte Bewertung daher, ebenso wie für die Diskontierungsmethode, unternehmensinterne Planungen und Informationen genutzt. Die ermittelten Multiplikatoren der Peer Group Unternehmen werden auf die realisierten und die von der Unternehmensleitung geplanten Bezugsgrößen (auf Basis derselben Planungsrechnung, die bei der DCF- bzw. Ertragswert-Methode verwendet wird) angewendet. Allerdings ist der verfügbare Zeitraum der Prognose deutlich kürzer als bei Anwendung von Bewertungsverfahren auf Basis von Kapitalwertkalkülen.
103. Der Multiplikator ergibt sich aus dem Verhältnis von Preis zur Bezugsgröße des Vergleichsunternehmens. Analysen basieren regelmäßig auf Multiplikatoren der vergangenen zwölf Monate bzw. des vergangenen Jahres (sog. „LTM-Multiplikatoren“ bzw. „Stichtags-Multiplikatoren“) sowie der darauffolgenden Jahre (sog. „Forward-Multiplikatoren“). Grundsätzlich sind zukunftsorientierte Multiplikatoren bei der marktpreisorientierten Bewertung vorzuziehen. Historische Multiplikatoren, wie LTM-Multiplikatoren, können durch Sondereffekte verzerrt sein. Zukunftsorientierte Multiplikatoren hingegen basieren typischerweise auf normalisierten Schätzungen von Analysten, während LTM-Multiplikatoren auf Ist-Werten basieren. LTM-Multiplikatoren finden zur Wahrung der Zeitkongruenz primär Verwendung bei Transaktionsmultiplikatoren.

2.2.4. Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA

104. Sowohl nach IDW S 1 wie auch gemäß den DVFA-Empfehlungen sind Synergien bei der Unternehmensbewertung entsprechend zu würdigen.
105. Nach IDW S 1 versteht man unter Synergieeffekten die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. Ferner ist zur Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts gemäß Rechtsprechung zwischen sog. unechten und echten Synergien zu unterscheiden.⁴² Unechte Synergien sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich auch ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme realisieren lassen. Die aus unechten Synergien resultierenden finanziellen Überschüsse sind bei der Bestimmung eines objektivierte Unternehmenswerts grundsätzlich zu berücksichtigen, jedoch nur soweit die synergiestiftenden Maßnahmen bereits zum Bewertungsstichtag eingeleitet, im Unternehmenskonzept dokumentiert oder bereits hinreichend konkretisiert sind. Im Unterschied hierzu ergeben sich echte Synergieeffekte erst durch die dem Bewertungsanlass zugrundeliegende Maßnahme und sind in der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen.
106. Gemäß IDW S 1 sind die Synergien seitens des neutralen Gutachters zu berücksichtigen, soweit zum Bewertungsstichtag ein wirtschaftlicher Verbund bereits verwirklicht ist oder davon auszugehen ist, dass dieser eingegangen bzw. intensiviert wird und solche Maßnahmen aus der

⁴² Vgl. BGH, Beschluss vom 4. März 1998, Az. II ZB 5/97, OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17; OLG Hamburg, 23. September 2021, 13 W 87/18; OLG Düsseldorf, 8. Juli 2021, 26 W 10/20; OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15.

Perspektive umfassend informierter Eigenkapitalgeber ohne einseitigen Einfluss auf den Unternehmenswert zu erwarten wären.⁴³

107. Der markttypische Unternehmenserwerber wird seine rein käuferindividuellen Synergien bzw. wertbestimmenden Faktoren in einer unterstellten fiktiven Verhandlungssituation nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises berücksichtigen. Rein käuferindividuelle Synergien sind dabei unabhängig von der Definition echter oder unechter Synergien. So stellen rein käuferindividuelle Synergien unabhängig vom jeweiligen Bewertungsanlass jenen Anteil am gesamten Synergiepotential dar, der ausschließlich dem spezifischen Käufer bzw. Mehrheitsaktionär zuzuordnen ist. Diese sind nicht in der Bewertung zu berücksichtigen. Im Gegensatz dazu sind Synergien, die jeder markttypische Unternehmenserwerber realisieren könnte, im Plausibilisierungsmaßstab der Synergieplanung zu berücksichtigen.

2.2.5. Liquidationswert

108. Liquidationswerte und Substanzwerte werden in der Literatur im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren, wie der Ertragswert- oder DCF-Methode, als Einzelbewertungsverfahren bezeichnet. Der Liquidationswert wird in den Grundsätzen des IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen als Wertuntergrenze herangezogen. Hierbei wird explizit auf eine „möglichst vorteilhafte“ Verwertung abgestellt.⁴⁴ Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen der oben beschriebenen Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.
109. Erweist es sich insgesamt gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, die in den Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögenswerte oder in sich geschlossene Betriebsteile gesondert zu veräußern, ist grundsätzlich die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse als Liquidationswert zu berücksichtigen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.⁴⁵
110. Im vorliegenden Fall wurde aufgrund des positiven Marktwert-/ Buchwertverhältnisses kein Liquidationswert ermittelt, da dieser nicht maßgeblich ist. Die geplante Rendite auf das eingesetzte Kapital (sog. Return on Capital Employed oder ROCE) liegt im Planungszeitraum ab dem Jahr 2027, in der Konvergenzphase und in der ewigen Rente stets über den Gesamtkapitalkosten, sodass davon auszugehen ist, dass eine Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist.⁴⁶
111. Die Bewertung der Substanz (Substanzwert) unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur einen Teilrekonstruktionswert darstellt. Der Substanzwert oder Rekonstruktionswert hat allerdings keine selbstständige Aussagekraft für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.⁴⁷ Substanzwerte wurden deshalb im Hinblick auf den Bewertungsanlass nicht ermittelt.

⁴³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 82.

⁴⁴ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012 S.8.

⁴⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 151 ff.

⁴⁶ Vgl. Kapitel 2.4

⁴⁷ Vgl. u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207 sowie IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 156.

2.3. Bewertungsobjekt

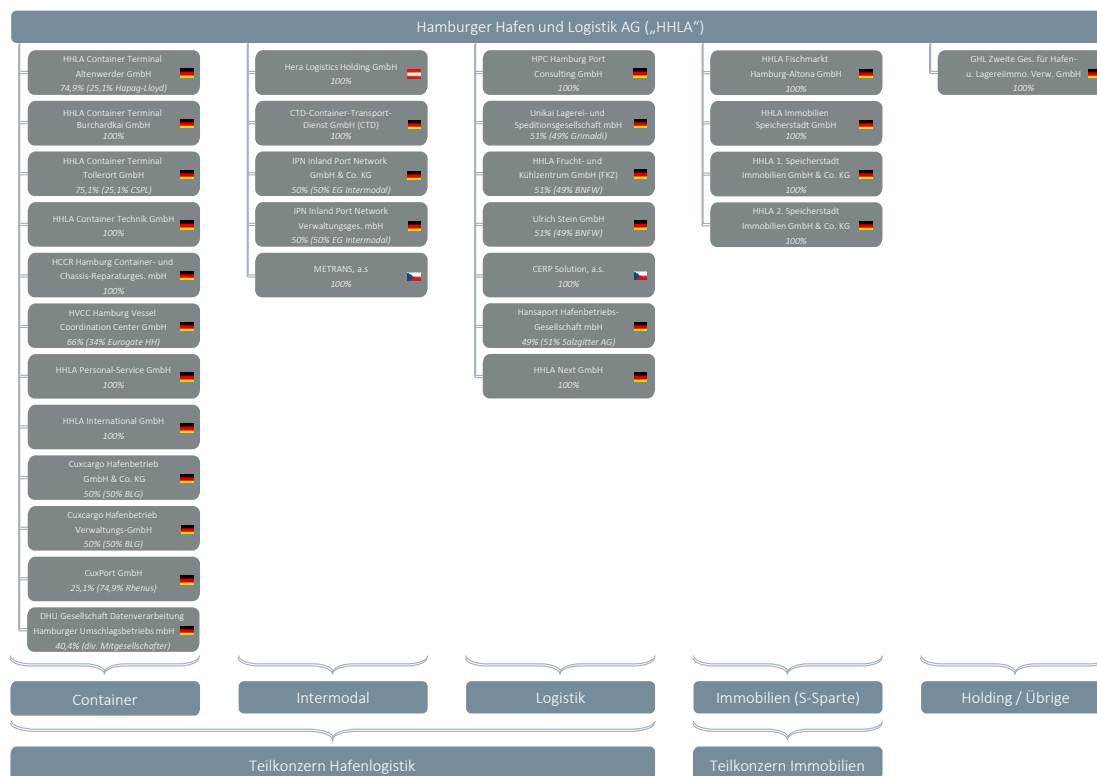
112. Die Definition bzw. Abgrenzung des Bewertungsobjekts ist Grundlage jeder Unternehmensbewertung. Um die Wachstumschancen, Planungsrechnung und das Risikopotenzial des zu bewertenden Unternehmens beurteilen zu können, ist es notwendig, den historischen Hintergrund, das Geschäftsmodell und die Marktstellung der Gesellschaft zu verstehen.
113. Gegenstand der Bewertung sind die A-Aktien des Teilkonzerns Hafenlogistik sowie die S-Aktien des Teilkonzerns Immobilien der HHLA. Da die S-Aktien im Rahmen des Squeeze Outs nicht übertragen werden, wird in den folgenden Kapiteln überwiegend auf die A-Aktien eingegangen. Eine nähere Beschreibung sowie überschlägige Bewertung der S-Aktien erfolgt in Kapitel 3.
114. Im Folgenden werden zunächst die rechtlichen und steuerlichen Verhältnisse sowie die Unternehmenshistorie dargestellt. Anschließend werden die wirtschaftlichen Verhältnisse, das Geschäftsmodell, die Unternehmensstrategie und das Markt- und Wettbewerbsumfeld erläutert. Unter Einbezug der historischen Ertrags- und Vermögenslage der letzten drei Geschäftsjahre vor dem Bewertungsstichtag werden dann die Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells der HHLA sowie die Gelegenheiten und Gefahren des Marktumfelds herausgearbeitet, um auf dieser Basis das Chancen-Risiko-Profil der HHLA zu konkretisieren (SWOT-Analyse). In Verbindung mit der Darstellung vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) bildet dies einen geeigneten Ausgangspunkt für die Einschätzung der Planungsrechnung im Hinblick auf die Höhe und das zeitliche Anfallen der von Prognoseunsicherheit geprägten Cashflows, deren Risikoprofil sowie der Ableitung der kapitalmarktbasierten Bewertungsprämissen.

2.3.1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

115. Die Bewertungsobjekte sind die A-Aktien des Teilkonzerns Hafenlogistik sowie die S-Aktien des Teilkonzerns Immobilien der HHLA AG, Hamburg/Deutschland, einschließlich der konsolidierten und nicht konsolidierten Tochterunternehmen, Gemeinschaftsunternehmen und assoziierten Unternehmen.
116. Zum 31. Dezember 2025 umfasste der Konsolidierungskreis der HHLA insgesamt 66 vollkonsolidierte Gesellschaften (29 in Deutschland und 37 im Ausland) sowie 8 At-Equity bilanzierte Beteiligungsgesellschaften. Die nachfolgende Darstellung gibt einen Überblick über die wesentliche Konzernstruktur der HHLA.⁴⁸

⁴⁸ Vgl. Anlage 5.4 für eine umfangreichere Darstellung

Konzernstruktur der HHLA (vereinfachte Darstellung)



Quelle: Unternehmensinformationen.

117. Die HHLA AG ist eine deutsche Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter der Nummer HRB 1902 eingetragen. Das Geschäftsjahr der HHLA entspricht dem Kalenderjahr.
118. Gemäß §2 der Satzung umfasst der Unternehmensgegenstand der HHLA im Wesentlichen die Leitung und Beteiligung an Unternehmen in den Bereichen Transport und Logistik – insbesondere in der Seehafenverkehrswirtschaft und im Hinterlandverkehr – sowie den Erwerb, die Verwaltung, Vermietung, Entwicklung und Verkauf von Immobilien, insbesondere in der Hamburger Speicherstadt und am Hamburger Fischmarkt. Zur Unterstützung des Kerngeschäfts ist die HHLA ferner berechtigt, in diesen Bereichen und in den Feldern additive Fertigung und Informationstechnologie Dienstleistungen zu erbringen und Produkte, Systeme, Anlagen und Softwarelösungen zu entwickeln und herzustellen. Darüber hinaus darf sie alle Geschäfte tätigen, die mit dem Unternehmensgegenstand in Zusammenhang stehen oder ihn fördern.
119. Der Vorstand der HHLA AG besteht aus vier Mitgliedern. Die aktuellen Vorstandsmitglieder sind Jeroen Eijnsink (Vorsitzender des Vorstands), Annette Geiß, Jens Hansen und Torben Seebold.
120. Der Aufsichtsrat der HHLA AG setzt sich satzungsgemäß aus zwölf Mitgliedern (paritätisch je sechs Vertreter der Anteilseigner und der Arbeitnehmer) zusammen. Vorsitzender des Aufsichtsrats ist Marcus Vitt, stellvertretender Vorsitzender ist André Kretschmar. Weitere Aufsichtsratsmitglieder sind Kristin Berger, Dr. Andreas Dressel, Hugues Favard, Alexander

Grant, Holger Heinzl, Stefan Koop, Katharina Kriston, Franziska Reisener, Søren Toft und Maren Ulbrich.

121. Das Grundkapital der HHLA AG beträgt 75.219.438 € und ist eingeteilt in insgesamt 75.219.438 nennwertlose Stückaktien. Davon entfallen 72.514.938 auf A-Aktien (börsennotierte Stammaktien, Teilkonzern Hafenlogistik) und 2.704.500 auf S-Aktien (nicht börsennotierte Stammaktien, Teilkonzern Immobilien). Jede Aktie ist mit einem rechnerischen Anteil von 1,00 € am Grundkapital beteiligt. Die S-Aktien gewähren eine Beteiligung allein am Vermögen und Ergebnis des Teilkonzerns Immobilien, während die A-Aktien am Vermögen und Ergebnis des Teilkonzerns Hafenlogistik beteiligt sind. Die FHH zusammen mit der MSC-Gruppe halten mittelbar über das Gemeinschaftsunternehmen POH derzeit insgesamt 68.756.039 der A-Aktien; die restlichen A-Aktien befinden sich im Streubesitz. Die POH hält ferner als Vollrechtsinhaberin aufgrund einer mit der HGV geschlossenen Vereinbarung zur vorübergehenden Überlassung von Wertpapieren derzeit sämtliche 2.704.500 S-Aktien. Ihr gehören daher Aktien der HHLA in Höhe von mehr als 95% des Grundkapitals. Jede Aktie der HHLA gewährt – soweit gesetzlich oder satzungsmäßig nichts anderes bestimmt ist – eine Stimme in der Hauptversammlung.
122. Die Gesellschaft verfügt gemäß §3 Abs. 4 und 5 der Satzung über zwei Tranchen genehmigtes Kapital. Genehmigtes Kapital I ermächtigt den Vorstand bis zum 15. Juni 2027 das Grundkapital einmalig oder mehrmals um bis zu 36.257.469 € durch Ausgabe von bis zu 36.257.469 neuen A-Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlage zu erhöhen. Genehmigtes Kapital II ermächtigt den Vorstand im selben Zeitraum, das Grundkapital um bis zu 1.352.250 € durch Ausgabe von bis zu 1.352.250 neuen S-Aktien zu erhöhen. In beiden Fällen steht den Aktionären grundsätzlich ein Bezugsrecht zu, allerdings kann der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats dieses Bezugsrecht in bestimmten, in der Satzung definierten Fällen ausschließen.
123. Die HHLA unterliegt als in Hamburg ansässiges Unternehmen dem deutschen Körperschaftsteuer- und Gewerbesteuerrecht. Der Körperschaftsteuersatz beträgt 15% zuzüglich 5,5% Solidaritätszuschlag.⁴⁹ Der Gewerbesteuerhebesatz in Hamburg liegt bei 470%, was einem effektiven Gewerbesteuersatz von 16,45% entspricht. Insgesamt resultiert hieraus eine nominale Gesamtsteuerbelastung von ca. 32,3% auf Ebene der HHLA AG.
124. Zum 31. Dezember 2025 bestehen in Deutschland drei ertragsteuerliche Organkreise. Der erste Organkreis wird von der HHLA AG als Organträger gebildet und bezieht unter anderem die operativen Terminalgesellschaften in Hamburg (wie z.B. HHLA Container Terminal Burchardkai GmbH) sowie weitere in Deutschland ansässige Konzerngesellschaften in die gemeinsame steuerliche Ergebnisermittlung ein. Dadurch werden Gewinne und Verluste dieser Gesellschaften für Zwecke der Körperschaft- und Gewerbesteuer auf Ebene der HHLA AG zusammengeführt und unterliegen dort der Besteuerung (bzw. Verlustverrechnung) nach Maßgabe des deutschen Steuerrechts. Ein weiterer Organkreis besteht unter Führung der HHLA Container Terminal Tollerort GmbH und umfasst die HHLA Rosshafen Terminal GmbH. Daneben besteht ein dritter Organkreis mit der HHLA Next GmbH als Organträger, dem die iSAM AG zugeordnet ist.

⁴⁹ Die schrittweise Absenkung des Körperschaftsteuersatzes von derzeit 15% auf 10% in den Veranlagungszeiträumen 2028 bis 2032 erfolgt gemäß dem „Gesetz für ein steuerliches Investitionsfortprogramm“ (BR-Drucksache 281/25). Die Staffelung lautet: 14% (VZ 2028), 13% (VZ 2029), 12% (VZ 2030), 11% (VZ 2031) und 10% ab VZ 2032.

125. Das steuerliche Einlagekonto der HHLA AG beläuft sich zum 31. Dezember 2023 auf 79,8 Mio. €. Zum 31. Dezember 2025 wurde dieser Wert von der Gesellschaft auf 79,8 Mio. € fortgeschrieben.
126. Der Teilkonzern Hafenlogistik verfügt zum 31. Dezember 2025 über nutzbare körperschaftsteuerliche Verlustvorträge i.H.v. 198,4 Mio. € und nutzbare gewerbsteuerliche Verlustvorträge i.H.v. 201,9 Mio. €. Diese Verlustvorträge liegen ausschließlich in der HHLA AG.
127. Die HHLA verfügt über mehrere langfristige, vertragliche Regelungen von zentraler Bedeutung für die Geschäftstätigkeit der HHLA. Insbesondere bestehen mit der Freien und Hansestadt Hamburg bzw. der Hamburg Port Authority langfristige Konzessions- und Pachtverträge über die Nutzung der Hafenterrassen und Anlagen in Hamburg. Diese Vereinbarungen sichern der HHLA das langfristige Nutzungsrecht, die großen Container Terminals im Hamburger Hafen über Jahrzehnte zu betreiben. Dadurch verfügt die HHLA über eine gesicherte Grundlage für ihr Kerngeschäft im Containerumschlag, da Terminalflächen langfristig an sie gebunden sind und Neuvergaben von Flächen angesichts hoher Investitionsanforderungen und behördlicher Genehmigungsprozesse praktisch nur selten erfolgen.
128. In den letzten Jahren ist die HHLA strategische Kooperationen mit führenden Reedereien eingegangen, um ihr Geschäftsmodell zu stärken. Ein bedeutender Schritt war im Jahr 2024 die strategische Partnerschaft mit MSC. Diese Partnerschaft wurde durch ein BCA vertraglich fixiert und sieht u.a. vor, dass MSC ab dem Jahr 2025 sukzessive mehr Ladungsvolumen über die HHLA-Terminals im Hamburger Hafen abwickelt. Ab dem Jahr 2031 garantiert MSC jährlich mindestens 1 Mio. TEU Umschlag über die Hamburger HHLA-Terminals. Zudem bringen die Stadt Hamburg und MSC gemeinsam rund 450 Mio. € Eigenkapital in die HHLA ein, um zusätzliche Investitionen in die Modernisierung, Automatisierung und Digitalisierung der Terminalanlagen sowie den Ausbau der Hafeninfrasturktur voranzutreiben.
129. Zudem hält die chinesische COSCO-Gruppe seit dem Jahr 2023 über ihre Tochtergesellschaft COSCO SHIPPING Ports Limited eine Beteiligung von 24,9% an der HHLA-Tochtergesellschaft HHLA Container Terminal Tollerort GmbH. Diese Minderheitsbeteiligung dient der Vertiefung der Zusammenarbeit mit COSCO und hat Signalwirkung für die langfristige Bindung von COSCO-Umschlagvolumen an den Hamburger Hafen. Darüber hinaus zählt Hapag-Lloyd zu den strategisch wichtigen Partnern der HHLA. Als eine der weltweit führenden Linienreedereien mit Sitz in Hamburg ist das Unternehmen nicht nur ein zentraler Kunde der HHLA-Container Terminals, sondern seit dem Jahr 2002 auch über die HHLA-Tochtergesellschaft HHLA Container Terminal Altenwerder GmbH am Container Terminal Altenwerder (CTA) mit 25,1% beteiligt. Die Gewinnbeteiligung von Hapag-Lloyd richtet sich nach der am CTA durch Hapag-Lloyd abgefertigten Menge und kann gemäß einer historischen gesellschaftsvertraglichen Regelung bis zu 50% des Jahresüberschusses betragen.
130. Die Immobilienaktivitäten (Teilkonzern Immobilien) der HHLA – insbesondere die Bewirtschaftung der historischen Hamburger Speicherstadt als Teil des UNESCO-Welterbes und der Flächen am Hamburger Fischmarkt – unterliegen speziellen vertraglichen und gesetzlichen Auflagen. Die HHLA ist verpflichtet, bei der Entwicklung und Nutzung dieser Immobilien den Denkmalschutz sowie städtebauliche und touristische Interessen der Stadt Hamburg zu berücksichtigen. Entsprechende Vorgaben sind in öffentlich-rechtlichen Normen, der Satzung sowie in Einzelvereinbarungen mit der Stadt festgehalten. So dürfen z.B. bauliche Veränderungen nur im Einvernehmen mit der Stadt und den Denkmalschutzbehörden erfolgen.

Zudem bestehen mit Mietern und Nutzern der Speicherstadt langfristige Miet- und Pachtverträge, die sowohl wirtschaftliche Aspekte als auch die öffentliche Zugänglichkeit (Museen, kulturelle Einrichtungen, Gastronomie) regeln.

2.3.2. Unternehmenshistorie

131. Die HHLA AG wurde am 7. März 1885 unter dem Namen Hamburger Freihafen-Lagerhaus-Gesellschaft (HFLG) durch den Hamburger Senat, Hamburger Kaufleute und die Norddeutsche Bank gegründet. Die Gründung erfolgte im Zuge des Zollanschlusses Hamburgs an das Deutsche Kaiserreich, der die Einrichtung eines Freihafens erforderlich machte. Ziel war der Bau und Betrieb der Speicherstadt als zollfreies Lagerhausensemble zur Abwicklung des internationalen Handels. Der Bau der Speicherstadt begann noch im Gründungsjahr und wurde bis zum Jahr 1912 weitgehend abgeschlossen. Bereits im Jahr 1913 war der Hamburger Hafen der drittgrößte der Welt.
132. Im Jahr 1935 fusionierte die HFLG mit der Staatlichen Kaiverwaltung zur Betriebsgesellschaft der Hamburger Hafenanlagen. Diese neue Struktur vereinte erstmals Betrieb, Instandhaltung und Ausbau der Hafeninfrastruktur unter einem Dach. Im Jahr 1939 erfolgte die Umbenennung in Hamburger Hafen- und Lagerhaus-Aktiengesellschaft. Die Stadt Hamburg blieb Alleineigentümerin und sicherte sich damit die strategische Kontrolle über die Entwicklung des Hafens.
133. Im Jahr 1968 begann mit dem Anlaufen des ersten Containerschiffs die Ära der Containerisierung. Die HHLA reagierte frühzeitig auf diesen Wandel und baute den Burchardkai zu einem Container Terminal aus. Im Jahr 1970 verlor die HHLA ihre hoheitlichen Aufgaben durch eine neue Hafenordnung und wurde zu einem marktwirtschaftlich agierenden Unternehmen.
134. In den folgenden Jahrzehnten entwickelte sich die HHLA zu einem führenden Hafenlogistikunternehmen. Im Jahr 2002 nahm sie mit dem CTA eines der weltweit modernsten und nahezu vollständig automatisierten Terminals in Betrieb. Das Container Terminal Tollerort (CTT) wurde vollständig übernommen, sodass die HHLA heute drei der vier Hamburger Container Terminals betreibt. Parallel dazu baute sie den intermodalen Verkehr aus: Im Jahr 1991 wurde die Polzug Intermodal GmbH gegründet und später vollständig in die METRANS-Gruppe integriert, die heute als 100%ige Tochtergesellschaft ein umfassendes Netzwerk von Bahnverbindungen in Mittel- und Osteuropa betreibt. Ergänzt wird dieses durch den Container-Transport-Dienst (CTD) für den Lkw-Nahverkehr. Seit dem Jahr 2024 gehört zudem die Roland Spedition mehrheitlich zur HHLA und erweitert damit das Leistungsangebot im Segment Intermodal.
135. Im Jahr 2001 übernahm die HHLA ein Terminal im Hafen von Odessa (Ukraine) und im Jahr 2018 folgte die vollständige Übernahme des estnischen Terminalbetreibers Transiidikeskuse AS in Muuga bei Tallinn. Im Jahr 2020 erwarb die HHLA die Mehrheit der Anteile an einer neuen Logistikplattform im Hafen von Triest (Italien), die seit 2021 unter dem Namen HHLA PLT Italy firmiert. Die Logistikplattform ist als multifunktionales Terminal ausgelegt, zu dem von Beginn an auch ein bestehendes General-Cargo-Terminal gehörte. Diese Beteiligungen erweiterten das europäische Netzwerk der HHLA entlang zentraler Handelsrouten.

136. Im Jahr 2005 erfolgte die Umfirmierung in die heutige Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft. Zum 1. Januar 2007 wurde die HHLA in die zwei Teilkonzerne Hafenlogistik und Immobilien aufgeteilt. Am 2. November 2007 erfolgte der Börsengang des Teilkonzerns Hafenlogistik (A-Aktien). Die Stadt Hamburg blieb mit rund 70% der A-Aktien Mehrheitsaktionärin.
137. Im Jahr 2023 kündigte der Hamburger Senat eine strategische Partnerschaft mit MSC an. Ziel war die (mittelbare) Beteiligung von MSC mit 49,9% an den A-Aktien der HHLA, während die FHH weiterhin mittelbar 50,1% der A-Aktien halten sollte. Nach Zustimmung der politischen Gremien und Freigabe durch die Wettbewerbsbehörden wurde das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot im Herbst 2024 erfolgreich abgeschlossen. Aktuell hält MSC mittelbar einen Anteil von ca. 47,16% und die FHH einen Anteil von ca. 52,84% an dem Gemeinschaftsunternehmen POH, die wiederum ca. 95,003% der Aktien der HHLA hält.

2.3.3. Wirtschaftliche Grundlagen

2.3.3.1. Konzernüberblick und Geschäftsmodell

138. Die HHLA ist ein europäischer Hafen- und Transportlogistikkonzern, dessen Geschäftsmodell auf der vertikalen Integration von maritimen Umschlagsleistungen, intermodalen Transportlösungen und ergänzenden logistischen sowie immobilienwirtschaftlichen Dienstleistungen basiert. Operativ gliedert sich die HHLA in den Teilkonzern Hafenlogistik und den Teilkonzern Immobilien.
139. Der Teilkonzern Hafenlogistik umfasst dabei die Segmente Container, Intermodal und Logistik. Dem Teilkonzern Hafenlogistik sind die börsennotierten A-Aktien zugeordnet, die eine Beteiligung am Ergebnis und Vermögen dieser Geschäftsaktivitäten abbilden.
140. Der Teilkonzern Immobilien besteht ausschließlich aus dem Segment Immobilien. Diesem Teilkonzern sind die nicht börsennotierten S-Aktien zugeordnet. Zum Zeitpunkt des Übertragungsberichts ist die POH aufgrund einer Vereinbarung zur vorübergehenden Überlassung von Wertpapieren Vollrechtsinhaberin der S-Aktien, das vollständige wirtschaftliche Eigentum liegt jedoch weiterhin bei der HGV.
141. Da die S-Aktien von der POH gehalten werden, sind von dem beabsichtigten aktienrechtlichen Squeeze Out ausschließlich die börsennotierten A-Aktien betroffen, sodass sich diese Gutachtliche Stellungnahme nach Beschreibung des Geschäftsmodells insbesondere auf den Teilkonzern Hafenlogistik fokussiert, der auch das Bewertungsobjekt darstellt. Die S-Aktien werden lediglich durch eine überschlägige Bewertung im Kapitel 3 adressiert.
142. Gemessen an den Umsatzerlösen des Jahres 2025 ist das Segment Container mit 848 Mio. € am größten, gefolgt von dem Segment Intermodal mit 798 Mio. € und den beiden kleineren Segmenten Logistik mit 93 Mio. € und Immobilien mit 47 Mio. €.

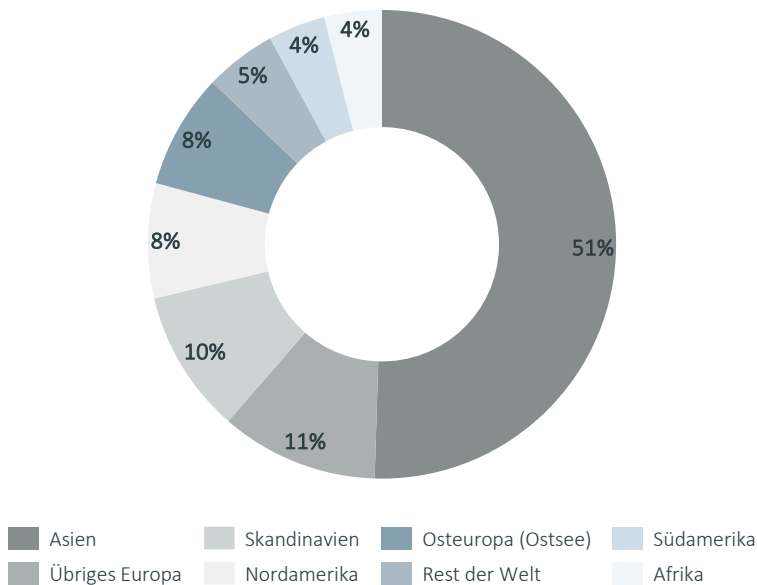
Segment Container

143. Das Segment Container umfasst im Wesentlichen die Umschlagsaktivitäten an den drei Hamburger Terminals CTA, Container Terminal Burchardkai (CTB) und CTT sowie an den

internationalen Standorten in Muuga bei Tallinn (Estland), Triest (Italien) und Odessa (Ukraine). Die Terminals dienen als zentrale Schnittstelle für den Umschlag von Containern zwischen Containerschiffen und Bahn, Lkw, Feeder- oder Binnenschiffen. Das CTA ist eines der weltweit am stärksten automatisierten Terminals und verfügt über den größten Containerbahnhof Europas, während das CTB das volumenstärkste Terminal im Hamburger Hafen ist. Die Umsatzerlöse im Segment Container resultieren im Wesentlichen aus Umschlagentgelten für die wasser- und landseitige Abfertigung von Containern, Lagergeldern infolge längerer Verweildauern sowie aus Serviceentgelten für Depot- und Reparaturleistungen von Containern.

144. Im Segment Container zählen vor allem weltweit operierende Containerreedereien zu den wichtigsten Kunden. Die HHLA-Container Terminals arbeiten nach dem Multi-User-Prinzip und bedienen alle Reedereien und Logistikkunden neutral. Im Jahr 2024 gehörten alle Top-10-Containerreedereien zum Kundenkreis der HHLA. Die fünf größten Kunden machten 78,4% der Umsatzerlöse der Hamburger Container Terminals aus, die zehn wichtigsten Kunden sogar 98,8% der Umsatzerlöse. Die Beteiligung von Reedereien an Container Terminals stellt eine etablierte Praxis innerhalb der maritimen Logistikbranche dar. Ziel dieser strategischen Partnerschaften ist es, Transportvolumina langfristig an spezifische Hafenstandorte zu binden, die Auslastung der Terminalanlagen zu optimieren sowie die Stabilität und Effizienz der globalen Lieferketten zu gewährleisten. An zwei Terminals der HHLA sind Reedereien über Minderheitsbeteiligungen beteiligt. Am CTA ist die Reederei Hapag-Lloyd mit einem Anteil von 25,1% beteiligt, am CTT hält COSCO SHIPPING Ports Limited (CSPL) seit dem Jahr 2023 eine Beteiligung von 24,9%. In den folgenden Monaten soll die gemeinsame mittelbare Beteiligung der FHH und der MSC an der HHLA durch den Squeeze Out formell abgeschlossen werden, um eine mittelbare Beteiligung der MSC an den A-Aktien von bis zu 49,9% herbeizuführen.
145. Der Vertrieb im Segment Container ist als Key-Account-Management organisiert. Die Betreuung der Kunden erfolgt zentral, wobei mit den meisten der Reedereien langjährige Geschäftsbeziehungen bestehen, die durch mehrjährige Rahmenverträge mit festgelegtem Leistungsspektrum und Entgelten abgesichert sind. Die Nutzung des Serviceangebots ist dabei im Normalfall flexibel und nicht an feste Auftragsvolumina gebunden.

Containerumschlag im Hamburger Hafen nach Fahrtgebieten im Jahr 2025 ⁵⁰



Quelle: HHLA Geschäftsbericht, 2025.

146. Im Jahr 2025 erhöhte sich der Containerumschlag an den Container Terminals der HHLA auf 6,30 Mio. TEU. Die Umsatzerlöse des Segments Container stiegen auf 843,2 Mio. €, während das EBIT 73,6 Mio. € erreichte. Die Umschlagsmengen verteilen sich weiterhin auf verschiedene Fahrtgebiete. Das bedeutendste Fahrtgebiet ist der Asienverkehr, insbesondere mit China, Südkorea und Südostasien, der im Jahr 2025 einen Anteil von rund 51% am Gesamtvolumen ausmachte. Weitere wesentliche Fahrtgebiete sind Nordamerika, Skandinavien, der baltische Raum, das Mittelmeer sowie die übrigen innereuropäischen Verkehre.

Segment Intermodal

147. Das Segment Intermodal bildet die zweite tragende Säule des Geschäftsmodells und gewährleistet die Anbindung der Seehäfen der HHLA an die europäischen Wirtschaftszentren. Die Aktivitäten sind darauf ausgerichtet, ein umfassendes Transport- und Terminalnetzwerk für Container zu schaffen, das sowohl den Seehafenhinterlandverkehr als auch zunehmend kontinentale Verbindungen auf Schiene und Straße abdeckt. Die Tochtergesellschaft METRANS agiert als Eisenbahnverkehrsunternehmen und betreibt ein eigenes Netzwerk fahrplanbasierter Zugverbindungen sowie Hinterlandterminals. Die Transporte erfolgen auf dem öffentlichen Schienennetz der jeweiligen Infrastrukturbetreiber. METRANS verfügt über eine Flotte von mehr als 150 Lokomotiven und mehr als 4.000 Containertragwagen und bietet regelmäßige, fahrplanbasierte Zugverbindungen an. Teile des Bestands bzw. Neuzugänge sind

⁵⁰ Unter Containerumschlag versteht man allgemein die Bewegung eines Containers – also das Aufnehmen, Umsetzen, Umladen oder Absetzen –, wenn er von einem Transportmittel auf ein anderes oder innerhalb eines Terminals bewegt wird. Er umfasst damit sämtliche Vorgänge des Be- und Entladens sowie das physische Handling der gesamten Transporteinheit. Die Anteile der Fahrtgebiete beziehen sich entsprechend auf das Gesamtumschlagsvolumen, nicht ausschließlich auf Import- oder Exportströme.

über eine konzerninterne Vermietungsgesellschaft (CERP) strukturiert. Ergänzend werden Umschlagsleistungen in Inlandsterminals sowie Container-Depot-Services und Lkw-Verkehre angeboten.

Intermodalnetzwerk der HHLA



Quelle: HHLA Geschäftsbericht, 2024.

148. Seit dem Jahr 2024 hält die HHLA eine 51%-Beteiligung an der Roland Spedition, die das Segment Intermodal ergänzt. Die Roland Spedition ist ein österreichisches Unternehmen mit internationaler Ausrichtung. Als einer der größten unabhängigen Bahnoperatoren Österreichs verbindet die Roland Spedition nicht nur österreichische Wirtschaftsräume, sondern auch zentrale und südosteuropäische Regionen mit den Seehäfen Hamburg, Bremerhaven, Rotterdam und Antwerpen sowie mit den Adria-Häfen Koper und Triest.
149. Im Segment Intermodal sind Reedereien und Spediteure die Hauptkunden. Die HHLA-Bahntochter METRANS und die Roland Spedition agieren neutral im Markt für kombinierte Verkehre, der durch eine Vielzahl staatlicher und privater Anbieter geprägt ist. Die Vertriebsaktivitäten werden dezentral durch die jeweiligen Einzelgesellschaften gesteuert. Im Gegensatz zum Container Segment sind langfristige Rahmenverträge über Transportleistungen in diesem Segment unüblich. Stattdessen werden die Leistungen nach aktuellem Bedarf beauftragt.
150. Die Umsatzerlöse entstehen aus Transportentgelten für Schiene und Straße sowie aus Zuschlägen und Serviceleistungen entlang der Transportkette. Im Jahr 2025 stieg die Transportmenge um 10,9% auf 1.982 TTEU, der Umsatz erhöhte sich um 12,0% auf 797,0 Mio. €, das EBIT lag bei 103,7 Mio. €. Der Bahnanteil am Gesamtvolumen des Segments Intermodal betrug 86,7%. Regional liegt der Schwerpunkt der Intermodalverkehre auf Deutschland, Tschechien, der Slowakei, Ungarn und Polen. Darüber hinaus bestehen regelmäßige Verbindungen nach Österreich, Rumänien, Kroatien, Serbien sowie in die Niederlande und nach Belgien. Über das METRANS-Netzwerk werden die großen Seehäfen

Rotterdam und Antwerpen direkt mit den Wirtschaftsräumen in Mittel- und Südosteuropa verbunden. Ebenso bedient das Intermodal Segment den Seehafen Bremerhaven und weitere europäische Seehäfen, einschließlich aller Nordrange-Häfen und verschiedener Adria-Häfen wie Koper und Triest, in das Netzwerk eingebunden.

Segment Logistik

151. Das Segment Logistik ergänzt die Kernaktivitäten der HHLA um spezialisierte, hafennahe Dienstleistungen. Dazu zählen Projekt- und Bulklogistik, Fruchtlogistik, Fahrzeuglogistik sowie digitale Services und Beratungs- und Managementleistungen für Kunden aus der internationalen Hafen- und Transportwirtschaft. Das Leistungsspektrum reicht von einzelnen Dienstleistungen bis hin zu kompletten Prozessketten für internationale Beschaffung und Distribution. Zum Segment Logistik gehört auch das Terminal Unikai, das auf den Umschlag von RoRo- und Fahrzeugverkehren spezialisiert ist und an dem die Grimaldi-Gruppe mit 49% beteiligt ist. Ein Teil der Aktivitäten wird gemeinsam mit Partnerunternehmen durchgeführt.
152. Die Kundenstruktur im Segment Logistik ist breit gefächert. Sie umfasst Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen, darunter Stahlunternehmen und Kraftwerke (im Bereich Massengutumschlag), internationale Betreiber von Häfen und Logistikzentren (im Bereich Hafenberatung) sowie weitere Kunden, die spezialisierte Logistik- und Beratungsleistungen nachfragen. Die Vertriebsaktivitäten im Segment Logistik werden dezentral durch die jeweiligen Einzelgesellschaften gesteuert. Rahmenverträge über Transportleistungen sind in diesem Segment unüblich, stattdessen werden die Leistungen nach aktuellem Bedarf beauftragt.
153. Im Jahr 2025 erzielte das Segment Logistik Umsatzerlöse in Höhe von 92,8 Mio. €, das EBIT lag bei 6,5 Mio. €. Während die Fahrzeuglogistik einen Umsatzrückgang verzeichnete, konnten insbesondere die Leasinggesellschaft und die Automatisierungstechnik Zuwächse erzielen. Das Equity-Beteiligungsergebnis des Segments Logistik stieg im Jahr 2024 vor allem durch den Massengutumschlag um 27,5% auf 5,7 Mio. €.

Segment Immobilien

154. Das Segment Immobilien ist für die Entwicklung, Vermietung und Betreuung der nicht hafenumschlagsspezifischen Immobilien in Hamburg verantwortlich, insbesondere die historische Hamburger Speicherstadt und das Fischmarktareal in Altona. Die Immobilien werden dabei nachhaltig entwickelt und bewirtschaftet.
155. Die Kundenstruktur im Segment Immobilien ist breit gefächert. Zu den Mietern zählen nationale und internationale Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen. Die Attraktivität des Portfolios ergibt sich aus der besonderen Bausubstanz und der zentralen Lage der Objekte. Im Geschäftsjahr 2025 wurden Umsatzerlöse in Höhe von 46,3 Mio. € und ein EBIT von 15,4 Mio. € erzielt.

2.3.3.2. Unternehmensstrategie

156. Die HHLA verfolgt eine langfristige Unternehmensstrategie, die darauf ausgerichtet ist, die Position als führender europäischer Hafen- und Logistikkonzern zu sichern und auszubauen. Zentrales Element dieser Strategie ist die vertikale Integration von maritimen

Umschlagsleistungen, intermodalen Transportlösungen sowie ergänzenden logistischen und immobilienwirtschaftlichen Dienstleistungen. Unter dem Leitmotiv „The Power of Networks“ strebt die HHLA an, durch die intelligente Vernetzung von Seehäfen, Hinterlandterminals und digitalen Plattformen robuste, effiziente und nachhaltige Logistikketten zu schaffen. Die Strategie berücksichtigt die zunehmende Komplexität globaler Lieferketten, die wachsende Bedeutung digitaler Technologien sowie ökologische und soziale Anforderungen.

Stärkung der Container Terminals

157. Die Container Terminals im Hamburger Hafen bilden das Fundament der Wertschöpfung der HHLA-Gruppe. Die strategische Ausrichtung zielt darauf ab, diese Terminals zu hoch automatisierten und leistungsfähigen Schnittstellen innerhalb einer integrierten Transportkette weiterzuentwickeln. Dazu gehören die Automatisierung von Umschlagsprozessen, der Einsatz fahrerloser Transportfahrzeuge sowie digital gesteuerter Lager- und Transporttechnologien. Ergänzend soll die Flächenproduktivität durch Hochregallagersysteme und softwaregestützte Flächenplanung erhöht werden. Qualitäts- und Sicherheitsstandards werden durch Predictive-Maintenance-Systeme⁵¹ und KI-basierte Prozessoptimierung kontinuierlich verbessert. Die Entwicklung erfolgt unter Berücksichtigung ökologischer Anforderungen, einschließlich der Elektrifizierung von Umschlagsgeräten und der Integration energieeffizienter Technologien.

Ausbau des Intermodalgeschäfts

158. Das Intermodalgeschäft bildet die zweite tragende Säule der Unternehmensstrategie. Die HHLA strebt eine führende Position hinsichtlich Qualität und Effizienz der angebotenen intermodalen Logistikdienstleistungen an, um dadurch von den Transportströmen der Zukunft zu profitieren. Die Bahntochter METRANS übernimmt eine zentrale Rolle im europäischen Logistiknetzwerk, indem sie wichtige Knotenpunkte und Verbindungslinien im europäischen Gütertransport bedient. Mit der im Jahr 2024 erfolgten Beteiligung an der Roland Spedition hat die HHLA ihre Präsenz in Mitteleuropa gestärkt und ihr Leistungsportfolio erweitert. Strategisches Ziel im Intermodalgeschäft der HHLA ist die Schaffung einer durchgängigen Transportkette, die Seehafenterminals, Hinterlandverbindungen und Hinterlandterminals effizient miteinander verknüpft. Dadurch profitieren Kunden von einem integrierten Angebot, das den Umschlag im Hafen, den Transport ins Hinterland und kontinentale Transporte zwischen europäischen Destinationen umfasst. Um dieses Ziel zu erreichen, investiert die HHLA in den Ausbau des METRANS-Terminalnetzes und erweitert kontinuierlich die Zugverbindungen, um eine flächendeckende Anbindung an zentrale Wirtschaftsräume sicherzustellen. Gleichzeitig setzt die HHLA auf Digitalisierung und Automatisierung, etwa durch Plattformen für Buchung und Sendungsverfolgung sowie optimierte Schnittstellen zwischen Hafen- und Bahnlogistik. Ein weiterer Schwerpunkt liegt auf nachhaltigen Transportlösungen, wie dem Einsatz emissionsarmer Lokomotiven und energieeffizienter Prozesse.

Innovation und Digitalisierung

159. Innovation und Digitalisierung sind zentrale Elemente der strategischen Weiterentwicklung der HHLA. Die HHLA optimiert kontinuierlich Strukturen und Prozesse, um Effizienzpotenziale zu erschließen und die Wettbewerbsfähigkeit zu sichern. Die Innovationseinheit HHLA Next

⁵¹ Predictive-Maintenance-Systeme sind digitale Lösungen, die mithilfe von Sensoren und Datenanalysen den Zustand von Maschinen überwachen, um Wartungsbedarf frühzeitig zu erkennen und ungeplante Ausfälle zu vermeiden.

entwickelt digitale Geschäftsmodelle, darunter Plattformen wie passify (digitale Lkw-Abfertigung). Die Digitalisierung der Wertschöpfungskette ermöglicht eine höhere Prozessgeschwindigkeit, eine verbesserte Transparenz und eine stärkere Kundenbindung. Darüber hinaus dient sie als Grundlage für die Automatisierung operativer Abläufe, die Integration von Echtzeitdaten in Entscheidungsprozesse und die Entwicklung neuer Services. Ziel ist es, durch digitale Lösungen die Effizienz zu steigern, neue Geschäftsfelder zu erschließen und die Wettbewerbsfähigkeit langfristig zu sichern.

Nachhaltigkeit und ESG

160. Nachhaltigkeit ist ein weiterer Baustein der Unternehmensstrategie. Die HHLA verfolgt das Ziel, die CO₂-Emissionen bis zum Jahr 2030 um mindestens 50% gegenüber dem Basisjahr 2018 zu reduzieren und bis zum Jahr 2040 CO₂-neutral zu wirtschaften. Dabei umfassen die Maßnahmen die Elektrifizierung und Automatisierung von Terminalprozessen⁵², den Einsatz alternativer Antriebe wie Wasserstoff-Zugmaschinen, die Optimierung von Energie- und Datenströmen sowie die Förderung des Schienengüterverkehrs als klimafreundlichste Landverkehrsoption. Die Nachhaltigkeitsstrategie der HHLA ist unter dem Leitmotiv „Balanced Logistics“ in neun Handlungsfelder gegliedert, die ökologische, soziale und Governance-Aspekte abdecken. Zusätzlich werden Investitionen in emissionsfreie Technologien und die Integration von Kreislaufwirtschaftskonzepten geprüft.

Wachstum und Akquisitionen

161. Neben organischem Wachstum prüft die HHLA systematisch Akquisitionsmöglichkeiten, um ihre Marktposition zu stärken und neue Geschäftsfelder zu erschließen. Im Fokus stehen Beteiligungen in Wachstumsmärkten wie dem Ausbau des Terminalnetzwerks in Mittel- und Osteuropa sowie Investitionen in Technologieunternehmen im Verkehrs- und Logistiksektor. Entscheidende Kriterien umfassen den strategischen Fit, Synergien mit bestehenden Aktivitäten, Wachstumsperspektiven, erwartete Kapitalrendite sowie ein ausgewogenes Chancen- und Risikoprofil. Die HHLA verfolgt dabei einen strukturierten Prozess zur Bewertung von Investitionsoptionen unter Berücksichtigung sowohl finanzieller als auch operativer Aspekte.

Steuerung und Wertmanagement

162. Die Steuerung der Geschäftsaktivitäten erfolgt mit dem Ziel einer langfristigen und nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts, wobei die HHLA ein konzernweites Wertmanagementsystem nutzt. Die zentralen Kennzahlen hierbei sind das Betriebsergebnis (EBIT) und das durchschnittliche Betriebsvermögen, aus denen die Gesamtkapitalverzinsung (ROCE) berechnet wird. Investitionsvorhaben der HHLA werden wertorientiert und unter Berücksichtigung von Wachstumsperspektiven und Kapitalrendite getätigt. Geschäftsaktivitäten gelten als wertschaffend, wenn die Gesamtkapitalverzinsung die Kapitalkosten übertrifft und ein positiver Wertbeitrag erzielt wird. Die Steuerung erfolgt durch eine regelmäßige Analyse der operativen Kennzahlen und die Anpassung der Investitionsstrategie an Marktveränderungen.

⁵² Elektrifizierung und Automatisierung von Terminalprozessen bedeutet die Umstellung von dieselbetriebenen Geräten auf elektrische Antriebe sowie die Integration automatisierter Systeme. Ein Beispiel ist der Einsatz elektrisch betriebener Containerbrücken in Kombination mit fahrerlosen Transportfahrzeugen für den Containerumschlag.

163. Zusammenfassend basiert die Unternehmensstrategie der HHLA auf einem ganzheitlichen Ansatz, der nachhaltiges Wachstum und langfristige Profitabilität sicherstellen soll. Durch Investitionen in Technologie, Infrastruktur und neue Geschäftsfelder sowie ein strukturiertes Chancen- und Risikomanagement soll die Resilienz des Unternehmens gestärkt und eine nachhaltige Wertschöpfung gewährleistet werden.

2.3.3.3. Makroökonomische Situation und Ausblick

164. Zur Einschätzung der ökonomischen Situation zum Bewertungsstichtag und der zukünftigen Entwicklung der HHLA ist eine grundlegende Analyse des (makro-)ökonomischen Umfelds sowie eine Abschätzung über die weitere wirtschaftliche Entwicklung erforderlich.

165. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt in diesem Zusammenhang auf Basis des Wachstums des realen Bruttoinlandsprodukts („BIP“) sowie der Verbraucherpreisindizes der relevanten Regionen.

166. Für die Umsatzerlöse der HHLA besonders bedeutende Regionen sind neben der EU und Osteuropa auch Nordamerika und Asien. Vor diesem Hintergrund wird neben der globalen Entwicklung primär die EU sowie Deutschland und Entwicklungs- und Schwellenländern in Europa⁵³ (als Näherung für die Region Osteuropa), die USA und Asien betrachtet. Dabei wird vor allem auf Informationen des Internationalen Währungsfonds zurückgegriffen („IWF“).⁵⁴

2.3.3.3.1. Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts

Prozentuale Veränderung des realen Bruttoinlandsproduktes

In %

										Projektion				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Welt	3,6	3,0	-2,7	6,7	3,8	3,3	3,4	3,4	3,1	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1
Europäische Union	1,8	1,6	-6,0	6,4	3,6	0,4	0,9	1,4	1,1	1,2	1,4	1,2	1,1	1,1
Schwellen- und Entwicklungsländer Europa	3,7	2,6	-1,7	7,2	0,5	3,6	3,8	2,0	2,0	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3
Deutschland	1,1	1,0	-4,1	3,9	1,8	-0,9	-0,5	0,2	0,8	1,2	1,2	0,9	0,7	0,6
USA	3,0	2,6	-2,1	6,2	2,5	2,9	2,8	2,1	2,3	2,1	2,1	1,9	1,8	1,8
ASEAN-5	4,9	4,2	-4,4	4,1	5,5	4,1	4,8	4,5	4,1	4,4	4,5	4,5	4,6	4,6
China	6,8	6,1	2,3	8,6	3,1	5,4	5,0	5,0	4,4	4,0	4,0	3,7	3,3	3,3
Japan	0,8	-0,3	-4,3	3,6	1,3	0,7	-0,2	1,2	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6

Quellen: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, April 2026.

167. Die Angaben beruhen auf dem Datenstand April 2026. Die aktuellen geopolitischen Entwicklungen bspw. in Bezug auf den Iran-Krieg sind in diesen Daten bereits soweit möglich abgebildet. Die Auswirkungen auf die Gesamtkonjunktur sind allerdings insbesondere von der Dauer des Krieges abhängig.

168. Das BIP-Wachstum auf globaler Ebene belief sich im Jahr 2025 auf 3,4%. Während das Wachstum in der EU durch geopolitische Spannungen, hohe Finanzierungskosten, gestiegene Energiepreise und Kaufkraftverluste mit 1,4% moderat ausfiel, verzeichnete Deutschland mit 0,2% geringeres, aber leicht positives Wachstum. Das geringe Wachstum war vor allem auf die schwache Industrieproduktion, das hohe Energiekostenniveau sowie die rückläufige

⁵³ Der Internationale Währungsfonds ordnet der Region „Schwellen- und Entwicklungsländer Europa“ im Rahmen des World Economic Outlook die folgenden europäischen Länder zu: Albanien, Belarus, Bosnien und Herzegowina, Bulgarien, Ungarn, Kosovo, Moldau, Montenegro, Nordmazedonien, Polen, Rumänien, Russland, Serbien, Türkei (Türkei) und die Ukraine.

⁵⁴ Vgl. International Monetary Fund (2026), World Economic Outlook, April 2026.

Auslandsnachfrage infolge globaler Unsicherheiten zurückzuführen. In den Schwellen- und Entwicklungsländern Europa hingegen wurde im Jahr 2025, bedingt durch ein starkes Wachstum der privaten Konsumausgaben nach realen Lohnzuwächsen, eine verstärkte Infrastruktur- und Digitalisierungsförderung durch EU-Mittel sowie eine verstärkte Einbindung in globale und regionale Wertschöpfungsketten, mit 2,0% solides wirtschaftliches Wachstum generiert. In den Vereinigten Staaten trägt vor allem eine stabile Konsumnachfrage zur wirtschaftlich stabilen Entwicklung im Jahr 2025 bei. In China und den wirtschaftlich wichtigen asiatischen Ländern der ASEAN-5 (Indonesien, Malaysia, die Philippinen, Singapur und Thailand) wurde im Jahr 2025 mit 5,0% bzw. 4,5% deutlich höheres Wachstum als auf globaler Ebene verzeichnet. In den ASEAN-5 ist dies auf eine verstärkte Integration in globale Wertschöpfungsketten, ein robustes Binnenwachstum sowie eine dynamisch wachsende junge Bevölkerung zurückzuführen. In China wirken im Jahr 2025 weiterhin Effekte des im Vorjahr aufgelegten Konjunkturpakets, das zur Stabilisierung der Wirtschaft und Herstellung des Investorenvertrauens weitreichende Maßnahmen in den Bereichen Geldpolitik, Immobilien und Kapitalmarkt umfasst. Japan hingegen verzeichnete im Jahr 2025 eine Erhöhung des realen BIP von 1,2%.

169. Der weltwirtschaftliche Ausblick wird zunehmend durch protektionistische Maßnahmen in Bezug auf den Handel und geopolitische Spannungen gedämpft. Seit der Rückkehr Donald Trumps ins Präsidentenamt der Vereinigten Staaten im Januar 2025 wurden signifikante Erhöhungen von Einfuhrzöllen umgesetzt, insbesondere gegenüber China und der EU. Diese Maßnahmen beeinträchtigen das globale Investitionsklima und erhöhen die Volatilität der internationalen Wirtschaftsbeziehungen. Sie verändern auch die globalen Warenströme. Zudem belasten zunehmende sicherheitspolitische Ausgaben und steigende Staatsverschuldung infolge geopolitischer Unsicherheiten (u.a. Nahost, Osteuropa, Iran, Indopazifik) die fiskalische Handlungsfähigkeit vieler Staaten. In Deutschland wurde 2025 mit dem „Sondervermögen Infrastruktur“ ein außerbudgetärer Fonds zur Finanzierung zentraler Investitionen eingeführt, der zusätzliche konjunkturelle Impulse setzen und die Standortattraktivität stärken soll. Vor dem Hintergrund der jüngsten geopolitischen Entwicklungen ergeben sich Unsicherheiten hinsichtlich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung.
170. Für das Jahr 2026 wird mit 3,1% ein etwas geringerer Anstieg des globalen Konjunkturwachstums als im Vorjahr erwartet. Auch für die EU wird mit 1,1% im Jahr 2026 ein leicht geringeres Wachstum als im Vorjahr prognostiziert, während das Wirtschaftswachstum in den Schwellen- und Entwicklungsländern Europa stabil bei 2,0% bleiben soll. Laut IWF wird für Deutschland im Jahr 2026 eine Wachstumsrate von 0,8% prognostiziert und damit höheres Wachstum als im Vorjahr. Weiterhin ist jedoch in der EU und in Deutschland kurzfristig mit anhaltender wirtschaftlicher Schwäche zu rechnen. In den USA soll sich das BIP-Wachstum auf 2,3% im Jahr 2026 erhöhen. Für China und die ASEAN-5 wird weiterhin stärkeres Wachstum als auf globaler Ebene erwartet. Während für die ASEAN-5 im Jahr 2026 ein Rückgang auf 4,1% prognostiziert wird, ist für China im Jahr 2026 ein leichter Rückgang auf 4,4% zu erwarten.
171. Bis zum Jahr 2031 erwartet der IWF ein globales Wirtschaftswachstum auf relativ konstantem Niveau, das sich bei rund 3,1% einpendeln soll. Für die EU wird im Jahr 2031 ein BIP-Wachstum von 1,1% prognostiziert, das damit weiterhin deutlich unterhalb des globalen Wirtschaftswachstums liegen soll. Die Schwellen- und Entwicklungsländer in Europa hingegen sollen auch bis zum Jahr 2031 mit 2,3% wirtschaftlich deutlich stärker wachsen als die EU, was auf eine starke Investitionsdynamik, wachsende Binnennachfrage, vergleichsweise niedrige

Arbeitskosten verbunden mit einer zunehmenden Verfügbarkeit qualifizierter Fachkräfte sowie Modernisierung und Reindustrialisierung getrieben sein soll. Für Deutschland wird im Jahr 2031 ein Wachstum von 0,6% erwartet. Im Jahr 2027 bzw. 2028 soll dabei mit 1,2% das stärkste Wachstum erzielt werden, was eng mit dem Sondervermögen und den dort gebündelten staatlichen Investitionen für Infrastruktur, Klimaneutralität und Verteidigung zusammenhängt. Für die Vereinigten Staaten wird langfristig ein BIP-Wachstum von 1,8% auf stabilem Niveau erwartet. Gemäß den Erwartungen des IWF soll das Wirtschaftswachstum in China langfristig deutlich verhaltener als noch in der jüngeren Vergangenheit ausfallen und im Jahr 2031 noch 3,3% betragen. Die ASEAN-5 sollen China künftig in Bezug auf das jährliche Wirtschaftswachstum überholen und im Jahr 2031 noch ein Wachstum von 4,6% aufweisen. Japan hingegen soll sich auf konstant niedrigem Wachstumsniveau von ca. 0,6% bis zum Jahr 2031 bewegen.

2.3.3.3.2. Entwicklung der Verbraucherpreisindizes

172. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds stützt sich ebenfalls auf die Entwicklung der Verbraucherpreisindizes:

Prozentuale Veränderung des Verbraucherpreisindex

in%

										Projektion				
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Welt	3,6	3,6	3,3	4,7	8,7	6,7	5,8	4,1	4,4	3,7	3,4	3,2	3,2	3,2
Europäische Union	1,8	1,2	0,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,1	2,6	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0
Schwellen- und Entwicklungsländer Europa	6,3	6,6	5,2	9,2	25,7	17,4	17,2	13,5	10,5	8,2	7,1	6,4	6,4	6,5
Deutschland	1,9	1,4	0,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,3	2,7	2,3	2,0	2,2	2,2	2,1
USA	2,4	1,8	1,3	4,7	8,0	4,1	3,0	2,7	3,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
ASEAN-5	2,6	1,9	0,9	2,0	4,8	3,5	2,0	1,4	2,6	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4
China	2,1	2,9	2,5	0,9	2,0	0,2	0,2	0,0	1,2	1,5	1,8	1,9	2,0	2,0
Japan	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,5	3,3	2,7	3,2	2,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0

Quellen: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, April 2026.

173. Ausgelöst durch geopolitische Schocks wie die Covid-19-Pandemie und den russischen Angriffskrieg auf die Ukraine verzeichnete der weltweite Verbraucherpreisindex im Jahr 2022 einen Anstieg um 8,7%, welcher die mit Abstand größte Veränderung der vergangenen Jahre darstellt. Gemäß IWF war die Inflation auch in den Folgejahren noch immer auf erhöhtem Niveau, insbesondere in Osteuropa, Deutschland, den USA und Japan.

174. Für das Jahr 2025 war global und in den meisten der betrachteten Regionen eine rückläufige Inflationsrate zu verzeichnen. Aus kurzfristiger Perspektive betrug die globale Inflationsrate für das Jahr 2025 4,1%. Die straffe Zinspolitik der Zentralbanken in allen wesentlichen Industrienationen während der vergangenen Jahre trägt nach IWF-Sicht wesentlich zu einem erneuten Inflationsrückgang bei. Zudem sind ein verminderter Druck auf den Arbeitsmärkten und stabilere Lieferketten treibende Faktoren der rückläufigen Inflation. Für die EU war ein weiterer Rückgang auf 2,1% im Jahr 2025 zu verzeichnen. Auch Deutschland profitierte von abklingenden Post-Krisen-Effekten sowie sinkenden Energie- und Rohstoffpreisen.

175. Die aktuellen geopolitischen Entwicklungen bspw. in Bezug auf den Iran-Krieg sind in diesen Daten bereits soweit möglich abgebildet. Die Auswirkungen auf die Gesamtkonjunktur und Inflationseffekte sind allerdings insbesondere von der Dauer des Krieges abhängig.

176. Langfristig werden in den betrachteten Regionen normalisierte Inflationsraten erwartet. Weltweit prognostiziert der IWF im Jahr 2031 eine Inflationsrate von 3,2%. In der EU soll sich

das Inflationsniveau mit 2,0% am Zielniveau der EZB von 2,0% einpendeln. Für die Schwellen- und Entwicklungsländer Europa werden deutlich höhere Inflationsraten auf historisch beobachtetem Niveau von 6,5% erwartet, was auf strukturelle Unterschiede zur EU wie die höhere Importabhängigkeit bei niedrigen Einkommensniveaus und geopolitische Unsicherheiten zurückzuführen ist. Deutschland und die USA sollen langfristig eine Inflationsrate von 2,1% bzw. 2,2% aufweisen. Auch die asiatischen Länder der ASEAN-5 sowie China und Japan sollen voraussichtlich im Jahr 2031 auf vergleichbarem Niveau von rund 2,0% bzw. leicht darüber liegen.

2.3.3.3.3. Zwischenfazit zur makroökonomischen Situation

177. Auf Basis der Analyse der Schätzungen durch den IWF ergeben sich in den für die HHLA relevanten Regionen im Jahr 2026 reale BIP-Wachstumsraten in einer Bandbreite von 0,8% bis 2,0% in Europa (EU, Schwellen- und Entwicklungsländer Europa, Deutschland), von 2,3% in den USA und zwischen 0,7% und 4,4% in Asien. In den kommenden Jahren werden sich diese Erwartungen jedoch tendenziell auf stabileren Niveaus einpendeln, sodass die realen Wachstumsraten in den wichtigsten Regionen der HHLA voraussichtlich in einem Bereich von 0,6% bis 2,3% in Europa (EU, Schwellen- und Entwicklungsländer Europa, Deutschland), bei 1,8% in den USA und zwischen 0,6% und 4,6% in Asien liegen werden.
178. In Bezug auf die erwarteten Inflationsraten in der EU lässt sich feststellen, dass diese im Jahr 2026 mit rund 2,6% oberhalb des Inflationsziels der EZB von rund 2,0% liegen sollen. Langfristig sollen sich die Inflationsraten innerhalb der EU jedoch mit 2,0% im Jahr 2031 auf dem Niveau des EZB-Ziels einpendeln. In Deutschland wird langfristig eine Inflationsrate von 2,1% erwartet, wohingegen in den Schwellen- und Entwicklungsländern in Europa strukturell höhere Inflationsraten prognostiziert werden. In den weiteren für die HHLA relevanten Regionen werden Inflationsraten in einem Bereich von 2,0% bis 2,4% (USA, Asien) im Jahr 2031 erwartet.
179. Zukünftige wirtschaftliche Krisenphasen und exogene Schocks, die in den dargestellten Prognosen nicht direkt enthalten sind, können auftreten und die Wachstumserwartungen dämpfen. Neben der Entwicklung des makroökonomischen Umfelds wird daher im Folgenden auch die wirtschaftliche Entwicklung des für die HHLA relevanten Markt- und Wettbewerbsumfeldes analysiert. Die Situation und die Entwicklung dieser Branchen ist ein weiterer Indikator zur Abschätzung des zukünftigen Wachstumspotentials der HHLA.

2.3.3.4. Markt- und Wettbewerbsumfeld

2.3.3.4.1. Marktumfeld

180. Als europäischer Terminalbetreiber und Logistikdienstleister ist die HHLA in einem komplexen, dynamischen Marktumfeld tätig. Der Markt für Containerumschlag und Logistikdienstleistungen im Hafenumfeld wird durch makroökonomische Einflüsse, regulatorische Rahmenbedingungen sowie technologische Entwicklungen wie Automatisierung, Digitalisierung und Prozessoptimierung durch Künstliche Intelligenz geprägt.
181. Primär sind Terminalbetreiber und Logistikdienstleister im Hafenumfeld von maritimen Transportleistungen abhängig. Die Nachfrage nach maritimen Transportleistungen wird maßgeblich durch die globale Wirtschaftslage und geopolitische Entwicklungen bestimmt.

Politische Stabilität, Handelsabkommen und die industrielle Produktion beeinflussen Handelsströme und Transportkorridore. Die Preisgestaltung im Containerumschlag ist stark wettbewerbsorientiert und wird durch Faktoren wie Umschlaggeschwindigkeit, Servicequalität, Hinterlandanbindung und technologische Innovationen beeinflusst.

182. Ein relevanter Trend ist die zunehmende vertikale Integration großer Reedereien, die eigene Container Terminals erwerben, sich daran beteiligen oder Partnerschaften eingehen. Beispiele hierfür sind Maersk mit seiner Tochtergesellschaft APM Terminals, die weltweit über 60 Container Terminals betreibt⁵⁵. Bei der MSC erfolgt die wesentliche Terminalintegration über die konzerneigene Terminalgesellschaft Terminal Investment Limited (TIL), die zu den größten Terminalbetreibern weltweit zählt. Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang zudem das Engagement der französischen Großreederei CMA CGM, die kürzlich beim Hamburger Eurogate-Container Terminal eingestiegen ist. Ein weiterer wichtiger Akteur ist der chinesische Reedereikonzern COSCO, der über seine Terminaltochter CSPL in vielen internationalen Containerhäfen präsent ist. Ebenso ist Hapag-Lloyd über die Hanseatic Global Terminals aktiv. Diese Entwicklung führt zu einer stärkeren Wettbewerbsintensität, da Reedereien nicht nur als Kunden auftreten, sondern auch als direkte Konkurrenten. Dies kann zu einer Fragmentierung des Marktes und einer Schwächung der Verhandlungsmacht unabhängiger Terminalbetreiber führen.⁵⁶
183. Im dritten Quartal 2025 erhöhte sich der Containerumschlag in Europa um 6,0% im Vergleich zum Vorjahresquartal und setzte damit die positive Entwicklung der Vorquartale fort. Besonders deutlich wuchsen das Ostmittelmeer/Schwarzmeer mit einem Anstieg von 12,3% sowie Skandinavien und die baltischen Staaten mit 9,7%, während Nordwesteuropa einen Zuwachs von 3,5% verzeichnete. Für das Gesamtjahr entwickelten sich die großen Westhäfen unterschiedlich. Rotterdam steigerte den Umschlag um 3,1% YoY⁵⁷, Hamburg um 7,3% YoY⁵⁸, während Antwerpen-Brügge um 0,7% YoY⁵⁹ zunahm. Die führenden europäischen Umschlagzentren bleiben Rotterdam, Antwerpen-Brügge und Hamburg.⁶⁰ Für das Gesamtjahr 2026 wird ein Anstieg des europäischen Containerumschlags 3,0% erwartet. Die HHLA steigerte den Containerumschlag im Jahr 2025 um 5,4% auf 6,3 Mio. TEU und nahm weiterhin eine bedeutende Funktion als Hub für Nord- und Osteuropa ein. Im Jahr 2026 wird ein Anstieg von 7,10% auf 6,7 Mio. TEU erwartet. Gleichzeitig gewinnen Standorte in Mittel- und Osteuropa sowie im Mittelmeerraum an Bedeutung, was die Wettbewerbsintensität erhöht.
184. Zudem hat die Bildung von Reedereiallianzien erhebliche Auswirkungen auf die Terminallandschaft. Die Bündelung von Schiffsanläufen führt zu hohen Volumina in kurzen Zeitfenstern und erhöht die operative Komplexität. Terminals müssen ihre Kapazitäten flexibel anpassen und verstärkt in Automatisierung sowie digitale Steuerungssysteme investieren.
185. Neben der Entwicklung des globalen Handels, gilt Automatisierung als zentraler Treiber, da vollautomatisierte Containerbrücken und fahrerlose Transportfahrzeuge die Produktivität pro Terminalfläche erhöhen und Liegezeiten reduzieren. Diese Systeme arbeiten unabhängig von Schichtwechseln und ermöglichen eine kontinuierliche Abfertigung zur Steigerung der Anzahl

⁵⁵ Vgl. <https://www.czapp.com/analyst-insights/maersks-apm-terminals-leads-with-strategic-investments/>

⁵⁶ Vgl. Paridaens, H., & Notteboom, T. (2022). Logistics integration strategies in container shipping: a multiple case-study on Maersk Line, MSC and CMA CGM. *Research in Transportation Business & Management*, 45 (part C), December 2022. <https://doi.org/10.1016/j.rtbm.2022.100868>

⁵⁷ Vgl. <https://www.portofrotterdam.com/de/nachrichten-und-pressemitteilungen/umschlag-im-rotterdam-hafen-leicht-ruecklaeufig>

⁵⁸ Vgl. <https://www.hafen-hamburg.de/de/presse1/news/hamburger-hafen-umschlagszahlen-2025-auf-einen-blick>

⁵⁹ Vgl. <https://trans.info/de/rotterdam-antwerpen-hamburg-hafenvergleich-458360>

⁶⁰ Vgl. Drewry Container Forecaster, 2025.

der Schiffsanläufe und des jährlichen Umschlags. Ergänzend dazu sorgen digitale Steuerungssysteme wie KI-gestützte Terminal Operating Systems für eine präzisere Planung und Echtzeit-Orchestrierung der Abläufe. Die Integration von Echtzeitdaten aus Schiffen, Zügen und Lkw erlaubt eine optimierte Ressourcennutzung, vermeidet Engpässe und verkürzt Umschlagszeiten.

186. Für viele Häfen sind zudem umfangreiche Infrastrukturmaßnahmen erforderlich, um die Abfertigung größerer Schiffe zu ermöglichen. Die zunehmende Schiffsgröße im Containerverkehr erfordert tiefere Fahrinnen, leistungsfähigere Kräne und zusätzliche Stellflächen. Ohne diese Anpassungen riskieren Häfen den Verlust von Umschlagsvolumen an Wettbewerber. Investitionen in zusätzliche Liegeplätze und automatisierte Lagerflächen erhöhen die Kapazität und ermöglichen parallele Abfertigungen, wodurch der Durchsatz pro Zeiteinheit steigt.
187. Darüber hinaus gewinnen intermodale Kapazitäten zunehmend an Bedeutung bei der Hafenauswahl durch Reedereien. Häfen mit leistungsfähigen Schienen- und Binnenschiffsverbindungen sind im Vorteil, da sie eine effiziente Weiterleitung der Güter ins Hinterland ermöglichen und gleichzeitig zur Erreichung von Emissionszielen beitragen, da diese Verkehrsträger im Vergleich zum Straßentransport deutlich umweltfreundlicher sind. Treiber dieser Entwicklung sind die Dekarbonisierung des Verkehrs, die Verlagerung des Transports auf die Schiene und die digitale Vernetzung von Seehäfen und Hinterlandlogistik. Allerdings ist der Schienengüterverkehr auf kurzen Distanzen kostenintensiver und weniger flexibel als der Straßentransport. Der europäische Schienenverkehr agiert in einem Umfeld, das erhebliche Investitionen in die Infrastruktur sowie eine umfassende Harmonisierung europäischer Standards – darunter einheitliche Signal- und Sicherungssysteme, Stromsysteme und betriebliche Vorschriften – erfordert.⁶¹
188. Zusammenfassend ist das aktuelle Marktumfeld, in dem sich die HHLA bewegt, durch geopolitische Unsicherheiten, Handelskonflikte und regionale Spannungen geprägt, was zu Unsicherheiten und Volatilität in den Lieferketten führen kann. Zusätzlich kommt es in europäischen Häfen immer wieder zu temporären Kapazitätsengpässen, die vor allem durch hohe oder unregelmäßig gebündelte Schiffsanläufe entstehen und in Spitzenzeiten zu längeren Containerverweildauern, lokaler Hafenüberlastung und steigenden operativen Kosten führen.

2.3.3.4.2. Wettbewerbsumfeld

189. Der Hamburger Hafen und somit indirekt auch die HHLA stehen in intensivem Wettbewerb mit den Nordrange-Häfen, insbesondere mit den Häfen Rotterdam, Antwerpen-Brügge und Bremerhaven, während gleichzeitig alternative Standorte an Bedeutung gewinnen.

⁶² Vgl. The Journal of Commerce (JOC), „Gemini game changer for Wilhelmshaven as volume soars“, <https://www.joca.com/article/gemini-game-changer-for-wilhelmshaven-as-volume-soars-6018959> (abgerufen am 14.11.2025).

Liste der 15 größten Containerhäfen in Europa

(in Mio. TEU)

Hafen	Land	Containerumschlag
Rotterdam	Niederlande	13,8
Antwerpen-Brügge	Belgien	13,5
Hamburg	Deutschland	7,8
Valencia	Spanien	5,5
Piräus	Griechenland	4,8
Algeciras	Spanien	4,7
Bremerhaven	Deutschland	4,4
Gioia Tauro	Italien	3,9
Barcelona	Spanien	3,9
Le Havre / Rouen / Paris	Frankreich	3,1
Marsaxlokk	Malta	2,9
Genua	Italien	2,8
Danzig	Polen	2,2
Sines	Portugal	1,9
Marseille	Frankreich	1,5

Quelle: PortEconomics, Top-15-EU-container-ports-2024

190. Bremerhaven verzeichnete zuletzt ein vergleichsweise dynamisches Wachstum im Containerumschlag und steht damit im Wettbewerb mit den übrigen Nordrange-Häfen. Die Finanzierung der Hafeninfrastuktur erfolgt grundsätzlich durch die öffentliche Hand, während Investitionen in die Suprastruktur überwiegend von privaten Betreibern getragen werden. Der Hamburger Hafen setzt parallel auf privatwirtschaftlich finanzierte Modernisierungsmaßnahmen zur Sicherung seiner Marktposition. Wilhelmshaven überschritt im September 2025 erstmals die Marke von einer Million TEU und profitiert als Tiefwasserhafen sowie als Erstanlaufpunkt der Gemini-Allianz von Maersk und Hapag-Lloyd.⁶² Im Ostseeraum entwickelt sich Gdańsk mit zweistelligen Wachstumsraten zu einem der größten Containerhäfen der EU.⁶³ Auch die Adria Häfen Koper und Triest investieren verstärkt in Infrastruktur und Bahnverbindungen, um ihre Rolle im Hinterlandverkehr nach Mitteleuropa auszubauen.⁶⁴

Segment Container

191. Die Wettbewerbsfähigkeit von Container Terminalbetreibern wird durch mehrere Faktoren bestimmt, die sich gegenseitig beeinflussen und langfristig wirken. Von zentraler Bedeutung ist die geografische Lage. Terminals in unmittelbarer Nähe zu den Hauptverkehrslinien im Containerverkehr ermöglichen Reedereien minimale Abweichungen von ihrer Hauptroute, was kürzere Transportzeiten und geringere Betriebskosten zur Folge hat. Empirische Untersuchungen zeigen einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Lage eines Hafens

⁶² Vgl. The Journal of Commerce (JOC), „Gemini game changer for Wilhelmshaven as volume soars“, <https://www.joca.com/article/gemini-game-changer-for-wilhelmshaven-as-volume-soars-6018959> (abgerufen am 14.11.2025).

⁶³ Vgl. Notes from Poland, „Gdańsk becomes EU's fifth-biggest port“, <https://notesfrompoland.com/2025/01/15/gdansk-becomes-eus-fifth-biggest-port/> (abgerufen am 14.11.2025).

⁶⁴ Vgl. SN.at, „Slowenien baut Bahnverbindung zum Hafen Koper aus“, <https://www.sn.at/wirtschaft/welt/slowenien-bahnverbindung-hafen-koper-161498683> (abgerufen am 14.11.2025)

relativ zu den maritimen Hauptverkehrsachsen und seinem Anteil am Umschlagverkehr.⁶⁵ Je näher ein Terminal an einer maritimen Hauptverkehrsachse liegt, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, als Umschlagplatz für große Reedereien ausgewählt zu werden. Zusätzlich erhöht eine ausreichende Hafentiefe, wie sie bei Tiefseehäfen gegeben ist, die Standortattraktivität, da sie den Zugang für große Containerschiffe ermöglicht und damit die Effizienz des Umschlags steigert.

192. Neben der Lage sind die operative Leistungsfähigkeit und die vorhandene Infrastruktur ein wesentlicher Faktor. Ausreichende Kapazitäten, kurze Liegezeiten, verlässliche Abfertigungsfenster und moderne technische Ausstattung reduzieren die Kosten und erhöhen die Attraktivität für Reedereien. Betreiber von Container Terminals mit optimierten Prozessen und ausreichenden Kapazitäten erzielen dadurch Wettbewerbsvorteile. Besonders ausgeprägt ist dies bei Container Terminals, die von Reedereien selbst betrieben oder in einer Partnerschaft mit Reedereien stehen, da sie eine gewisse Sicherung des Ladungsaufkommens und abgestimmte Abläufe bieten.
193. Im Marktvergleich ist ein zunehmender Ausbau von (Teil-)Automatisierung zu beobachten. In der Nordrange setzen insbesondere Terminals in Rotterdam auf hochautomatisierte Betriebskonzepte, etwa mit automatisierten Yard-Systemen und horizontalem Transport, während in Antwerpen Automatisierungsschritte wie Automated Stacking Cranes zur Steigerung von Flächeneffizienz und Kapazität weiter vorangetrieben werden.⁶⁶ In Hamburg nimmt das CTA mit hohem Automatisierungsgrad eine Vorreiterrolle ein, während andere Standorte schrittweise modernisiert werden oder aufgrund ihrer Flächengeometrie stärker auf flexible, weniger automatisierte Prozesse setzen. Automatisierung kann Liegezeiten reduzieren und die Produktivität pro Terminalfläche erhöhen; empirische Studien zeigen jedoch, dass Effizienzgewinne wesentlich von der prozessualen Integration, der IT-Steuerung und der Qualifikation abhängen.⁶⁷ Entsprechend gilt Automatisierung in großen Hubs zunehmend als Standardvoraussetzung, während die Qualität der Umsetzung den entscheidenden Wettbewerbsfaktor darstellt.
194. Darüber hinaus spielt die Einbindung in Allianzen und die Netzwerkstruktur großer Reedereien eine zentrale Rolle für Containerhäfen, da sie den Zufluss von Ladungsvolumen und die Stabilität langfristiger Geschäftsbeziehungen sichern. Ebenso beeinflusst das allgemeine Kostenniveau, einschließlich Hafententgelte, Flächenmieten bzw. Konzessionsgebühren, Lohnkosten und Energiepreise die Wettbewerbsfähigkeit. Auch die Servicequalität sowie der Einsatz digitaler Prozesse tragen zur Attraktivität eines Standorts bei.
195. Der Markteintritt neuer Anbieter ist durch hohe Eintrittsbarrieren gekennzeichnet. Langfristige Leasing- und Konzessionsverträge binden die attraktivsten Flächen über Jahrzehnte an die Betreiber von Container Terminals. Neuvergaben von Flächen sind kapitalintensiv und mit komplexen Genehmigungsverfahren verbunden. Selbst verfügbare Flächen sind häufig nautisch ungünstig oder unzureichend an das Hinterland angebunden. Zudem stellt die erforderliche Mindestskalierung eine erhebliche Eintrittsbarriere dar. Erst ab einer bestimmten Containerumschlagsmenge lassen sich die hohen Fixkosten von Container Terminals wirtschaftlich decken. In Märkten mit begrenztem Volumen führt dies oftmals zu

⁶⁵ Vgl. Martinez-Moya et al., 2025.

⁶⁶ Vgl. <https://dutchindustry.org/ect/>, 2025.

⁶⁷ Vgl. Tsagkaris, P.; Moschovou, T.P. (2025): *The Impact of Automation on the Efficiency of Port Container Terminals*.

Überkapazitäten und intensivem Wettbewerb, was etablierten Betreibern mit Skaleneffekten Vorteile verschafft.

Segment Intermodal

196. Im Intermodalbereich nimmt der Wettbewerb ebenfalls zu, da Schienenverkehrsunternehmen, Logistikdienstleister und alternative Verkehrsträger wie Lkw und Binnenschiff um Marktanteile konkurrieren. Bei großen Distanzen und hohen Volumina gilt die Schiene als wirtschaftliche und emissionsarme Lösung. Erfolgreiche Anbieter zeichnen sich durch eine hohe Netzdichte und Flexibilität sowie die Fähigkeit zur effizienten Steuerung komplexer Transportketten aus. Für Hafensternde wird die Qualität der intermodalen Anbindung zunehmend zu einem entscheidenden Faktor, da sie die Reichweite ins Hinterland bestimmt, die Geschwindigkeit des Gütertransports erhöht und die Anforderungen an Nachhaltigkeit sowie Emissionsreduktion erfüllt.
197. Zusammenfassend basiert die Wettbewerbsfähigkeit von Container Terminals auf einer strategisch günstigen Lage, leistungsfähiger Infrastruktur, effizienter Prozessgestaltung, intermodaler Anbindung und dem Schutz durch langfristige Verträge.

2.3.3.4.3. Marktposition der HHLA

198. Die HHLA zählt zu den führenden Terminalbetreibern in Europa und betreibt drei große Container Terminals im Hamburger Hafen, der nach Rotterdam und Antwerpen-Brügge der drittgrößte Containerhafen Europas ist. Der Hamburger Hafen ist für den deutschen Außenhandel und als Drehscheibe für Mittel- und Osteuropa von erheblicher Bedeutung. Die Marktposition der HHLA wird insbesondere durch die leistungsfähige Hinterlandanbindung geprägt. Über ein dichtes Schienen- und Straßennetz erfolgt eine effiziente Weiterleitung der Waren ins Binnenland, was dem Hamburger Hafen und der HHLA einen Standortvorteil gegenüber den Westhäfen verschafft. Allerdings ist der Hamburger Hafen für große Containerschiffe weniger gut erreichbar als die Westhäfen, die als Tiefseehäfen direkt an der Nordsee liegen, da Schiffe auf dem Weg in den Hamburger Hafen zunächst ca. 120 Kilometer die Elbe stromaufwärts befahren müssen, was zusätzliche Zeit und nautische Einschränkungen mit sich bringt. Dennoch hängt die Vorteilhaftigkeit von der finalen Destination der Güter ab. Für Ladungen mit Ziel im Großraum Hamburg kann der direkte Anlauf per Großcontainerschiff trotz Elbpassage insgesamt wirtschaftlich und kosteneffizienter sein.
199. Im Jahr 2025 konnte die HHLA trotz eines herausfordernden wirtschaftlichen Umfelds den Containerumschlag steigern (+5,4% auf 6,30 Mio. TEU), während der Intermodalbereich einen Zuwachs von 10,9% auf 1,98 Mio. TEU verzeichnete. Die Umsätze und Ergebnisse entwickelten sich solide, blieben jedoch im Containersegment hinter dem erwarteten europäischen Markttrend zurück, für den für das Gesamtjahr 2025 ein Wachstum von 6,3% prognostiziert wird.⁶⁸
200. Ein bedeutender strategischer Schritt war der Einstieg der MSC, die aktuell einen mittelbaren Anteil von ca. 44,72% der A-Aktien der HHLA übernommen hat und nach dem Squeeze Out ihren mittelbaren Anteil auf 49,9% der A-Aktien erhöhen wird. Diese Partnerschaft soll die

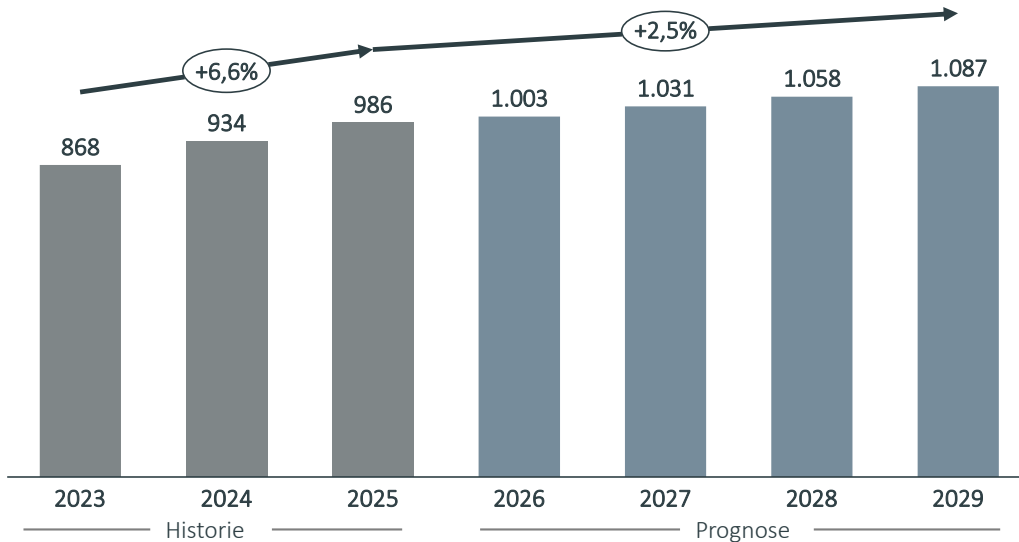
⁶⁸ Vgl. HHLA, Geschäftsbericht 2024, <https://bericht.hhla.de/geschaeftsbericht-2024/lagebericht/wirtschaftsbericht/segmententwicklung/container.html> (abgerufen am 14.11.2025).

Wettbewerbsfähigkeit des Hamburger Hafens sichern.⁶⁹ Im europäischen Vergleich ist die HHLA damit ein relevanter, jedoch wettbewerbsintensiv herausgeforderter Akteur, der seine Marktposition durch Innovation, Netzwerkstrategie und die Stärkung des Hinterlandverkehrs weiterentwickelt.

2.3.3.4.4. Wachstumserwartungen

Containerumschlag in Häfen weltweit von 2023 bis 2029

(in Mio. TEU)



Quelle: Drewry Container Forecaster, 2025.

201. Der weltweite Containerumschlag in Häfen betrug im Jahr 2023 rund 868 Mio. TEU und erhöhte sich um 7,6% auf 934 Mio. TEU im Jahr 2024. Dieses Wachstum ist insbesondere auf die Stabilisierung der Handelsströme in Schwellenländern sowie auf Verschiebungen im globalen Exportverhalten zurückzuführen. China richtete einen Teil seiner Exporte von Nordamerika in andere Regionen wie Südostasien, Süd- und Südwestasien, Afrika und Lateinamerika um, wodurch die Nachfrage nach Umschlagskapazitäten in diesen Märkten anstieg.⁷⁰ Zudem trugen die teilweise Aufhebung von Handelsbarrieren, darunter die temporäre Aussetzung gegenseitiger Hafenabgaben zwischen China und den USA⁷¹, sowie eine Lockerung der Finanzierungsbedingungen durch Zinssenkungen in den USA zu einer unterstützenden Wirkung bei.
202. Bis 2029 soll der weltweite Containerumschlag auf 1.087 Mio. TEU steigen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 2,5% auf Basis des Jahres 2025 entspricht. Das künftig moderate Wachstum wird im Wesentlichen durch die Umlenkung chinesischer Ausfuhren in dynamischere Schwellenregionen sowie durch anhaltend stabile Intra-Asien-Verkehre getragen. Insgesamt spiegelt die Prognose eine Normalisierung der

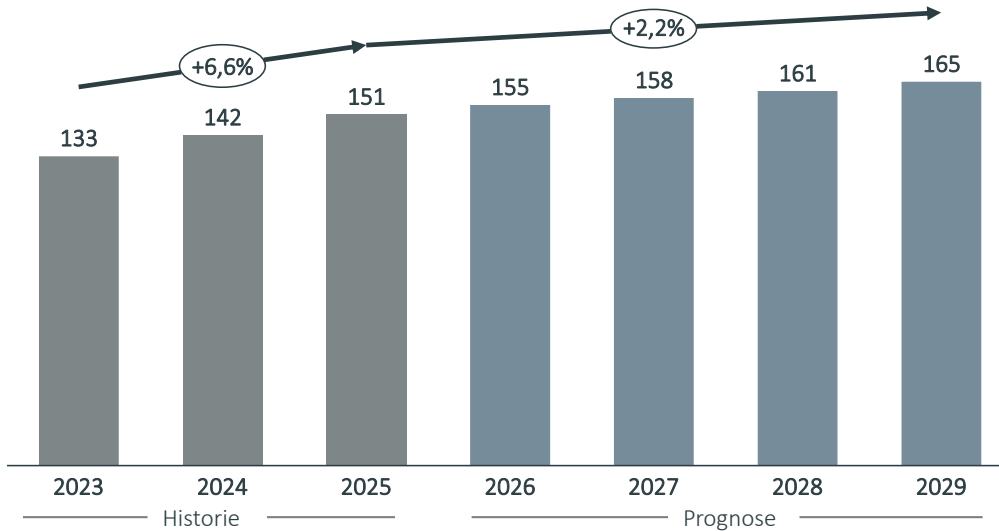
⁶⁹ Vgl. MSC, „MSC Group completes acquisition of minority stake in HHLA“, <https://www.msca.com/en/newsroom/press-releases/2024/msc-group-completes-acquisition-of-minority-stake-in-hhla> (abgerufen am 14.11.2025).

⁷⁰ Vgl. Asia Times, „China continues to shift exports to Global South“, 14. Januar 2025, <https://asiatimes.com/2025/01/china-continues-to-shift-exports-to-global-south>.

⁷¹ Vgl. Reed Smith, „Suspension of U.S.-China port fees“, 31. Oktober 2025, <https://www.reedsmith.com/our-insights/blogs/viewpoints/102lrt8/suspension-of-u-s-china-port-fees>.

Handelsdynamik und eine kontinuierliche, wenn auch gedämpfte, Zunahme der globalen Wirtschaftsaktivität wider.

Containerumschlag in europäischen Häfen von 2023 bis 2029 (in Mio. TEU)



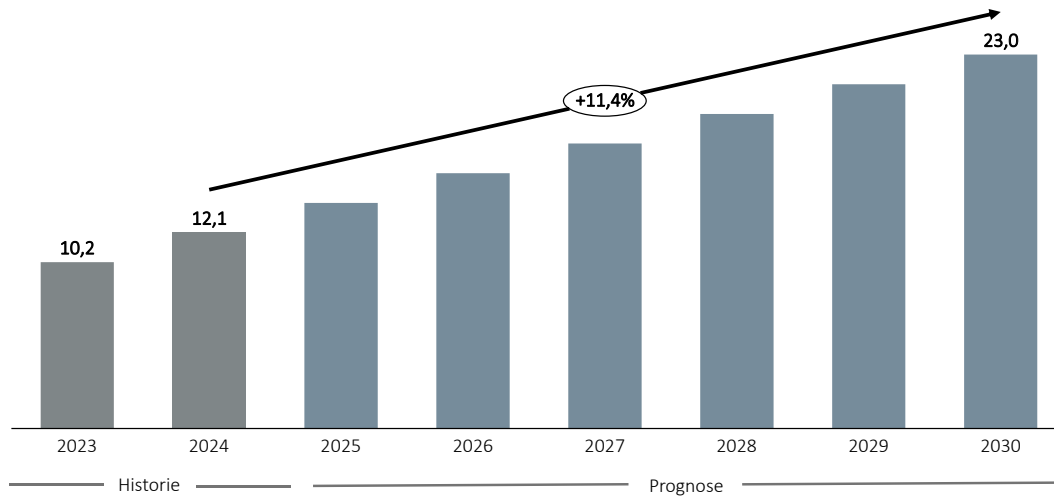
Quelle: Drewry Container Forecaster, 2025.

203. Parallel zu dieser globalen Entwicklung stieg der Containerumschlag in Europa von etwa 133 Mio. TEU im Jahr 2023 auf 142 Mio. TEU im Jahr 2024 an, was einer Wachstumsrate von 6,8% entspricht. Wesentliche Treiber waren die Normalisierung der Fahrpläne und eine Erholung der Importnachfrage. Die geopolitische Lage im Nahen Osten führte zudem zu Umfahrungen des Suez-Kanals, wodurch sich Routenverläufe änderten und Ladungsströme in Teilen neu verteilt wurden.⁷²
204. Aktuellen Prognosen zufolge soll der Containerumschlag in Europa bis 2029 auf ein Niveau von 165 Mio. TEU anwachsen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 2,2% entspricht. Die wesentlichen Wachstumstreiber bis 2029 liegen in der fortgesetzten Erholung des europäischen Umschlags, der stabilisierten Importnachfrage sowie in strukturellen Verschiebungen der globalen Verkehrsströme, die mediterrane und transshipmentorientierte Häfen stärken. Temporäre Routenänderungen, etwa nach Wiederöffnung der Suez-/Rotmeer-Passage, können zusätzlich zu höheren TEU-Ankünften führen.⁷³

⁷² Vgl. Marine Poland, „Port Monitor: The annual results of the largest European container ports in 2024“, 14. April 2025, <https://www.marinepoland.com/port-monitor-the-annual-results-of-the-largest-european-container-ports-in-2024-2170>.

⁷³ Vgl. Global Market Insights, „Europe Container Transshipment Market Size, Growth Analysis“, Oktober 2024, <https://www.gminsights.com/industry-analysis/europe-container-transshipment-market>.

Europäischer Markt für intermodalen Güterverkehr von 2023 bis 2030⁷⁴ (in Mrd. \$)



Quelle: Grand View Research, Europe Intermodal Freight Transportation Market Size & Outlook, 2024.

205. Parallel dazu soll der europäische Markt für intermodalen Güterverkehr von ca. 12,1 Mrd. \$ im Jahr 2024 auf voraussichtlich 23,0 Mrd. \$ im Jahr 2030 wachsen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 11,4% entspricht. Die Dynamik in Europa wird maßgeblich durch den EU Green Deal und die damit verbundenen Dekarbonisierungsziele bestimmt, die eine Verlagerung von Straßentransporten auf Schiene und Wasserwege fördern. Investitionen in den Ausbau des TEN-T-Netzes⁷⁵, die Modernisierung von Umschlagterminals und die Einführung digitaler Steuerungssysteme sind entscheidend zur Effizienzsteigerung intermodaler Ketten. Dennoch ist zu berücksichtigen, dass das europäische Schienennetz in Teilen einen hohen Erneuerungsbedarf aufweist und bereits stark ausgelastet ist. Umfangreiche Ersatz- und Modernisierungsmaßnahmen führen temporär zu Kapazitätseinschränkungen und betrieblichen Beeinträchtigungen, die sich über längere Zeiträume auf die Leistungsfähigkeit intermodaler Verkehre auswirken können.
206. Gleichzeitig treiben steigende Energiepreise und regulatorische Vorgaben zur Emissionsreduktion die Nachfrage nach umweltfreundlichen Transportlösungen. Herausforderungen bestehen in der Fragmentierung der nationalen Regelwerke, der begrenzten Interoperabilität der europäischen Schienennetze und den hohen Kosten auf kurzen Distanzen im Vergleich zum Straßentransport. Dennoch gilt der Markt als zukunftsfruchtig, da die Kombination aus politischem Druck, technologischer Innovation und wachsendem Handelsvolumen eine nachhaltige Nachfrage nach intermodalen Lösungen sicherstellt.

⁷⁴ Der Wert für das Jahr 2024 wurde auf Basis der jährlichen Wachstumsrate geschätzt.

⁷⁵ Das TEN-T-Netz (Transeuropäisches Verkehrsnetz) ist ein europäisches Programm der Europäischen Union zum Aufbau eines modernen, integrierten und nachhaltigen Verkehrsnetzes in ganz Europa, das Straßen, Schienen, Binnenwasserstraßen, See- und Flughäfen sowie Umschlagterminals umfasst.

2.3.3.4.5. Fazit zum Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie der Marktposition der HHLA

207. Die HHLA agiert in einem dynamischen und wettbewerbsintensiven Marktumfeld, das durch geopolitische Unsicherheiten, technologische Transformation und standortspezifische Charakteristika geprägt ist. Die zunehmende vertikale Integration großer Reedereien, die Bildung von Allianzen sowie der Ausbau alternativer Standorte in der Nordrange verschärfen den Wettbewerb und führen zu einer Fragmentierung des Marktes. Gleichzeitig steigen die Anforderungen an Terminalbetreiber hinsichtlich Automatisierung, Digitalisierung und nachhaltiger Infrastruktur, um Effizienz, Flexibilität und Umweltziele zu erreichen.
208. Im europäischen Vergleich behauptet sich die HHLA als einer der führenden Terminalbetreiber, profitiert von einer leistungsfähigen Hinterlandanbindung und einer starken Position im Containerumschlag. Dennoch bleibt der Hamburger Hafen im Wettbewerb mit den Westhäfen und aufstrebenden Standorten herausgefordert, insbesondere aufgrund nautischer Restriktionen und der Notwendigkeit kontinuierlicher Investitionen in Modernisierung und Kapazitätsausbau. Die indirekte Beteiligung von MSC und die in diesem Zusammenhang vereinbarten Investitionen stärken die Wettbewerbsfähigkeit und sichern zusätzliche Ladungsmengen, erfordern jedoch eine konsequente Weiterentwicklung der Prozesse und Infrastruktur.
209. Insgesamt ist die Marktposition der HHLA solide, aber von externen und internen Herausforderungen geprägt. Die Fähigkeit, Automatisierung und Innovationen voranzutreiben, Netzwerke zu stärken und den Hinterlandverkehr auszubauen, wird entscheidend sein, um die Wettbewerbsfähigkeit langfristig zu sichern und von den erwarteten Wachstumschancen im Containerumschlag und Intermodalmarkt zu profitieren.

2.3.3.5. Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage

210. Die Vergangenheitsanalyse der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA bildet den Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für Plausibilitätsbeurteilungen.⁷⁶ Auf die Planung des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA für die Jahre 2026 bis 2030 wird im Kapitel 2.4 ausführlich eingegangen.
211. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage wird nachfolgend auf die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 eingegangen.

2.3.3.5.1. Ertragslage

Bereinigung der historischen Ertragslage

212. Gemäß IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (EBITDA, EBIT) zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen. Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Einflüssen sind explizit zu erläutern.

⁷⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 60 ff. sowie DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 23.

213. An dieser Stelle werden für den Zeitraum der Geschäftsjahre 2023 bis 2025 die Bereinigungen der Ertragslage dargestellt. Die Bereinigungen erfolgten durch ValueTrust auf Basis von Gesprächen mit der HHLA.

Bereinigungen der historischen Ertragslage

in Mio. €

	Historisch (unbereinigt)			Bereinigungen			Historisch (bereinigt)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Umsatzerlöse	1.408,9	1.561,7	1.718,8	-	-	-	1.408,9	1.561,7	1.718,8
Wachstum in %	-	10,8%	10,1%	-	-	-	-	10,8%	10,1%
Bestandsveränderung	0,5	0,3	-3,0	-	-	-	0,5	0,3	-3,0
Andere aktivierte Eigenleistungen	5,5	6,7	9,1	-	-	-	5,5	6,7	9,1
Materialaufwand	-476,5	-547,9	-586,8	-	-	-	-476,5	-547,9	-586,8
Personalaufwand	-554,1	-595,6	-680,9	16,4	21,1	8,7	-537,7	-574,5	-672,1
Sonstige betriebliche Erträge	67,7	54,7	64,0	-21,9	-12,8	-11,4	45,8	41,9	52,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-190,0	-196,5	-210,2	-	12,8	-	-190,0	-183,7	-210,2
EBITDA	262,0	283,4	311,0	-5,5	21,1	-2,6	256,5	304,5	308,4
in % der Umsatzerlöse	18,6%	18,1%	18,1%	-	-	-	18,2%	19,5%	17,9%
Abschreibungen	-169,1	-165,6	-166,3	-	-	-	-169,1	-165,6	-166,3
EBIT	92,9	117,8	144,7	-5,5	21,1	-2,6	87,4	138,9	142,1
in % der Umsatzerlöse	6,6%	7,5%	8,4%	-	-	-	6,2%	8,9%	8,3%
Finanzergebnis	-48,2	-48,1	-59,1	-	-	-	-48,2	-48,1	-59,1
Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	5,5	-21,1	2,6	5,5	-21,1	2,6
Erträge aus Beteiligungen	4,9	7,0	7,5	-	-	-	4,9	7,0	7,5
Ergebnis vor Ertragsteuern	49,6	76,7	93,1	-	-	-	49,6	76,7	93,1
Ertragsteuern	-18,5	-29,8	-70,0	-	-	-	-18,5	-29,8	-70,0
Effektive Steuerquote (in %)*	41,4%	42,7%	81,8%	-	-	-	41,4%	42,7%	81,8%
Jahresergebnis	31,1	46,9	23,0	-	-	-	31,1	46,9	23,0
in % der Umsatzerlöse	2,2%	3,0%	1,3%	-	-	-	2,2%	3,0%	1,3%
Auf Minderheiten entfallendes Ergebnis	22,4	23,9	21,9	-	-	-	22,4	23,9	21,9

Quelle: Unternehmensinformationen HHLA

Personalaufwand

214. Im Geschäftsjahr 2023 wurde der Personalaufwand infolge einer Neubewertung der Altersteilzeit-Rückstellungen (ATZ) um 16,4 Mio. € angepasst. Die Anpassung resultiert aus einer aktualisierten Einschätzung der zeitlichen Inanspruchnahme bestehender ATZ-Vereinbarungen und betrifft insbesondere den erwarteten Beginn der Freistellungsphase sowie deren Dauer.
215. Im Geschäftsjahr 2024 erfolgte eine weitere Neubewertung der ATZ-Rückstellungen, die zu einer Anpassung des Personalaufwands um 21,1 Mio. € führte. Auch diese Anpassung beruht auf einer Überprüfung der zugrunde liegenden zeitlichen Annahmen hinsichtlich des Beginns und der Ausgestaltung der Altersteilzeitmaßnahmen.
216. Im Jahr 2025 wurde der Personalaufwand um insgesamt 8,7 Mio. € bereinigt. Die Bereinigung umfasst zum einen die tarifliche Einmalzahlung an die Mitarbeitenden der tarifgebundenen Hamburger Unternehmen in Höhe von 5,1 Mio. € sowie zum anderen Aufwendungen im Zusammenhang mit der Abfindung bzw. Pensionierung des Vorstands. Letztere setzen sich aus einem nachzuverrechnenden Dienstzeitaufwand für pensionsbezogene Zusagen in Höhe von 2,1 Mio. € sowie einer Abfindungszahlung in Höhe von 1,6 Mio. € zusammen.

Sonstige betriebliche Erträge

217. Im Geschäftsjahr 2023 wurden die sonstigen betrieblichen Erträge um insgesamt 21,9 Mio. € angepasst. Davon entfielen 8,4 Mio. € auf die Auflösung der Erlösrückstellung im

Zusammenhang mit Kundenrückerstattungen. Zudem wurde eine Logistikimmobilie veräußert, wodurch ein einmaliger Ertrag in Höhe von 13,5 Mio. € erzielt wurde.

218. Im Geschäftsjahr 2024 erfolgte eine Anpassung der sonstigen betrieblichen Erträge in Höhe von 12,8 Mio. €. Diese resultiert aus Erstattungsansprüchen aus Grunderwerbsteuer gegenüber der HGV, die infolge des abgeschlossenen BCA im Zusammenhang mit der MSC-Transaktion entstanden sind.
219. Im Geschäftsjahr 2025 wurden die sonstigen betrieblichen Erträge um insgesamt 11,4 Mio. € bereinigt. Die Bereinigung steht vollständig im Zusammenhang mit der Umstrukturierung am O'Swaldkai und umfasst eine Entschädigungszahlung für die Aufgabe bzw. Rückgabe von Flächen in Höhe von 9,2 Mio. € sowie Erträge aus der Neubewertung von Abbruchkostenrückstellungen in Höhe von 2,1 Mio. €, die im Zuge derselben strukturellen Anpassungen ergebniswirksam erfasst wurden.

Sonstige betriebliche Aufwendungen

220. Im Geschäftsjahr 2024 wurde eine Anpassung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von 12,8 Mio. € vorgenommen. Diese steht im Zusammenhang mit Erstattungsansprüchen gegenüber der HGV, die infolge des abgeschlossenen BCA im Rahmen der MSC-Transaktion entstanden sind. Die entsprechenden Effekte wurden korrespondierend zu den sonstigen betrieblichen Erträgen erfasst und ergebnisneutral gegengebucht, sodass sich insgesamt kein Einfluss auf das operative Ergebnis ergibt.
221. Im Folgenden wird die bereinigte Ertragslage des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach IFRS beschrieben.

Beschreibung der bereinigten, historischen Ertragslage

222. Die nachfolgende Übersicht stellt die bereinigte Ertragslage des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach IFRS dar. Die Beschreibung der bereinigten

historischen Ertragslage der Jahre 2023 bis 2025 wird im Folgenden auf Ebene der einzelnen Posten der Gewinn- und Verlustrechnung vorgenommen:

Bereinigte historische Ertragslage

in Mio. €

	Historisch (bereinigt)			CAGR
	2023	2024	2025	2023-25
Umsatzerlöse	1.408,9	1.561,7	1.718,8	10,5%
Wachstum in %	-	10,8%	10,1%	
Bestandsveränderung	0,5	0,3	-3,0	n/a
Andere aktivierte Eigenleistungen	5,5	6,7	9,1	28,2%
Materialaufwand	-476,5	-547,9	-586,8	11,0%
Personalaufwand	-537,7	-574,5	-672,1	11,8%
Sonstige betriebliche Erträge	45,8	41,9	52,6	7,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-190,0	-183,7	-210,2	5,2%
EBITDA	256,5	304,5	308,4	9,6%
in % der Umsatzerlöse	18,2%	19,5%	17,9%	
Abschreibungen	-169,1	-165,6	-166,3	-0,8%
EBIT	87,4	138,9	142,1	27,5%
in % der Umsatzerlöse	6,2%	8,9%	8,3%	
Finanzergebnis	-48,2	-48,1	-59,1	10,7%
Außerordentliches Ergebnis	5,5	-21,1	2,6	-30,6%
Erträge aus Beteiligungen	4,9	7,0	7,5	23,7%
Ergebnis vor Ertragsteuern	49,6	76,7	93,1	37,0%
Ertragsteuern	-18,5	-29,8	-70,0	94,4%
Effektive Steuerquote (in %)*	41,4%	42,7%	56,7%	
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-18,5	-29,8	-48,6	
Wertberichtigungen auf latente Steuern	-	-	-21,5	n/a
Jahresergebnis	31,1	46,9	23,0	-13,9%
in % der Umsatzerlöse	2,2%	3,0%	1,3%	
Auf Minderheiten entfallendes Ergebnis	22,4	23,9	21,9	-1,1%

* ohne Erträge aus Beteiligungen und Wertberichtigungen auf latente Steuern

Quelle: Unternehmensinformationen HHLA

Umsatzerlöse

223. Die Umsatzerlöse des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA setzen sich aus den Erlösen der Segmente Container, Intermodal, Logistik sowie Holding zusammen.
224. Im Segment Container werden Umsatzerlöse durch den Umschlag von Containern an den Hamburger Terminals (CTA, CTB, CTT) und an den internationalen Standorten der HHLA (u.a. Odessa, Tallinn, Triest) erzielt. Hinzu kommen Lagergelderlöse infolge längerer Verweildauern und Serviceentgelte für Depot- und Reparaturleistungen von Containern.
225. Im Segment Intermodal stammen die Umsatzerlöse überwiegend aus Bahn- und Lkw-Transporten im europäischen Hinterlandverkehr, wobei die HHLA-Tochter METRANS ein europaweites Netzwerk betreibt.
226. Das kleinste der drei Segmente innerhalb des Teilkonzerns Hafenlogistik ist das Segment Logistik und trägt mit Spezialumschlag, Beratungsleistungen, digitalen Dienstleistungen sowie den Aktivitäten der HHLA Project Logistics in der Kaukasusregion und in Kasachstan zu den

Umsatzerlösen bei. Bedeutende Umsatzbeiträge in diesem Segment leisten unter anderem UNIKAI und ausgewählte weitere Einheiten mit externem Leistungsbezug.

227. Ausgehend von 1.408,9 Mio. € im Jahr 2023 stiegen die Umsatzerlöse im Jahr 2024 um 10,8% auf 1.561,7 Mio. €. Hauptursächlich hierfür waren höhere Erlöse je Box, bedingt durch längere Verweildauern der Container und daraus resultierende Lagerentgelte im Hafen. Zusätzlich trugen eine Zunahme der Lagerbestände sowie eine Erholung der Umschlagsmengen, insbesondere im Intermodal-Segment, in dem das Transportvolumen um 11,6% auf 1,79 Mio. TEU stieg, sowie ein moderates Preiswachstum im Intermodal-Segment zum Umsatzanstieg bei. Der Erwerb der Roland Spedition in 2024 trug zusätzlich zum Umsatzwachstum im Intermodal-Segment bei, wodurch neue Transportrelationen und Kunden erschlossen wurden. Im Segment Container kam es zu einer Stabilisierung der umgeschlagenen Containermengen. Der Containerumschlag stieg leicht um 0,9% auf 5.970 TTEU. Während die Mengen in den Fahrtgebieten Fern- und Nahost rückläufig waren, verzeichneten die Fahrtgebiete Nord- und Südamerika deutliche Zuwächse. Zusätzliche Volumina resultierten aus einer Erholung der Feederverkehre. Ein maßgeblicher Treiber für den Umsatzanstieg im Containersegment waren darüber hinaus deutlich höhere Lagergelderlöse. Diese resultierten aus zeitweise erheblich verlängerten Verweildauern der Container an den Hamburger Terminals. An den internationalen Terminals trugen die Wiederaufnahme des Umschlags in Odessa und ein starkes Mengenwachstum in Tallinn zur positiven Entwicklung bei.
228. Im Jahr 2025 erzielte der Teilkonzern Hafenlogistik Umsatzerlöse in Höhe von 1.718,8 Mio. €, was einem Umsatzwachstum von 10,1% entspricht. Der Anstieg ist im Wesentlichen auf zwei Faktoren zurückzuführen: Zum einen setzte sich der bereits im Jahr 2024 beobachtete Anstieg der Lagergelderlöse teilweise fort, der weiterhin aus verlängerten Verweildauern der Container resultierte. Vor allem führte jedoch der veränderte Ladungsmix und eine höhere umgeschlagene Menge in den Segmenten Container und Intermodal, im Segment Container insbesondere getrieben durch die zusätzlichen MSC-Mengen, zu deutlich höheren durchschnittlichen Umschlagerlösen pro Box. MSC brachte im Jahr 2025 überproportional viele lokale Ladungen⁷⁷ nach Hamburg, wodurch im Verhältnis zur gezählten Wasserseitenbewegung ein wesentlich höherer Erlös pro Container erzielt wurde. Der höhere durchschnittliche Erlös pro Box wirkte sich im Containersegment 2025 stärker aus als die reine Mengenentwicklung, da die Großschiffsbewegung im Verhältnis zum Feedergeschäft zunahm und damit die Stückelöse überproportional zum TEU-Wachstum anstiegen. Parallel dazu wuchs das Intermodal-Geschäft aufgrund der fortgesetzten Netzwerkerweiterung der METRANS und zusätzlicher Transportrelationen weiter, sodass auch hier ein relevanter mengengetriebener Beitrag zum Umsatzwachstum geleistet wurde. Der Erwerb der Roland Spedition im Jahr 2024 hatte einen maßgeblichen Einfluss, da deren vollständige Konsolidierung erstmals für einen Zeitraum von zwölf Monaten im Geschäftsjahr 2025 erfolgte.

Sonstige betriebliche Erträge

229. Die sonstigen betrieblichen Erträge umfassen Versicherungsentschädigungen, Erträge aus Personalüberlassungen und weitere betriebliche Erträge. Die sonstigen betrieblichen Erträge betrugen 45,8 Mio. € im Jahr 2023, fielen auf 41,9 Mio. € im Jahr 2024 und erhöhten sich auf 52,6 Mio. € im Jahr 2025. Der Anstieg im Jahr 2025 resultiert aus höheren Entschädigungen für

⁷⁷ Lokale Ladungen bezieht sich auf Ladungen, die in Hamburg ankommen oder von dort abgehen und anschließend ins Hinterland weiterlaufen.

Batterien (CTA) sowie aus Erstattungen aus Vertragsstrafen (CTB) und Erträgen aus Betriebskostenabrechnungen.

Materialaufwand

230. Der Materialaufwand der HHLA umfasst sämtliche Aufwendungen für bezogene Leistungen, insbesondere Energie (Strom, Diesel und Gas), Transportleistungen wie Bahntrassenpreise oder Lkw-Frachten,⁷⁸ Instandhaltungskosten für Anlagen und Maschinen, sowie den Materialeinsatz in den Bahnverkehren der METRANS.⁷⁹ Darüber hinaus zählen die Aufwendungen für Laschfirmen im Containersegment, die für die Ladungssicherung an Bord verantwortlich sind, zum Materialaufwand. Der Materialaufwand betrug im Jahr 2023 476,5 Mio. €, erhöhte sich im Jahr 2024 auf 547,9 Mio. € und erreichte im Jahr 2025 586,8 Mio. €. Dies entspricht einer Materialaufwandsquote von 33,8% im Jahr 2023, 35,1% im Jahr 2024 und 34,1% im Jahr 2025.
231. Die im Jahr 2024 erhöhte Materialaufwandsquote von 35,1% resultiert im Wesentlichen aus der Ausweitung der materialintensiven Bahnverkehre mit höheren Trassenpreisen. Zudem führte im Segment Container ein deutlicher Anstieg der Energiekosten zu höheren Aufwendungen.
232. Im Jahr 2025 reduzierte sich die Materialaufwandsquote leicht auf 34,1%. Ursächlich hierfür war eine deutliche Entlastung auf der Energiekostenseite, da der im Jahr 2024 abgeschlossene, kostenintensive Stromvertrag nicht mehr wirkte.

Personalaufwand

233. Der Personalaufwand der HHLA umfasst Löhne und Gehälter, Sozialabgaben, Aufwendungen für Altersversorgung, Aufwendungen für die Gestellung von Mitarbeitern im Hafenbetrieb (z.B. von der Gesamthafenbetriebs-Gesellschaft), sowie sonstige Personalnebenkosten. Der Personalaufwand entwickelte sich von 537,7 Mio. € im Jahr 2023 auf 574,5 Mio. € im Jahr 2024 und erreichte 672,1 Mio. € im Jahr 2025. Dies entspricht einer Personalaufwandsquote von 38,2% im Jahr 2023, 36,8% im Jahr 2024 und 39,1% im Jahr 2025. Der Rückgang der Personalaufwandsquote im Jahr 2024 ist primär auf den rechnerischen Effekt höherer Umsatzerlöse im Segment Container zurückzuführen, insbesondere durch das gestiegene Lagergeld (+39 Mio. €). Zusätzlich wirkt sich der deutliche Umsatzanstieg bei CTO aus, während die Personalkosten vergleichsweise konstant bleiben.
234. Im Jahr 2024 war eine leicht rückläufige Personalaufwandsquote zu beobachten, die vor allem auf Skaleneffekte durch Mengenzuwachs im Container- und Intermodalgeschäft sowie den steigenden Anteil des weniger personalintensiven Intermodalgeschäfts zurückzuführen ist.
235. Die Erhöhung der Personalaufwandsquote auf 39,1% im Jahr 2025 resultierte vor allem aus produktivitätsmindernden Baustellen-/Umstellungsphasen sowie hohen Yard-Belegungskosten.

⁷⁸ Solche externen Lkw-Transporte werden typischerweise dann beauftragt, wenn HHLA im Rahmen eines Gesamtlogistikpakets auch den Vor- oder Nachlauf per Lkw anbietet, diesen jedoch nicht mit eigenen Ressourcen abdecken kann, bspw. bei geografischer Entfernung, fehlender Fahrzeugverfügbarkeit oder speziellen Anforderungen (z.B. Schwerlast, Gefahrgut). In diesen Fällen greift HHLA auf verlässliche Partner-Speditionen zurück, um eine durchgängige Transportkette sicherzustellen.

⁷⁹ Materialeinsatz in den Bahnverkehren umfasst verbrauchsabhängige Materialien und Ersatzteile für den Betrieb und die Instandhaltung der Schienenfahrzeuge, wie Bremsbeläge, Kupplungen, Radsätze sowie Schmierstoffe.

Sonstige betriebliche Aufwendungen

236. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen umfassen Kosten für Beratung, Dienstleistungen, Versicherungen, Fremdleistungen für Instandhaltung, Mieten, Reise- und Repräsentationskosten, Aufwendungen für Flächen- und Gebäudereinigung, sowie sonstige betriebliche Kosten. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sanken von 190,0 Mio. € im Jahr 2023 auf 183,7 Mio. € im Jahr 2024 und stiegen auf 210,2 Mio. € im Jahr 2025 an. Die sonstige betriebliche Aufwandsquote verringerte sich zunächst von 13,5% im Jahr 2023 auf 11,8% im Jahr 2024, bevor sie im Jahr 2025 wieder auf 12,2% anstieg.
237. Der Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Jahr 2024 auf 183,7 Mio. € ist im Wesentlichen auf niedrigere Aufwendungen für Beratung (–7,4 Mio. €) sowie geringere Instandhaltungsaufwendungen (–6,6 Mio. €) zurückzuführen. Dem standen höhere Leasingaufwendungen (+4,5 Mio. €) sowie gestiegene Verluste aus Anlagenabgängen (+2,8 Mio. €) gegenüber.
238. Im Jahr 2025 stiegen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 210,2 Mio. € an. Maßgeblich hierfür war insbesondere ein erneuter Anstieg der Beratungsaufwendungen um 8,5 Mio. € sowie höhere Aufwendungen in den übrigen sonstigen betrieblichen Kostenpositionen.

EBITDA

239. Das bereinigte EBITDA des Teilkonzerns Hafenlogistik betrug 256,5 Mio. € im Jahr 2023, 304,5 Mio. € im Jahr 2024 sowie 308,4 Mio. € im Jahr 2025. Dies entspricht einer bereinigten EBITDA-Marge von 18,2% im Jahr 2023, 19,5% im Jahr 2024 und 17,9% im Jahr 2025.
240. Im Jahr 2024 konnte das absolute bereinigte EBITDA sowie die bereinigte EBITDA-Marge gesteigert werden. Die EBITDA-Erhöhung resultierte vor allem aus einem Anstieg der Umsatzerlöse bedingt durch temporär längere Verweildauern der Container und daraus resultierende Lagerentgelte. Zusätzlich wirkte sich die erfolgreiche Integration der Roland Spedition positiv auf die Ergebnisentwicklung aus. Im Jahr 2025 ist die EBITDA-Marge leicht gesunken, da positive Umsatzeffekte, insbesondere aus höheren durchschnittlichen Umschlagerlösen und aus dem fortgesetzten Wachstum im Intermodalgeschäft, durch operative Einschränkungen in Hamburg überproportional kompensiert wurden. Die im Zuge der Automatisierung und zahlreicher baulicher Maßnahmen eingeschränkte Produktivität am CTB sowie ein weiterhin herausforderndes Volumen- und Lagerumfeld verhinderten eine Margenausweitung im Vergleich zum Vorjahr.

Abschreibungen

241. Die Abschreibungen umfassen planmäßige Wertminderungen auf Sachanlagen (z.B. Umschlaggeräte, Lokomotiven, Terminalgebäude, Lagerhallen) und immaterielle Vermögenswerte (z.B. Software). Die Abschreibungen in der Vergangenheit waren mit 169,1 Mio. € im Jahr 2023 und 165,6 Mio. € im Jahr 2024 und 166,3 Mio. € im Jahr 2025 relativ konstant.

EBIT

242. Das bereinigte EBIT des Teilkonzerns Hafenlogistik betrug 87,4 Mio. € im Jahr 2023, 138,9 Mio. € im Jahr 2024 sowie 142,1 Mio. € im Jahr 2025. Dies entspricht einer bereinigten EBIT-Marge von 6,2% im Jahr 2023, 8,9% im Jahr 2024 und 8,3% im Jahr 2025.

Finanzergebnis und Erträge aus Beteiligungen

243. Das Finanzergebnis und Erträge aus Beteiligungen umfasst das Zinsergebnis, zusammengesetzt aus Zinsaufwendungen und Zinserträgen, und das Ergebnis der nach der Equity-Methode bewerteten Unternehmen.
244. Zinsaufwendungen resultieren im Wesentlichen aus Leasingverhältnissen, Bankdarlehen und Pensionsrückstellungen. Zinserträge sind vor allem auf Bankguthaben und nicht verbundenen Unternehmen zurückzuführen. Im Jahr 2023 belief sich der Zinsaufwand auf Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten auf 6,6 Mio. €, während für Leasingverträge 19,8 Mio. € und für Pensionsrückstellungen 13,2 Mio. € anfielen. Im Jahr 2024 entfielen 11,1 Mio. € Zinsaufwand auf Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, 19,3 Mio. € auf Leasingverträge sowie 12,2 Mio. € auf Pensionsverpflichtungen. Im darauffolgenden Jahr 2025 belaufen sich die entsprechenden Beträge auf 20,9 Mio. € für Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, 20,5 Mio. € für Leasingverbindlichkeiten sowie 12,2 Mio. € für Pensionsverpflichtungen. Das Zinsergebnis belief sich auf -48,2 Mio. € im Jahr 2023, -48,1 Mio. € im Jahr 2024 und -59,1 Mio. € im Jahr 2025. Der Grund für das niedrigere Zinsergebnis im Jahr 2025 war ein erhöhter Zinsaufwand durch einen Anstieg von Krediten bzw. Schuldscheindarlehen.
245. Das Ergebnis der nach der Equity-Methode bewerteten Unternehmen entwickelte sich in der Historie positiv, ausgehend von 4,9 Mio. € im Jahr 2023, über 7,0 Mio. € im Jahr 2024 und 7,5 Mio. € im Jahr 2025. Das Ergebnis betrifft im Jahr 2025 die anteiligen Jahresergebnisse der folgenden Gemeinschaftsunternehmen und assoziierten Unternehmen: Hansaport Hafenbetriebsgesellschaft mbH, CuxPort GmbH, DHU Gesellschaft Datenverarbeitung Hamburger Umschlagsbetriebe mbH, Kombi-Transeuropa Terminal Hamburg GmbH, Spherie GmbH, HHLA Frucht- und Kühl-Zentrum GmbH, Ulrich Stein Gesellschaft mbH und HVCC Hamburg Vessel Coordination Center GmbH.
246. Im Rahmen des „außerordentlichen Ergebnis“ werden die vorgenommenen Bereinigungen korrigiert, so dass das Ergebnis vor Steuern und der Jahresüberschuss jeweils den im Geschäftsbericht ausgewiesenen Ist-Werten entsprechen. Nach der Rückanpassung der vorgenommenen Bereinigungen ergibt sich so ein Ergebnis vor Ertragssteuern von 49,6 Mio. € im Jahr 2023, das sich im Jahr 2024 auf 76,7 Mio. € erhöhte und im Jahr 2025 bei 93,1 Mio. € lag.

Ertragsteuern

247. Die Ertragsteuern umfassen die gezahlten oder geschuldeten Steuern vom Einkommen und Ertrag sowie die latenten Steuern. Zu den Steuern vom Einkommen und Ertrag zählen insbesondere die Körperschaftsteuer, der Solidaritätszuschlag sowie die Gewerbesteuer für inländische Gesellschaften und entsprechende Ertragsteuern für ausländische Tochtergesellschaften. Ausgehend von einer Steuerquote von 41,4% im Jahr 2023 erhöhte sich die Steuerquote auf 42,7% im Jahr 2024 und weiter auf 81,8% im Jahr 2025.

248. Die Erhöhung der Steuerquote im Jahr 2024 ist maßgeblich darauf zurückzuführen, dass bei der HHLA Next Verluste anfielen, auf die keine aktiven latenten Steuern angesetzt wurden. Diese nicht berücksichtigten Verlustpotenziale reduzierten das EBT, ohne den Steueraufwand entsprechend zu mindern, was zu einer Erhöhung der Steuerquote führte.
249. Im Jahr 2025 betragen die Steuern auf Einkommen und Ertrag 70,0 Mio. €. Nach Berücksichtigung des Sondereffektes aus Wertberichtigungen auf latente Steuern in Höhe von 21,5 Mio. € ergibt sich eine Steuerquote ohne Wertberichtigungen von 56,7%.
250. Die tatsächlich gezahlten Ertragsteuern beliefen sich gemäß der Kapitalflussrechnung auf 54,1 Mio. € im Geschäftsjahr 2023 bzw. 44,2 Mio. € im Jahr 2024 und 21,6 Mio. € im Jahr 2025. Die Cash-Tax-Quote lag bei 109,0% (2023), 57,6% (2024) und 23,2% (2025).
251. Der Jahresüberschuss des Teilkonzerns Hafenlogistik entwickelte sich von 31,1 Mio. € im Jahr 2023 auf 46,9 Mio. € im Jahr 2024 und 23,0 Mio. € im Jahr 2025. Die entspricht einer steigenden Gewinnmarge von 2,2% im Jahr 2023 auf 3,0% im Jahr 2024, gefolgt von einem Rückgang auf 1,3% im Jahr 2025. Davon entfielen Anteile auf nicht beherrschende Gesellschafter i.H.v. 22,4 Mio. € im Jahr 2023, 23,9 Mio. € im Jahr 2024 und 21,9 Mio. € im Jahr 2025.
252. Zu den maßgeblichen Gesellschaften mit Minderheitsbeteiligung zählen im Segment Container insbesondere die HHLA Container Terminal Altenwerder GmbH (74,9%) sowie die HHLA Container Terminal Tollerort GmbH (75,01%).⁸⁰

⁸⁰ Weitere Minderheitsbeteiligungen in den Segmenten Container, Intermodal und Logistik bestehen darüber hinaus, werden jedoch aus Gründen der Übersichtlichkeit nicht im Einzelnen dargestellt und sind in Anlage 5.4 (Konzernstruktur) aufgeführt.

2.3.3.5.2. Vermögens- und Finanzlage

253. Im Folgenden wird die historische Vermögens- und Finanzlage des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA zum 31. Dezember der Jahre 2023 bis 2025 nach IFRS dargestellt. Dabei wird die Entwicklung der Aktiv- sowie der Passivseite der Jahre 2023 bis 2025 beschrieben:

Beschreibung der historischen Vermögens- und Finanzlage – Aktiva

254. Die nachfolgende Übersicht stellt die unbereinigte Vermögenslage des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA zum 31. Dezember der Jahre 2023 bis 2025 nach IFRS dar:

Bilanz – Aktiva

in Mio. €

	Historisch (unbereinigt)		
	2023	2024	2025
Immaterielle Vermögensgegenstände	182,3	223,5	238,9
Sachanlagen	1.899,6	1.963,2	2.246,1
Finanzanlagen	57,1	60,0	46,3
Anlagevermögen	2.139,1	2.246,7	2.531,3
Vorräte	34,4	37,9	38,6
Forderungen	171,8	195,9	233,4
Liquide Mittel	174,6	230,0	180,0
Sonstige Vermögenswerte	186,6	258,2	191,9
Umlaufvermögen	567,4	722,0	643,9
Summe Aktiva	2.706,4	2.968,7	3.175,3

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen

255. Die Bilanzsumme des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA stieg in den vergangenen Jahren von 2.706,4 Mio. € im Jahr 2023 auf 2.968,7 Mio. € im Jahr 2024 und auf 3.175,3 im Jahr 2025 kontinuierlich an. Zu den wesentlichen Aktivposten zählen insbesondere die Sachanlagen und immateriellen Vermögenswerte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie die liquiden Mittel.

Anlagevermögen

256. Das Anlagevermögen belief sich zum Jahr 2023 auf 2,139,1 Mio. €. Der größte Posten waren die Sachanlagen inkl. Vermögenswerte aus Nutzungsrechten mit 1.899,6 Mio. € (darunter entfielen 1.287,1 Mio. € auf Sachanlagen und 612,6 Mio. € auf Vermögenswerte aus Nutzungsrechten). Die wesentlichen Sachanlagen sind die Grundstücke, Gebäude und Bauten, vor allem der Container Terminals in Hamburg und im Ausland sowie der intermodalen Hinterlandterminals, technische Anlagen und Maschinen und Betriebs- und Geschäftsausstattung, bspw. in Form der Suprastrukturen, Kräne und Fahrzeuge an den Terminals oder der Lokomotiven, Waggonen und Lkws im Bereich Intermodal. Die Investitionen in Sachanlagen im Jahr 2023 beliefen sich auf insgesamt 244,1 Mio. € (17,3%), während sich die Investitionen in Vermögenswerte aus Nutzungsrechten im Jahr 2023 30,1 Mio. € (2,1%) betragen. Die immateriellen Vermögenswerte betragen 182,3 Mio. € (davon Geschäfts- oder Firmenwert 83,6 Mio. € sowie Software und sonstige immaterielle Vermögenswerte 98,7 Mio. €). Im Geschäftsjahr 2023 beliefen sich die Investitionen in immaterielle Vermögenswerte auf 38,9 Mio. €, was einer Investitionsquote von rund 2,8% entspricht. Die

Finanzinvestitionen umfassen als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien und sonstige langfristige Vermögenswerte und beliefen sich auf 57,1 Mio. € (davon als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien 11,9 Mio. € und sonstige langfristige Vermögenswerte 45,3 Mio. €).

257. Im Jahr 2024 stieg das Anlagevermögen auf 2.246,7 Mio. €. Der Anstieg ist im Wesentlichen auf die Sachanlagen exkl. Vermögenswerte aus Nutzungsrechten (1.408,1 Mio. €) zurückzuführen, welche sich aufgrund von Investitionen in die Beschaffung neuer Umschlaggeräte sowie in den Ausbau der Lagerkapazitäten an den Hamburger Container Terminals erhöhten. Zusätzlich tätigte die METRANS-Gruppe Investitionen in den Erwerb von Lokomotiven und Containertragwagen sowie in die Weiterentwicklung bestehender Hinterlandterminals. Im Jahr 2024 lagen die Investitionen in Sachanlagen exkl. Vermögenswerte aus Nutzungsrechten bei 231,9 Mio. € (14,8%), während sich die Zuführungen zu Vermögenswerten aus Nutzungsrechten auf 26,3 Mio. € (1,3%) beliefen. Ebenso erhöhten sich die immateriellen Vermögenswerte auf 223,5 Mio. € aufgrund der Migration einer neuen Terminalsteuerungs- und -verwaltungssoftware sowie eines neuen AGV-Managementsystems. Im Jahr 2024 stiegen die Investitionen in immaterielle Vermögenswerte auf 32,2 Mio. €, (2,1%). Des Weiteren trug die Erstkonsolidierung der Roland Spedition zum Anstieg des Anlagevermögens bei. Die Abgänge des Berichtszeitraums mit wesentlichen Restbuchwerten resultieren überwiegend aus der Beendigung von auslaufenden Leasingverträgen. Die Veränderungen im Konsolidierungskreis des Berichtsjahres ergeben sich im Wesentlichen durch die erstmalige Einbeziehung der Roland Spedition GmbH.
258. Im Jahr 2025 führte insbesondere eine Erhöhung der Sachanlagen zu einem weiteren Anstieg des Anlagevermögens auf 2.531,3 Mio. €. Wesentliche Treiber waren die fortlaufenden Investitionen in neue Containerbrücken, Umschlaggeräte und die Umstellung auf AGVs am CTB. Zusätzlich investierte die METRANS weiter in den Ausbau ihrer internationalen Hinterlandterminals, insbesondere in Polen, Tschechien, Ungarn und Rumänien, sowie in geförderte Infrastrukturprojekte, die 2025 an Dynamik gewannen. Die Sachanlagen exkl. Vermögenswerte aus Nutzungsrechten erhöhten sich auf 1.625,4 Mio. €, während die Vermögenswerte aus Nutzungsrechten einen Wert von 620,7 Mio. € erreichten. Im Jahr 2025 beliefen sich die Investitionen in Sachanlagen auf 370,0 Mio. €, was einer Quote von 18,3% entspricht. Die Investitionen in Vermögenswerte aus Nutzungsrechten lagen bei 128,4 Mio. € (6,3%). Insgesamt resultierte der Anstieg des Anlagevermögens somit aus einer Kombination aus terminalbezogenen Großprojekten in Hamburg und dem strategischen Ausbau des europäischen Hinterlandnetzwerks. Ebenso kam es zu weiteren Zugängen im Zusammenhang mit der fortgesetzten Einführung und Implementierung zentraler IT-Systeme, insbesondere der neuen Terminalsteuerungssoftware, des AGV-Managementsystems sowie weiterer digitaler Anwendungen im Containersegment. Im Jahr 2025 beliefen sich die Investitionen in immaterielle Vermögenswerte auf 26,1 Mio. €, was einer Investitionsquote von 1,5% entspricht.

Umlaufvermögen

259. Im Beobachtungszeitraum zeigte das Umlaufvermögen einen deutlichen Anstieg von 567,4 Mio. € im Jahr 2023 auf 722,0 Mio. € im Jahr 2024 und daraufhin einen Rückgang auf 643,9 Mio. € im Jahr 2025, der insbesondere auf eine Verringerung der liquiden Mittel sowie der sonstigen kurzfristigen Vermögenswerte zurückzuführen war.
260. Die Forderungen setzen sich im Wesentlichen aus den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Forderungen gegen nahestehende Unternehmen und Personen zusammen.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen umfassen kurzfristige, noch offene Rechnungen gegenüber Kunden für Umschlags-, Transport- und Logistikleistungen, die im Rahmen der üblichen Geschäftstätigkeit erbracht wurden. Die Forderungen gegenüber nahestehenden Unternehmen und Personen umfassen im Wesentlichen kurzfristige, noch nicht beglichene Ansprüche gegenüber verbundenen Unternehmen, Gemeinschaftsunternehmen, assoziierten Unternehmen, darunter insbesondere Cash Clearing mit der HGV Hamburger Gesellschaft für Vermögens- und Beteiligungsmanagement mbH. Im betrachteten Zeitraum stiegen die Forderungen von 171,8 Mio. € im Jahr 2023 auf 233,4 Mio. € im Jahr 2025. Dieser Anstieg ist hauptsächlich auf die Zunahme der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zurückzuführen, die sich von 163,3 Mio. € im Jahr 2023 auf 204,2 Mio. € erhöhten. Die Entwicklung resultiert aus höheren Umsatzerlösen sowie einem gesteigerten Abrechnungsvolumen im operativen Geschäft. Im Konzernabschluss werden Forderungen gegenüber der HGV als Forderung ausgewiesen. In der Planung erfolgt eine Umgliederung, da die Forderungen gegenüber der HGV kurzfristig sind und die HHLA AG jederzeit auf das bei der HGV angelegte Geld zugreifen kann. Somit ist diese Position in der Planung als liquide Mittel zu sehen.

261. Die Vorräte setzen sich aus Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen, unfertigen Leistungen sowie fertigen Erzeugnissen und Waren zusammen. Im betrachteten Zeitraum kam es zu einem moderaten Anstieg der Vorräte von 34,4 Mio. € im Jahr 2023 auf 38,6 Mio. € im Jahr 2025, der insbesondere auf höhere Bestände an Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen sowie auf einen moderaten Zuwachs bei unfertigen und fertigen Leistungen zurückzuführen ist.
262. Die liquiden Mittel stiegen im Jahr 2024 von 174,6 Mio. € auf 230,0 Mio. € an, im Wesentlichen getrieben durch zusätzliche Mittelzuflüsse aus der Aufnahme von Finanzkrediten und positive Jahresüberschüsse, während vor allem Ausgaben von Investitionen, gezahlte Dividenden und Tilgungen von Krediten gegenläufig wirkten. Darüber hinaus bestanden weiterhin ungenutzte Kreditlinien, die die finanzielle Flexibilität sicherstellten. Im Jahr 2025 nahmen die liquiden Mittel auf 180,0 Mio. € ab, bedingt durch hohe Investitionsausgaben insbesondere im Zusammenhang mit der Automatisierung am CTB, Terminalprojekten der METRANS sowie erforderlicher Infrastrukturmaßnahmen im In- und Ausland. Im Jahr 2025 sind liquide Mittel i.H.v. 2,0 Mio. € nicht direkt verfügbar, aufgrund von Beschränkungen in der Ukraine.
263. Die sonstigen Vermögenswerte umfassen im Wesentlichen aktive latente Steuern und sonstige kurzfristige Forderungen und Vermögenswerte, darunter Forderungen gegen Mitarbeiter, Erstattungsansprüche gegen Versicherungen sowie derivative Finanzinstrumente und sonstige kurzfristige Finanzanlagen. Im Jahr 2024 kam es zu einem Anstieg, der im Wesentlichen auf höhere Zinserträge und geringfügige Zugänge bei den kurzfristigen Finanzanlagen zurückzuführen ist. Im Jahr 2025 gingen die sonstigen Vermögenswerte wieder zurück, getrieben durch einen Rückgang der sonstigen kurzfristigen Forderungen und Vermögenswerte sowie der aktiven latenten Steuern. Im Geschäftsjahr 2025 gingen die sonstigen Vermögenswerte im Vergleich zum Vorjahr wieder zurück, maßgeblich hierfür waren ein Rückgang der aktiven latenten Steuern um 39,3 Mio. € (von 128,6 Mio. € auf 89,3 Mio. €) sowie innerhalb der sonstigen kurzfristigen Forderungen und Vermögenswerte ein Rückgang der Erstattungsansprüche aus Ertragsteuern um 11,8 Mio. € (von 38,4 Mio. € auf 26,9 Mio. €), während dem teilweise ein Anstieg der sonstigen nicht finanziellen Vermögenswerte um 5,8 Mio. € entgegenwirkte.

Beschreibung der historischen Vermögens- und Finanzlage – Passiva

264. Die nachfolgende Übersicht stellt die unbereinigte Finanzlage des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA zum 31. Dezember der Jahre 2023 bis 2025 nach IFRS dar:

Bilanz – Passiva

in Mio. €

	Historisch (unbereinigt)		
	2023	2024	2025
Eigenkapital	738,1	750,8	759,5
Sonstige Rückstellungen	75,5	71,6	64,4
Abbruchkostenrückstellungen	83,0	86,9	88,4
Rückstellungen	158,5	158,5	152,7
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	373,3	612,3	670,9
Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen	720,6	661,0	736,5
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	107,0	119,0	132,8
Pensionsrückstellungen	353,4	361,6	346,5
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.554,3	1.753,9	1.886,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	101,3	121,3	149,3
Verbindlichkeiten gegenüber nahestehende Unternehmen und Personen	61,6	65,6	101,0
Sonstige Verbindlichkeiten	92,7	118,6	126,0
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	255,6	305,5	376,2
Summe Passiva	2.706,4	2.968,7	3.175,3

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen

Eigenkapital

265. Das Eigenkapital umfasst das gezeichnete Kapital, die Kapitalrücklage, das erwirtschaftete Eigenkapital, das kumulierte übrige Eigenkapital sowie die nicht beherrschenden Anteile, die u.a. auf die HHLA Container Terminal Altenwerder GmbH entfallen. Den größten Anteil stellt das erwirtschaftete Eigenkapital, das im Wesentlichen die thesaurierten Gewinne der Vorjahre umfasst, sofern diese nicht ausgeschüttet wurden, sowie die Kapitalrücklage dar. Ausgehend von einem Eigenkapital i.H.v. 738,1 Mio. € im Jahr 2023 kam es im Jahr 2024 zu einem moderaten Anstieg auf 750,8 Mio. €, der im Wesentlichen durch den positiven Jahresüberschuss von 23,0 Mio. € bedingt war, während Dividendenausschüttungen von 5,8 Mio. € und Effekte aus Beteiligungstransaktionen von 11,5 Mio. € gegenläufig wirkten. Im Jahr 2025 erhöhte sich das Eigenkapital weiter auf 759,5 Mio. € durch die Gewährung einer an nicht beherrschende Anteile gewährte Put-Option, während sich gezahlte Dividenden und der Jahresüberschuss ausgleichen.

Rückstellungen

266. Die Rückstellungen setzen sich zusammen aus sonstigen Rückstellungen und Abbruchkostenrückstellungen. Die sonstigen Rückstellungen umfassen insbesondere, Rückstellungen im Zusammenhang mit Mietvertragsverlängerungen sowie operative Rückstellungen aus Restrukturierungs-, Sanierungs- und Personalmaßnahmen. Der Bestand dieser Rückstellungen entwickelte sich von 75,5 Mio. € im Jahr 2023 über 71,6 Mio. € im Jahr 2024 auf 64,4 Mio. € im Jahr 2025. Die Abbruchkostenrückstellungen resultieren aus langfristigen Flächenmietverträgen, insbesondere mit der Hamburg Port Authority. Sie reflektieren die vertragliche Verpflichtung, am Ende einer Pacht- oder Mietperiode betriebseigene Suprastrukturen wie Gebäude, Hallen und andere durch die HHLA errichtete Anlagen auf den Terminalflächen zurückzubauen und das Gelände wiederherzustellen. Die

Entwicklung der Abbruchkostenrückstellung zeigt eine moderate Steigerung: von 83,0 Mio. € im Jahr 2023 auf 86,9 Mio. € im Jahr 2024 und weiter auf 88,4 Mio. €. Insgesamt bleiben die Rückstellungen damit auf einem weitgehend konstanten Niveau.

Verzinsliche Verbindlichkeiten

267. Die verzinslichen Verbindlichkeiten des Teilkonzerns Hafenlogistik umfassen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen, sonstige finanzielle Verbindlichkeiten, Pensionsrückstellungen sowie sonstige Darlehen und übrige finanzielle Verbindlichkeiten. Im Jahr 2024 stiegen die verzinslichen Verbindlichkeiten von 1.554,3 Mio. € auf 1.753,9 Mio. € an, bedingt durch den erhöhten Finanzierungsbedarf infolge des laufenden Investitionsprogramms, insbesondere im Zusammenhang mit der Modernisierung und Automatisierung der Terminalinfrastruktur sowie dem Ausbau des Intermodalgeschäfts. Diese Entwicklung setzte sich im Jahr 2025 mit einem weiteren Anstieg auf 1.886,8 Mio. € fort. Im Jahr 2023 lag das Verhältnis von verzinslichen Verbindlichkeiten zu EBITDA bei 6,1x, im Jahr 2024 bei 5,8x und im Jahr 2025 bei 6,1x.
268. Die Darlehensverbindlichkeiten umfassen sämtliche kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten und entwickelten sich innerhalb des Beobachtungszeitraumes zunächst von 373,3 Mio. € auf 612,3 Mio. € im Jahr 2024 und weiter auf 670,9 Mio. € im Jahr 2025 ansteigend. Die Zunahme der Darlehensverbindlichkeiten ist im Wesentlichen auf die Inanspruchnahmen bestehender Konsortial- und revolvingender Kreditlinien sowie auf langfristige Finanzierungsinstrumente zurückzuführen, die zur Sicherstellung der Liquidität und zur Finanzierung des Investitionsprogramms eingesetzt wurden. So schloss die HHLA im Jahr 2024 ein Schuldscheindarlehen i.H.v. 250 Mio. € ab. Der überwiegende Teil der Darlehen ist mit fester Zinsbindung, während ein Teil variabel auf Basis marktüblicher Referenzzinssätze zuzüglich einer Marge verzinst ist.
269. Die Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen resultieren aus Leasingverträgen gemäß IFRS 16 und umfassen neben Leasingverhältnissen für Containerumschlaggeräte, Fahrzeuge und IT-Infrastruktur insbesondere langfristige Nutzungsrechte an Kaimauern und terminalbezogenen Flächen. Nachdem sich die Leasingverbindlichkeiten aufgrund des Auslaufens einzelner Verträge leicht rückläufig von 720,6 Mio. € im Jahr 2023 auf 661,0 Mio. € im Jahr 2024 entwickelten, nahmen sie im Jahr 2025 auf 736,5 Mio. € zu. Ursache hierfür waren insbesondere neu aktivierte bzw. verlängerte langfristige Leasingverhältnisse.
270. Die sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten umfassen sonstige Darlehen, die von Gesellschaftern nicht beherrschender Anteile gehalten werden, übrige finanzielle Verbindlichkeiten, sowie Put-Optionen im Zusammenhang mit PLT Italy sowie der Roland Spedition. Die sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten stiegen von 107,0 Mio. € im Jahr 2023 auf 132,8 Mio. € im Jahr 2025, was im Wesentlichen auf einen Anstieg der sonstigen Darlehen von Gesellschaftern mit nicht beherrschenden Anteilen sowie ein Anstieg der möglichen Verpflichtungen aus Put-Optionen zurückzuführen ist.
271. Die Pensionsrückstellungen enthalten die Verpflichtungen aus den bestehenden betrieblichen Altersversorgungssystemen für aktive und ehemalige Mitarbeitende der inländischen Gesellschaften. Sie stellen einen nicht finanzierten Plan dar. Nach einem leichten Anstieg von 353,4 Mio. € im Jahr 2023 auf 361,6 Mio. € im Jahr 2024 entwickelten sich die Pensionsrückstellungen im Geschäftsjahr 2025 rückläufig und reduzierten sich auf 346,5 Mio. €.

€. Diese Entwicklung ist im Wesentlichen auf versicherungsmathematische Effekte zurückzuführen, insbesondere auf Veränderungen der Bewertungsannahmen, wie den Rechnungszins, sowie auf strukturelle Effekte im Versorgungsbestand.

Unverzinsliche Verbindlichkeiten

272. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten umfassen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen, sowie sonstige Verbindlichkeiten. Im Jahr 2024 steigen die unverzinslichen Verbindlichkeiten von 255,6 Mio. € auf 305,5 Mio. €, der vor allem auf eine Zunahme der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie der sonstigen Verbindlichkeiten zurückzuführen ist. Im Jahr 2025 erhöhten sich die unverzinslichen Verbindlichkeiten weiter auf 376,2 Mio. €, getrieben durch einen weiteren Anstieg der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie einem Anstieg der Verbindlichkeiten ggü. verbundenen Unternehmen.
273. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen umfassen Verpflichtungen gegenüber Lieferanten und Dienstleistern aus erhaltenen Lieferungen und Leistungen. Im Jahr 2024 stiegen die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen von 101,3 Mio. € im Jahr 2023 auf 121,3 Mio. € an, was auf eine Ausweitung der operativen Geschäftstätigkeit und damit verbundene höhere Verbindlichkeiten gegenüber Lieferanten zurückzuführen ist. Im Jahr 2025 setzte sich diese Entwicklung fort und der Posten erreichte 149,3 Mio. €.
274. Die Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen umfassen sowohl Darlehen von Joint-Venture-Partnern als auch konzerninterne Leistungs- und Finanzierungsbeziehungen, wie beispielsweise aus Umschlagsleistungen und Personalverrechnungen sowie Bürgschaften zur Absicherung von Darlehensverbindlichkeiten. Im Zeitraum 2023 bis 2025 erhöhten sich diese Verbindlichkeiten von 61,6 Mio. € über 65,6 Mio. € auf insgesamt 101,0 Mio. €. Der Anstieg ist dabei maßgeblich auf konkrete Gesellschafterdarlehen sowie auf die Zunahme konzerninterner Leistungs- und Finanzierungsbeziehungen zurückzuführen. Insbesondere ist im Jahr 2025 ein Gesellschafterdarlehen der Hapag-Lloyd AG an die HHLA Container Terminal Altenwerder GmbH in Höhe von 22,6 Mio. € hinzugekommen. Demgegenüber haben sich das Gesellschafterdarlehen der Grimaldi-Gruppe an die UNIKAI sowie die Gesellschafterdarlehen an der PLT (insbesondere von ICOP und Francesco Parisi) im Zeitraum 2023 bis 2025 nur in vergleichsweise geringem Umfang verändert bzw. bewegen sich im Fall der PLT insgesamt in einer eher kleineren Größenordnung.
275. Die sonstigen Verbindlichkeiten umfassen insbesondere nicht finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeitern sowie passive latente Steuern und erhöhten sich von 92,7 Mio. € im Jahr 2023 auf 118,6 Mio. € im Jahr 2024 sowie auf 126,0 Mio. € im Jahr 2025. Der Anstieg im Geschäftsjahr 2024 resultierte vor allem aus der erstmaligen beziehungsweise einer höheren Bewertung dieser Put-Optionen. Im nachfolgenden Geschäftsjahr stieg das Niveau der sonstigen Verbindlichkeiten im Vergleich zum Vorjahr geringfügig an.
276. Die Bilanz des Jahres 2025 wurde bewertungstechnisch in Bezug auf die geplante Kapitalerhöhung, überschüssige Liquidität, Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeitern und Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen zur bewertungsrelevanten Aufsatzbilanz angepasst (siehe Kapitel 5.6).

2.3.3.6. SWOT-Analyse

277. Im Folgenden wird eine Positionsbestimmung der HHLA aus interner Sicht (Unternehmens- und Ressourcenanalyse) anhand der Stärken und Schwächen des Unternehmens sowie aus externer Sicht (Markt- und Wettbewerbsanalyse) anhand von Gelegenheiten und Gefahren, welche sich aus dem Markt- und Wettbewerbsumfeld ergeben, dargestellt. Aus den Kernkompetenzen der Gesellschaft einerseits und den Werttreibern der Branche andererseits resultieren unternehmensspezifische Chancen und Risiken für die HHLA.

Unternehmens- und Ressourcenanalyse

2.3.3.6.1. Stärken

278. Zu den wesentlichen Stärken der HHLA zählen:

Strategische Lage im Hamburger Hafen

279. Die HHLA ist im Hamburger Hafen tätig, einem der bedeutendsten europäischen Standorte für den Containerumschlag und zugleich dem größten Eisenbahnhafen Europas.⁸¹ Die Nutzung der Terminal- und Kaiflächen ist über langfristige Miet- und Pachtverträge im Landlord-Modell mit der Hamburg Port Authority gesichert. Dies gewährleistet eine hohe Planungs- und Standortsicherheit. Darüber hinaus verfügt Hamburg als eigener großräumiger Wirtschafts- und Ballungsraum über einen relevanten Anteil lokaler Ladung, was die Grundauslastung der Terminals zusätzlich unterstützt.

Anbindung an eine große, außenhandelsstarke Volkswirtschaft

280. Als logistischer Knotenpunkt im deutschen und zentraleuropäischen Wirtschaftsraum profitiert die HHLA von der starken Export- und Importtätigkeit Deutschlands. Der Standort Hamburg bietet einen zentralen Zugang zum europäischen Logistiknetz und zeichnet sich durch eine überdurchschnittlich gute Anbindung des Hinterlands über die Schiene aus. Zugleich ist Hamburg der östlichste der großen Nordrange-Häfen und bietet damit eine vorteilhafte geographische Lage für die Anbindung nach Mittel- und Osteuropa.

Etablierte Umschlagsinfrastruktur und leistungsfähige Hinterlandverkehre

281. Die HHLA betreibt moderne Terminalanlagen, die eng mit dem Schienen- und Straßennetz verknüpft sind. Der hohe Bahnanteil im Hinterlandverkehr unterstützt einen effizienten, intermodalen Umschlag und ermöglicht eine zuverlässige Weiterleitung der Güter in wichtige Wirtschaftsräume.

Logistikkompetenz und gewachsenes Netzwerk zu Reedereien und Spediteuren

282. Das offene Terminalnutzungsmodell stellt sicher, dass alle Reedereien unabhängig voneinander gleichberechtigt Zugang zu den Anlagen erhalten. Dadurch entstehen langfristige, stabile Beziehungen zu globalen Linienreedereien, einschließlich der größten Anbieter weltweit.

⁸¹ Vgl. <https://www.hafen-hamburg.de/de/hinterland/bahn/>, 2025.

Ergänzt wird dieses Netzwerk durch eigene und verbundene intermodale Dienstleister wie METRANS und Roland Spedition, die eine durchgängige Transportkette von der Kaikante bis in das europäische Hinterland ermöglichen.

Langfristige vertragliche Bindungen im Containersegment

283. Neben langjährig etablierten Kundenbeziehungen tragen langfristige Vereinbarungen zur Stabilität und Visibilität der Umschlagsmengen bei. Besonders relevant ist die 2024 geschlossene Partnerschaft mit MSC, die ab dem Jahr 2025 eine verbindliche Mindestvolumenzusage vorsieht und gleichzeitig das neutrale Geschäftsmodell der HHLA wahrt.

2.3.3.6.2. Schwächen

284. Zu den wesentlichen Schwächen der HHLA zählen:

Tideabhängige Elbpassage als strukturelle Zugangsbeschränkung

285. Trotz der 2022 abgeschlossenen Fahrrinnenanpassung mit größeren zulässigen Tiefgängen und abschnittsweiser Verbreiterung bleibt die Ansteuerung Hamburgs weiterhin auf Tidefenster, fortlaufende Sedimentbewirtschaftung und regelmäßige Baggerarbeiten zur Sicherung der Fahrwassertiefe angewiesen.⁸² Dies stellt im Vergleich zu tiefwasserbegünstigten Seehäfen einen strukturellen Standortnachteil dar.

Konjunktur- und Nachfragerisiko im Heimat- und Weltmarkt

286. Die Geschäftsentwicklung der HHLA hängt maßgeblich von der wirtschaftlichen Lage in Deutschland und Europa sowie den globalen Warenströmen und Liniendiensten der großen Reedereien ab. Schwächere Binnenkonjunktur, geopolitische Spannungen oder Störungen internationaler Lieferketten wirken dämpfend auf Umschlagsmengen und Ertragskraft und erhöhen die Volatilität.

Arbeitskosten- und Arbeitskämpfrisiken im Transformationsprozess

287. Die umfangreichen Automatisierungs- und Modernisierungsmaßnahmen an den HHLA-Terminals können während ihrer Umsetzung zu operativen Beeinträchtigungen führen. Die laufenden Umbauarbeiten und die schrittweise Einführung automatisierter Systeme können die Prozessstabilität vorübergehend beeinflussen und die Betriebsabläufe zeitweise belasten. Damit besteht während des Transformationsprozesses ein fortlaufendes Risiko temporärer Störungen im Terminalbetrieb. Zudem agiert die HHLA in einem im internationalen Vergleich kostenintensiven Umfeld, das sich insbesondere in hohen Arbeitskosten, vergleichsweise hohen Flächen- und Hafentgelten sowie einem überdurchschnittlichen Energiekostenniveau widerspiegelt.

⁸² Vgl. <https://www.hafen-hamburg.de/de/hamburger-hafen/fahrrinnenanpassung/>, 2022.

Hohe Abhängigkeit von Infrastruktur, Investitionen, IT und Energiepreisen

288. Der Betrieb der HHLA ist eng an die Hafen- und Schieneninfrastruktur sowie das Landlord-Modell gebunden und erfordert kontinuierlich hohe Investitionen, insbesondere in Automatisierungsprojekte. Während deren Umsetzung können Auslastung und Produktivität vorübergehend beeinträchtigt werden. Gleichzeitig steigt durch den Einsatz eigener digitaler Systeme (z. B. HHLA Sky) und elektrisch betriebener Fördermittel die Abhängigkeit von einer stabilen IT- und Cyber-Infrastruktur sowie von Strompreisen.

Ergebnis- und Kapitalrentabilitätsdruck

289. Die ausgeprägte Abhängigkeit von externen Faktoren, bspw. Baustellen/Engpässen im Schienennetz sowie witterungs- und tidebedingten Störungen, erhöht die Ergebnisvolatilität und kann das Renditeniveau belasten. Dies spiegelt sich in der zuletzt kommunizierten Kapitalrentabilität wider und unterstreicht den Bedarf, die Auslastung strukturell zu erhöhen.

Markt- und Wettbewerbsanalyse

2.3.3.6.3. Gelegenheiten

290. Markt- und wettbewerbsseitig ergeben sich für die HHLA folgende wesentliche Gelegenheiten:

Infrastrukturinvestitionen in Hamburg

291. Die Stadt Hamburg investiert rund 1,1 Mrd. € in die Hafeninfrastuktur, insbesondere in die Transformation des Waltershofer Hafens mit einem vergrößerten Drehkreis, neuen Terminalflächen und einer modernisierten Zufahrt. Diese Maßnahmen kommen überwiegend dem Eurogate-Bereich zugute, sodass die HHLA hiervon nur eingeschränkt profitiert. Für die HHLA ist vor allem der geplante Ersatzneubau der Köhlbrandbrücke von Bedeutung, da eine großschiffaugliche Lösung künftig auch am Container Terminal Altenwerder die Abfertigung größerer Containerschiffe ermöglichen könnte.

Wachsende Handelsvolumina mit Asien und Mittel-/Osteuropa und Modal Shift

292. Der Containerverkehr mit dem Fahrtgebiet Fernost gewinnt zunehmend an Dynamik, getrieben u. a. von stärkeren Verkehren mit Malaysia, Indien und China. Zugleich nehmen die Umschlagsvolumen mit der Ostseeregion zu. Diese Märkte bieten langfristiges Potenzial. Über das METRANS-Netz verfügt HHLA bereits über einen etablierten Zugang zu dynamischen Relationen in Mittel- und Osteuropa.

Expansion der internationalen Terminalpräsenz

293. Die HHLA erweitert kontinuierlich ihr internationales Netzwerk. Die kürzlich erfolgte Mehrheitsbeteiligung am Eurobridge Intermodal Terminal in Batiovo, Ukraine, stärkt die Position im kontinentalen Containertransport. Die Terminals in Tallinn und Triest bieten Zugang

zu wachsenden baltischen und mediterranen Märkten. Weitere strategische Akquisitionen könnten das Netzwerk ausbauen.

Digitalisierung und neue Geschäftsmodelle

294. Die HHLA investiert vermehrt in digitale Technologien und datenbasierte Dienstleistungen. Die Entwicklung von 5G-Netzwerken an Terminals, digitalen Zwillingen, KI-gestützter Analytik und autonomen Systemen schafft Wettbewerbsvorteile. Die digitale Transformation ermöglicht effizientere Prozesse und neue Servicemodelle für Kunden.

Dekarbonisierung und Wasserstofftechnologie

295. Die HHLA hat sich zum Ziel gesetzt, bis 2030 die CO₂-Emissionen um mindestens 50% zu reduzieren und bis 2040 CO₂-neutral zu werden. Zur Umsetzung dieser Dekarbonisierungsstrategie werden verschiedene technologische Ansätze erprobt, darunter Pilotvorhaben mit alternativen Antrieben. Projekte im Bereich Wasserstoff befinden sich weiterhin in einem frühen Stadium. Insgesamt stärkt die konsequente Ausrichtung auf Dekarbonisierung die Wettbewerbsposition der HHLA, da die Nachfrage nach CO₂-neutralen Logistiklösungen bei Kunden und Reedereien weiter zunimmt.

2.3.3.6.4. Gefahren

Markt- und wettbewerbsseitig ergeben sich für die HHLA folgende wesentliche Gefahren:

Hohe Abhängigkeit von globalen Handelsentwicklungen und geopolitischen Risiken

296. Die aktualisierte Prognose für 2025 zeigt die Vulnerabilität gegenüber weltwirtschaftlichen Unsicherheiten. Insbesondere die US-Handelspolitik, Zölle, geopolitische Spannungen (Ukraine-Krieg, Konflikt im Nahen Osten) sowie protektionistische Maßnahmen können die globalen Handelsströme erheblich beeinträchtigen und stellen eine Bedrohung dar. Das Terminal in Odessa musste seit Februar 2022 den seegestützten Betrieb weitgehend einstellen.

Anhaltende Störungen der Lieferketten

297. Die Störungen der globalen Lieferketten durch geopolitische Konflikte (Red-Sea-Krise, Umleitung um das Kap der Guten Hoffnung) führen zu Volatilität in den Handelsströmen. Diese Unsicherheiten erschweren die Planbarkeit und können zu Kapazitätsengpässen oder Unterauslastung führen.

Wettbewerbsdruck mit anderen europäischen Häfen

298. Der intensive Wettbewerb mit den großen Nordseehäfen setzt die HHLA unter Druck. Hamburg rangiert als drittgrößter europäischer Containerhafen, hat aber in den letzten Jahren Marktanteile verloren. Rotterdam und Antwerpen bleiben starke Konkurrenten mit besserer maritimer Erreichbarkeit und größeren Umschlagskapazitäten. Auch Häfen wie Wilhelmshaven, Bremerhaven, Danzig und Göteborg verstärken den Wettbewerb. Die Neuformation der Schifffahrtsallianzen ab Februar 2025 (Gemini Cooperation, Premier Alliance, Ocean Alliance) bringt zusätzliche Unsicherheit über zukünftige Anlaufmuster.

Klimawandel und Umweltauflagen

299. Strengere Umweltvorschriften und die Notwendigkeit, in klimafreundliche Technologien zu investieren, erfordern erhebliche Kapitalaufwendungen. Gleichzeitig könnten extreme Wetterereignisse wie bspw. Niedrig- oder Hochwasser die Schifffahrt auf der Elbe beeinträchtigen. Der Übergang zu einem CO₂-neutralen Betrieb ist mit hohen Investitionskosten und Transformationsrisiken verbunden.

Infrastrukturengpässe und Investitionsbedarf

300. Trotz der im BCA angekündigten Investitionen von 1,2 Mrd. € werden die Infrastrukturprojekte erst bis ca. 2030 Jahre abgeschlossen sein. Bis dahin könnten Kapazitätsengpässe die Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Konkurrenzhäfen beeinträchtigen. Die laufenden Baumaßnahmen können zudem temporär die Betriebsabläufe stören.

Abhängigkeit von einzelnen Großkunden und Schifffahrtsallianzen

301. Die starke Konzentration der Umschlagsmengen auf wenige große Reedereikunden birgt das Risiko, dass strategische Anpassungen oder Veränderungen im Routennetz dieser Unternehmen Auswirkungen auf die HHLA haben können. Neuformationen von Allianzen sowie veränderte Anlaufmuster können dabei zu Volumenverschiebungen führen.

2.3.3.6.5. Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil

302. Für die HHLA ergeben sich durch die Kombination von unternehmensinternen Stärken und marktseitigen Gelegenheiten folgende wesentliche Chancen zum Bewertungsstichtag:
303. Die HHLA hat die Möglichkeit, weiterhin am global wachsenden Containerumschlag zu partizipieren. Ein Anstieg der weltweiten Umschlagsmengen kann sich unmittelbar in höheren Volumina und steigenden Umsatzerlösen im Containersegment niederschlagen. Voraussetzung hierfür sind signifikante Investitionen in Instandhaltung, Automatisierung und Digitalisierung der terminalseitigen Infrastruktur, um im internationalen Vergleich wettbewerbsfähig zu sein.
304. Die zunehmende Automatisierung bietet Potenziale, die Anlagenauslastung zu steigern, Schiffsverweildauern zu verkürzen und Personalkosten zu reduzieren, sodass mittelfristig eine Verbesserung der Margen zu erwarten ist. Gleichzeitig ist zu berücksichtigen, dass moderne automatisierte Anlagen mittel- bis langfristig einen erhöhten Instandhaltungsaufwand mit sich bringen. Einen wesentlichen Beitrag leisten hier die Reedereibeteiligungen an den Terminals bzw. an der HHLA selbst, insbesondere durch MSC, die zusätzliche Umschlagsmengen begünstigen und Investitionsmittel bereitstellen, welche die Umsetzung zentraler Modernisierungs- und Automatisierungsprojekte unterstützen.
305. Im Intermodal-Segment eröffnet die Beteiligung von MSC die Chance, wachsende Transportmengen über die Hinterlandanbindungen auf der Schiene zu generieren. Die HHLA kann hier mengenbasiertes Umsatzwachstum erzielen. Auch hierfür sind substanzielle Investitionen in Terminals, Lokomotiven und Wagenmaterial erforderlich. Allerdings führen diese Ausbau- und Modernisierungsmaßnahmen kurzfristig zu geringeren Kapazitätsauslastungen und temporären Engpässen im Umschlag.

306. Für die HHLA bestehen andererseits Risiken, die sich aus der Kombination der Schwächen mit marktseitigen Gefahren ergeben:
307. Die HHLA ist strukturell stark vom Wirtschaftsverlauf in Deutschland und Europa abhängig. Schwache Konjunkturaussichten in den Jahren 2025–2026 sowie geopolitische Störungen, insbesondere der Ukraine-Krieg und Umleitungen im Roten Meer/Suez, erhöhen die Ergebnisvolatilität und beeinträchtigen die Vorhersehbarkeit der Ladungsströme.
308. Das Intermodalgeschäft ist in hohem Maß vom europäischen Schienennetz abhängig. Baustellen, Trassensperrungen, witterungsbedingte Einschränkungen sowie infrastrukturelle Engpässe (z. B. Köhlbrandbrücke, Gleisbelegungen, Eis/Schnee) erhöhen die operativen Kosten und können die Effizienz der METRANS-Verkehre zeitweise erheblich mindern.
309. Zudem bergen die umfangreichen Automatisierungs- und Modernisierungsprogramme an den Hamburger Terminals (CTA/CTB) Termin-, Integrations- und Softwarerisiken. Verzögerungen oder technische Störungen können dazu führen, dass die geplanten Produktivitätssteigerungen später realisiert werden und die Auslastung während der Übergangsphasen temporär sinkt.
310. Trotz starker Hinterlandanbindung bestehen strukturelle Nachteile gegenüber den Westhäfen Rotterdam und Antwerpen, unter anderem tideabhängige Erreichbarkeit, geringere direkte Tiefwasserzugänge und kleinere Terminalkapazitäten. Die Neuordnung großer Schifffahrtsallianzen ab 2025 birgt das Risiko, dass Anlaufmuster zugunsten der Westhäfen verlagert werden.

2.3.4. Vergleichsunternehmen (Peer Group Unternehmen)

311. Zur Analyse und Plausibilisierung der Ertragskraft sowie zur Einschätzung des Risikos der zu erwartenden Zahlungen der HHLA werden regelmäßig Informationen über Vergleichsunternehmen (sog. „Peer Group“) herangezogen. Die Peer Group ist ein wesentlicher Bestandteil einer Unternehmensbewertung, da sie zum Branchenvergleich der Planungsrechnung (sog. Benchmarking-Analyse), für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) benötigt wird.

2.3.4.1. Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group Unternehmen

312. Zur Auswahl der Peer Group bieten sich grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche bzw. mit einer vergleichbaren Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der nach diesen Kriterien erhobenen Unternehmen mit HHLA ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und der HHLA aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren. Für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) werden jedoch Kapitalmarktdaten benötigt. Aufgrund der eingeschränkten (öffentlichen) Verfügbarkeit von Informationen und relevanten Daten zu nicht börsennotierten Unternehmen werden in der Praxis vornehmlich börsennotierte Gesellschaften in der Peer Group berücksichtigt.
313. Vor diesem Hintergrund wurden für die Auswahl der Peer Group der HHLA börsennotierte Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Leistungsspektrum analysiert. Ausgehend von einer breiten Grundgesamtheit von Unternehmen, die vornehmlich im

Containerumschlag sowie in der intermodalen Hinterlandlogistik tätig sind, wurden auf Basis qualitativer Faktoren wie der regionalen und operativen Vergleichbarkeit sowie eines vergleichbaren Produktspektrums eine Vielzahl nationaler und internationaler Unternehmen identifiziert, die zu Vergleichszwecken in Frage kommen. Die Auswahl der heranziehbaren Vergleichsunternehmen erfolgte zunächst anhand qualitativer Kriterien und in einem zweiten Schritt anhand quantitativer Kriterien. Die nach dieser Methodik letztendlich identifizierten 15 Vergleichsunternehmen werden daraufhin anhand eines sog. Scoring-Modells auf die relative Vergleichbarkeit mit HHLA beurteilt. Im Rahmen des Scoring-Modells wurden die relevanten Unternehmen nach qualitativen und quantitativen Kriterien analysiert und mit der HHLA verglichen.

Peer Group Scoring

in Mio. €

Vergleichsunternehmen	Land	Operative Vergleichbarkeit	Regionale Vergleichbarkeit	Umsatz LTM	Umsatz CAGR (25-27)	EBITDA Marge LTM	Vermögensumschlag 2025	Allgemeine Vergleichbarkeit
EUROKAI GmbH & Co. KGaA	Deutschland	Sehr hoch	Sehr hoch	262,5	n/a	27,6%	0,27x	●
Qube Holdings Limited	Australien	Hoch	Mittel	2.492,0	11,0%	15,0%	0,64x	●
Kamigumi Co., Ltd.	Japan	Hoch	Mittel	1.725,3	2,6%	12,5%	0,57x	●
BREMER LAGERHAUS-GESELLSCHAFT -Aktiengesellschaft von 1877-	Deutschland	Sehr hoch	Sehr hoch	1.220,7	n/a	9,3%	0,90x	●
Ningbo Zhoushan Port Company Limited	China	Hoch	Mittel	3.824,2	n/a	23,2%	0,52x	●
OT Logistics S.A.	Polen	Hoch	Hoch	66,9	n/a	15,3%	0,44x	●
Luka Koper d.d.	Slowenien	Sehr hoch	Hoch	370,2	n/a	32,0%	0,42x	●
Container Corporation of India Limited	Indien	Hoch	Mittel	924,0	12,9%	15,0%	1,00x	●
Irish Continental Group plc	Irland	Mittel	Hoch	666,7	3,3%	22,8%	0,99x	●
Log-In Logistica Intermodal S.A.	Brasilien	Sehr hoch	Mittel	488,1	8,2%	26,8%	0,80x	●
Gateway Distriparks Limited	Indien	Hoch	Mittel	224,6	8,5%	14,7%	1,25x	●
Navkar Corporation Limited	Indien	Hoch	Mittel	60,1	n/a	1,2%	0,55x	●
Adani Ports and Special Economic Zone Limited	Indien	Hoch	Mittel	3.703,3	16,9%	46,0%	0,51x	●
COSCO SHIPPING Ports Limited	Bermuda	Hoch	Mittel	1.476,5	4,8%	13,2%	0,13x	●
Hutchison Port Holdings Trust	Singapur	Hoch	Mittel	1.346,2	3,3%	54,8%	0,15x	●
Hamburger Hafen und Logistik AG	Deutschland			1.738,8	10,4%	17,9%	0,77x	●
Median				1.072,3	8,2%	15,3%	0,55x	
Durchschnitt				1.327,8	8,0%	22,0%	0,61x	

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

314. Mit dem qualitativen Kriterium „operative Vergleichbarkeit“ wurde geprüft, ob die Vergleichsunternehmen aus derselben oder einer ähnlichen Branche stammen bzw. ein ähnliches Geschäftsmodell aufweisen. Dies soll sicherstellen, dass die Unternehmen ähnlichen operativen Einflüssen und Branchentrends unterliegen. Maßgeblich für dieses Kriterium war bei der Peer Group Auswahl für die HHLA, dass die Vergleichsunternehmen in den Bereichen der containerbezogenen Hafenlogistik sowie des intermodalen Hinterlandverkehrs tätig sind.

2.3.4.2. Peer Group Übersicht

BREMER LAGERHAUS-GESELLSCHAFT -Aktiengesellschaft von 1877-

315. Die BREMER LAGERHAUS-GESELLSCHAFT -Aktiengesellschaft von 1877- (BLG) ist ein international tätiger Anbieter seehafenorientierter Logistikdienstleistungen mit Sitz in Bremen. Das Unternehmen ist in die Bereiche Automobil, Kontraktlogistik und Container gegliedert. BLG betreibt Terminals für Fahrzeugabfertigung, Lagerung und multimodale Distribution per Straße, Schiene und Binnenwasserstraße und bietet ergänzende Services wie Zollabfertigung und Exportabwicklung an. Im Bereich Kontraktlogistik übernimmt das Unternehmen Beschaffungs-, Produktions- und Distributionsprozesse, inklusive Verpackung, Montage, Rückführungs- und Kühllogistik. Die Containerdivision umfasst Umschlag, Transport, Reparatur, Depotlagerung

und Speditionsdienstleistungen. Die Gesellschaft wurde 1877 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Bremen.

EUROKAI GmbH & Co. KGaA

316. Die EUROKAI GmbH & Co. KGaA ist ein europaweit tätiges Unternehmen im Bereich Containerumschlag. Es gliedert sich in die Segmente CONTSHIP Italia, EUROGATE und EUROKAI. Das Unternehmen betreibt Container Terminals in den Häfen La Spezia, Ravenna und Salerno (Italien), Hamburg, Bremerhaven und Wilhelmshaven (Deutschland), Tanger (Marokko), Limassol (Zypern) sowie Ust-Luga (Russland). Neben dem Terminalbetrieb bietet EUROKAI intermodale Transportlösungen, darunter den Hinterlandtransport von Containern, technische Dienstleistungen, Leasing, Verwaltung, IT sowie Containerreparatur, -lagerung und -handel. Zudem vermietet das Unternehmen Kaianlagen und Grundstücke der Stadt Hamburg bzw. der Hamburg Port Authority, betreibt nationale Lkw- und Schienenaktivitäten und unterhält Binnenlandterminals. EUROKAI wurde 1961 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Hamburg.

Irish Continental Group plc

317. Die Irish Continental Group plc (ICG) ist ein maritimes Transportunternehmen, das in Irland, dem Vereinigten Königreich und Kontinentaleuropa tätig ist. Das Unternehmen ist in die Bereiche Ferries sowie Container & Terminal unterteilt. Der Geschäftsbereich Ferries betreibt Fährdienste für Passagiere und rollende Fracht auf Kurzstrecken sowie Charterservices. Der Bereich Container & Terminal umfasst Containertransporte unter der Marke Eucon, inklusive Tür-zu-Tür- und Feederverkehren (Lift-on/Lift-off), Umschlags- und Terminaldienstleistungen. ICG betreibt dabei Container Terminals in den Häfen Dublin und Belfast. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Containerreederei-, Schiffsleasing-, Verwaltungs- und Speditionsleistungen an und ist auch als Reederei und Schifffahrtsagentur tätig. Die Irish Continental Group wurde 1972 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Dublin.

Luka Koper d.d.

318. Luka Koper d.d. ist der Betreiber des See- und Logistikzentrums im Hafen von Koper in Slowenien. Das Unternehmen bietet ein breites Spektrum an Hafen- und Logistikdienstleistungen, darunter Container-, Fahrzeug- und Roll-on/Roll-off-Umschlag, konventionelles Stückgut, Kühl-, Holz-, Schüttgut- und Silo terminals sowie Anlagen für Alumina, Eisenerz, Kohle, Flüssiggüter, Vieh und Kreuzfahrt- bzw. Passagierverkehr. Zudem erbringt Luka Koper Forschungs- und Laborleistungen in den Bereichen Technologie und Umwelt, bietet Umschlags- und Lagerdienstleistungen für verschiedene Güter sowie Aktivitäten in der Landwirtschaft und Immobilienbewirtschaftung. Das Unternehmen wurde 1957 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Koper, Slowenien.

OT Logistics S.A.

319. OT Logistics S.A. ist ein Logistikunternehmen mit Schwerpunkt auf Hafenumschlag und Speditionsdienstleistungen in Polen sowie Mittel- und Osteuropa. Die Geschäftstätigkeit gliedert sich in die Bereiche Hafenaktivitäten, Spedition, Eisenbahnverkehr sowie hydrotechnische und sonstige Dienstleistungen. Das Unternehmen bietet Umschlag-, Lager-, Verpackungs- und Speditionsleistungen, inklusive Tür-zu-Tür-Transportlösungen über Schiene, Straße und See durch alle polnischen Seehäfen. Zudem erbringt OT Logistics umfassende Leistungen im Schienengüterverkehr (u. a. Rangier- und Anschlussbedienung über die

Tochtergesellschaft Baltic Railway) sowie Binnenschifffahrt, Transportunterstützung für Wasserbauprojekte und Vermietung von Schiffen und Ausrüstung. Das Unternehmen wurde 1946 gegründet, firmierte bis 2012 als Odratrans S.A. und hat seinen Hauptsitz in Stettin, Polen.

Ningbo Zhoushan Port Company Limited

320. Ningbo Zhoushan Port Company Limited betreibt einen der größten Container- und Universalhäfen Chinas mit Sitz in Ningbo. Das Unternehmen bietet Terminaldienstleistungen für Container, Eisenerz, Rohöl, Flüssigchemikalien, Kohle sowie Kreuzfahrtverkehr an und unterhält entsprechende Verlade-, Lager- und Umschlaganlagen. Neben klassischen Hafendienstleistungen wie Lotsenwesen, Schiffs- und Frachtabfertigung, Containerbeladung/-entladung, Frachtkontrolle und Inspektionen bietet das Unternehmen integrierte Logistiklösungen, darunter See-Schiene-Transporte, multimodale Transporte, Speditions- und Zollabfertigungsdienste, Bahntransporte von Flüssigprodukten und Containerlogistik. Das Unternehmen wurde 2008 gegründet, firmiert seit 2016 unter seinem heutigen Namen und ist eine Tochtergesellschaft der Ningbo Zhoushan Port Group Limited.

Hutchison Port Holdings Trust

321. Der Hutchison Port Holdings Trust investiert in, entwickelt, betreibt und verwaltet Tiefsee-Containerhäfen in der Provinz Guangdong, Hongkong und Macau. Darüber hinaus beteiligt sich das Unternehmen an weiteren Hafeninfrastrukturen, darunter Binnenhäfen, und bietet ergänzende Dienstleistungen wie Trucking, Feederverkehre, Spedition, Supply-Chain-Management, Lagerhaltung und Distribution an. Der Hutchison Port Holdings Trust wurde 2011 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Singapur.

Adani Ports and Special Economic Zone Limited

322. Adani Ports and Special Economic Zone Limited (APSEZ) ist Indiens größter Hafenbetreiber und Logistikkonzern mit Sitz in Ahmedabad. Das Unternehmen entwickelt, betreibt und unterhält Hafeninfrastrukturen im ganzen Land, darunter Terminals für Massengut, Stückgut, Container, Flüssiggüter, LPG, LNG und Rohöl. Zudem ist APSEZ an der Entwicklung der angrenzenden Sonderwirtschaftszone Mundra beteiligt. Neben Hafendienstleistungen bietet das Unternehmen umfassende Logistiklösungen, darunter Logistikparks, Container- und Massenguttransporte per Bahn, Straßen- und Agrarlogistik sowie Lagerhaltung an. APSEZ betreibt außerdem eine große Flotte von Baggern, Pontons und Spezialschiffen für Bagger-, Bau- und Wartungsarbeiten. Darüber hinaus engagiert sich das Unternehmen in Schienenkorridorprojekten, Geländeerschließung, dem Betrieb von Containerfreistationen sowie maritimen Dienstleistungen wie Lotsenwesen, Anker- und Liegeplatzmanagement. APSEZ wurde 1998 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Ahmedabad, Indien.

Container Corporation of India Limited

323. Container Corporation of India Limited (CONCOR) ist ein führender Logistik- und Containertransporteur in Indien mit Sitz in Neu-Delhi. Das Unternehmen bietet Schienentransporte für Container, betreibt Trockenhäfen, Containerfreistationen (CFS) und private Frachtterminals sowie Luftfracht- und Hafenkomplexe. CONCOR deckt multimodale Logistik für Containerisierung und Handel ab, inklusive Kühlkettenlogistik für Obst und Gemüse,

LCL-Hubs, gebundene Lager, Werkstattung/Entladung, Tür-zu-Tür-Straßentransporte sowie Luftfrachtabfertigung.

COSCO SHIPPING Ports Limited

324. COSCO SHIPPING Ports Limited, eine Investmentholdinggesellschaft, verwaltet und betreibt Häfen und Terminals in Festlandchina, Hongkong, Europa und weltweit. Das Unternehmen betreibt Container-, Containerfrachtstationen, Eisenerzterminals, Container Terminals und Bahnterminals und bietet darüber hinaus Finanzierungs-, Treasury-, Management-, Logistik-, Beratungs-, Containerumschlag-, Lager-, Inspektions- und Zusatzdienstleistungen an. Zum 31. Dezember 2024 betrieb und verwaltete das Unternehmen 375 Liegeplätze in 39 Häfen mit einer jährlichen Umschlagkapazität von insgesamt rund 124 Millionen TEU. Das Unternehmen war früher unter dem Namen COSCO Pacific Limited bekannt und wurde im Juli 2016 in COSCO SHIPPING Ports Limited umbenannt. COSCO SHIPPING Ports Limited wurde 1994 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Central, Hongkong. COSCO SHIPPING Ports Limited ist eine Tochtergesellschaft der COSCO SHIPPING Holdings Co.

Log-In Logística Intermodal S.A.

325. Log-in Logística Intermodal S.A. bietet integrierte Logistiklösungen für den Transport von Containern und Fracht von Tür zu Tür in Brasilien, Österreich und international an. Das Unternehmen ist in den Bereichen integrierte Logistiklösungen, Hafenterminals und Straßengüterverkehr tätig. Das Unternehmen bietet Kabotagedienste, Küstenschifffahrt und maritime Dienstleistungen, Lager-, Trenn- und Cross-Dock-Dienstleistungen sowie Lagerdienstleistungen für Container und Stückgut an und verwaltet und betreibt Container-Hafenterminals. Darüber hinaus bietet es Straßengüterverkehr für Fracht und Pakete, Verwaltungs-, Transportberatungs-, Lager- und Zollabfertigungsdienstleistungen sowie Flussschifffahrt, Agentur- und Armschiffe, Frachtimport und -export sowie multimodale Transportdienstleistungen an. Darüber hinaus ist das Unternehmen in den Bereichen Kauf, Verkauf, Vermietung, Verwaltung, Bau und Betrieb von Immobilien, Vertrieb von Material und Ausrüstung auf dem Luft-, Land-, See- oder Flussweg, Wertpapierinvestitionen, Seehandel sowie Einlagerung, Be- und Entladen von Gütern tätig. Das Unternehmen wurde 1973 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Rio De Janeiro, Brasilien. Log-In Logística Intermodal S.A. ist eine Tochtergesellschaft von SAS Shipping Agencies Services SÀRL.

Qube Holdings Limited

326. Qube Holdings Limited bietet Import- und Exportlogistikdienstleistungen in Australien, Neuseeland und Südostasien an. Es umfasst Logistik- und Infrastrukturlösungen für containerisierte Fracht, Getreidehandel sowie industrielle Logistik in Schwertransport, Kran- und Erneuerbare-Energien-Bereichen. Dazu gehören Straßen-/Schienentransporte, Containerparks, Zoll-/Quarantäne-Services, Lagerung, internationale Spedition, Umschlag, Bulk-/Containertransporte sowie Terminals für Auto-, Stückgut-, Getreide- und Regionalverkehr. Weiter bietet Qube Hafenlogistik für Energie-/Forstwirtschaftsprodukte, Projektfracht, Bulk-Logistik (Mine-to-Ship) und Containerverkauf/-mieten/-umschlag an. Das Unternehmen wurde 2011 gegründet, trägt seit 2012 den aktuellen Namen und hat seinen Hauptsitz in Sydney, Australien.

Kamigumi Co., Ltd.

327. Kamigumi Co., Ltd. bietet integrierte Logistikdienstleistungen in Japan und international an. Das Unternehmen bietet umfassende Logistikdienstleistungen an, darunter Hafentransporte, Lagerhaltung, Distributionsabwicklung und Verpackungsdienstleistungen sowie Transportdienstleistungen mit Lkw-, Luft-, See- und Schienentransporten. Darüber hinaus bietet es Vor-Ort-Dienstleistungen in Fabriken an, wie das Be- und Entladen von Rohstoffen per Schiff, die Weiterverarbeitung, Produktkontrollen/Versandarbeiten und Umweltschutzmaßnahmen, Bau- und Maschinenbauarbeiten, darunter Bau, Demontage und Entsorgung, Maschinenbau und Maschinenwartung sowie Schwerlasttransporte. Darüber hinaus ist das Unternehmen in den Bereichen Immobilien, einschließlich Wohnungsbau, Vermietung von Wohnungen, Entwicklung und Vermietung von Gewerbeimmobilien und Betrieb von Parkplätzen, Solarenergie, Herstellung alkoholischer Getränke, Gastronomie und Agrarwirtschaft tätig. Kamigumi Co., Ltd. wurde 1867 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Kobe, Japan.

Navkar Corporation Limited

328. Navkar Corporation Limited bietet Containerfrachtstationen, Binnencontainerdepots, Schienenterminals, Containerzugbetrieb sowie Lager- und Logistiklösungen in Indien an. Das Unternehmen betreibt private Frachtterminals für Stahl-, Massen-, Sack-, Container- und Auffracht sowie Schienenterminals für Export- (Agroprodukte), Inland- und Containerrakes. Es umfasst Zollabfertigung, Containerparkplätze/-Reparatur, multimodale Transporte, Lager für volle/leere Container sowie Umschlag von Bulk-, Block-, Palettierten-, Flüssig-, Gefahrgut- und Kühlgütern. Ergänzend bietet Navkar gebundene Lager, Verladung/-Konsolidierung, Wertschöpfungsdienste (Sortieren, Barcodieren, Shrinkfolie, Palettieren), EDI-Zollanbindung sowie Wartung/-Reparatur von Containern und umfangreiche Ausrüstung (RTG-Krane, Reach-Stacker, Lokomotiven etc.) an. Das Unternehmen wurde 2006 gegründet, hat seinen Hauptsitz in Navi Mumbai, Indien und ist eine Tochter der JSW Port Logistics Private Limited.

Gateway Distriparks Limited

329. Gateway Distriparks Limited erbringt gemeinsam mit seinen Tochtergesellschaften integrierte intermodale Logistikdienstleistungen in Indien. Das Unternehmen bietet allgemeine und gebundene Lagerhaltung, Schienen- und Straßentransporte sowie Containerumschlagsleistungen an und ergänzt dieses Angebot um weitere Mehrwertdienste wie Palettierung und Folienverpackung. Darüber hinaus stellt Gateway Distriparks temperaturgeführte Lager-, Transport- und Distributionslösungen bereit. Ergänzend besitzt und betreibt das Unternehmen eigene Güterzugrakes sowie eine Flotte von Trailern. Gateway Distriparks Limited firmierte früher unter dem Namen GatewayRail Freight Limited, wurde im Jahr 2005 gegründet und hat seinen Sitz in New Delhi, Indien.

2.4. Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts

2.4.1. Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

330. Gemäß IDW S 1 stellt der objektivierte Unternehmenswert einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des vom Management verfolgten Geschäftsmodells mit realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten sowie sonstiger Einflussfaktoren.⁸³ Somit beruht die Bewertung eines Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft und bildet die Erfolgchancen ab, die sich zum Bewertungsstichtag aus bereits eingeleiteten oder hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts ergeben und die Planung der Zukunftserfolge aus Perspektive eines umfassend informierten Eigenkapitalgebers mit ausschließlich finanzieller Zielsetzung und ohne einseitigen Einfluss auf den Unternehmenswert plausibel ist.⁸⁴
331. Die künftigen finanziellen Überschüsse müssen aus einer konsistenten und integrierten Unternehmensplanung (Financial Model), bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cashflow-Rechnung, abgeleitet werden.⁸⁵
332. Ergänzend wird im IDW S 1⁸⁶ sowie im IDW Praxishinweis 2/2017⁸⁷ konkretisiert, welche Maßstäbe im Rahmen der Plausibilisierung der Unternehmensplanung angelegt werden sollten. Die Plausibilisierung der Planungsrechnung soll in den folgenden drei Bereichen erfolgen:
- Rechnerische und formelle Plausibilität,
 - Interne Plausibilität,
 - Externe Plausibilität.
333. Den ersten Schritt stellt i.d.R. die rechnerische und formelle Überprüfung der Unternehmensplanung dar. Dabei werden die Fehlerfreiheit der Berechnungen und die Konsistenz der Annahmen zwischen den Teilplänen überprüft. Die erste inhaltliche Würdigung erfolgt sodann bei der internen Plausibilisierung. Diese besteht zum einen aus dem Abgleich der Unternehmensplanung mit den strategischen und operativen Zielen des Managements. Zum anderen soll eine Unternehmensanalyse erfolgen, d.h. eine Vergangenheitsanalyse und eine Würdigung der Unternehmenspotentiale sowie deren Konsistenz mit der Unternehmensplanung. Letztlich ist die Unternehmensplanung auch anhand externer Maßstäbe zu plausibilisieren. Dies umfasst sowohl allgemeine Marktanalysen als auch die Analyse des spezifischen Wettbewerbsumfelds des zu bewertenden Unternehmens. Die externe Plausibilisierung stellt sicher, dass die vom Unternehmen aufgestellte Planung nicht im Widerspruch zu makroökonomischen, absatzmarktspezifischen sowie wettbewerbsrelevanten Entwicklungen und Prognosen steht. Insbesondere die SWOT-Analyse, in der die wesentlichen

⁸³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 77.

⁸⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 77, 78.

⁸⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 66.

⁸⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 74 ff.

⁸⁷ Vgl. IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion, 2/2017.

unternehmensinternen und externen Faktoren komprimiert analysiert werden, ist essenziell für die externe Plausibilisierung der Planungsrechnung. Für den als neutraler Gutachter zur ermittelnden objektivierten Unternehmenswert ist gemäß IDW eine vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung erforderlich.⁸⁸

DVFA-Empfehlungen

334. Auftragsgemäß haben wir in Ergänzung zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung nach dem IDW S 1 eine Würdigung der Unternehmensplanung unter dem Wertkonzept eines „markttypischen Unternehmenserwerbers“, wie er in den DVFA-Empfehlungen für Unternehmensbewertung vorgesehen ist, vorgenommen. Hiernach bewertet der markttypische Unternehmenserwerber das Unternehmen auf Basis einer angenommenen, künftig geplanten Unternehmenspolitik. Diese umfasst neben geplanten Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen, Akquisitionen und/oder Desinvestitionen auch Annahmen bezüglich der Finanzierungspolitik und der Kapitalstruktur des Unternehmens. Diese Annahmen müssen mit Blick auf den markttypischen Unternehmenserwerber konsistent sein, wobei der Erwerber rein käuferindividuelle Synergien bzw. wertbestimmende Faktoren nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises berücksichtigen würde.⁸⁹ Grundlage ist die integrierte Unternehmensplanung (bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cashflow-Rechnung) basierend auf den tatsächlichen Erwartungen und dem Kenntnisstand des unterstellten markttypischen Unternehmenserwerbers am Bewertungsstichtag unter Berücksichtigung des Wertaufhellungsprinzips.⁹⁰
335. Der nach den DVFA-Empfehlungen anzuwendende Maßstab für die Plausibilisierung der der Bewertung zugrundeliegenden Planung bezieht sich somit auf die rechnerische Richtigkeit, die Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planannahmen beruhen, die Widerspruchsfreiheit sowie die Analyse, ob die Planungsrechnung mit den fiktiven Annahmen eines markttypischen Unternehmenserwerbers übereinstimmt.

Angewandeter Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

336. Im Folgenden analysieren wir zur Plausibilisierung der Planung den grundsätzlichen Aufbau der Planung, den Planungsprozess und die Planungstreue in der Vergangenheit. Der relevante Maßstab in Bezug auf die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Planungsrechnung wird dabei durch die höchstrichterliche Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts bestätigt bzw. konkretisiert. Demnach müssen Planerwartungen auf zutreffenden Informationen beruhen, auf realistischen Annahmen aufbauen und dürfen nicht in sich widersprüchlich sein.⁹¹ Da auftragsgemäß eine eigenständige Ermittlung des Werts des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA bzw. der A-Aktien durchzuführen ist, wurde eine entsprechende Plausibilisierung der Planung vorgenommen.
337. Der Plausibilisierungsmaßstab für die der Bewertung zugrunde gelegten Unternehmensplanung bezieht sich analog zum IDW S 1, den DVFA-Empfehlungen und der

⁸⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 24.

⁸⁹ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 11.

⁹⁰ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 13.

⁹¹ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 24.05.2012, Az. 1 BvR 3221/10, Rn. 12.

Rechtsprechung auf die rechnerische Richtigkeit, die Widerspruchsfreiheit sowie die Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planung beruht.

338. Unter Bezugnahme auf die Geschäftsstrategie und auf das generelle Marktumfeld werden kennzahlenbasierte Analysen der historischen sowie der geplanten Ergebnisse durchgeführt. Die Analysen beinhalten ein Benchmarking mit historischen Ergebnissen und einen Vergleich mit Analystenschätzungen für die Peer Group Unternehmen.

2.4.2. Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung

339. Die der Bewertung zugrunde liegende, vom Vorstand der HHLA beschlossene und vom Aufsichtsrat verabschiedete bzw. zur Kenntnis genommene Planungsrechnung setzt sich aus dem Wirtschaftsplan des ersten Planjahres 2026 („Budget“) und der Planung der folgenden vier Jahre von 2027 bis 2030 („Mittelfristplanung“) zusammen.
340. Sie besteht aus der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung inklusive einer vereinfachten Steuerplanung, der Bilanzplanung sowie der Kapitalflussrechnung des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA, welche im Rahmen des regulären Konzernplanungsprozesses der HHLA erstellt wurde. Die Planungserstellung erfolgt grundsätzlich in Anlehnung an die internationalen Rechnungslegungsgrundsätze IFRS.
341. Die Planungsrechnung über fünf Jahre entsteht im regulären Planungsprozess üblicherweise nach Auswertung des ersten Halbjahrs mit einer strategischen Top-Down Zielsetzung durch den Vorstand. Zentrale Planungsprämissen wie Makrobild, Inflation, Zinsen und Wechselkurse werden in enger Abstimmung zwischen Treasury, Konzerncontrolling und CFO definiert. Zudem richtet sie sich an der strategischen Ausrichtung der HHLA aus und bildet die wesentlichen Entwicklungsprojekte in allen Segmenten ab. Anschließend folgt die Erstellung der Planungsrechnung in einem Gegenstromverfahren, bei dem die Top-Down-Vorgaben des Vorstands in den Fachabteilungen, Segmenten und Einzelgesellschaften dezentral in detaillierte Einzelplanungen übersetzt und mit segment- und produktspezifischen Annahmen angereichert werden. Die externen Planungsannahmen zur Marktentwicklung und Makro-Prämissen, z.B. zur Zins- und Inflationsentwicklung gelten für die inländischen Gesellschaften verbindlich. Ausländische Gesellschaften orientieren sich daran, können bei vertraglich oder marktseitig abweichenden Realitäten aber abweichen. Die tatsächliche Umsatz- und Mengenplanung erfolgt bewusst dezentral und marktnah und bezieht lokale Marktannahmen ein. Die Auslandsgesellschaften planen dabei in lokaler Währung, bevor die Umrechnung auf Basis vorgegebener Wechselkurse in Euro erfolgt. Daraufhin erfolgen einige wenige Iterationen mit der Gegenüberstellung der Einzelplanungen und Top-Down-Vorgaben, die mit dem Vorstand besprochen und bei Bedarf angepasst werden. Die so entstehenden Einzelplanungen werden nach Abstimmung verdichtet und abschließend auf Vorstandsebene geprüft. Anschließend erfolgt die Aggregation der Einzelplanungen zur Konzernplanung. Die erstellte Planungsrechnung wird zentral durch die Finanzierungs- und Investitionsplanung auf Teilkonzernenebene zu einer integrierten Planung erweitert. Im Anschluss wird die Planungsrechnung finalisiert und in den zuständigen Gremien verabschiedet.
342. Die finale Planungsrechnung über fünf Jahre wird im vierten Quartal abgeschlossen. Dabei bildet die 5-Jahresplanung auch die zentrale Grundlage beispielsweise für den Goodwill-Impairment-Test.

343. Die der Bewertung zugrunde liegende Planungsrechnung über fünf Jahre wurde am 11. November 2025 vom Vorstand beschlossen. Am 8. Dezember 2025 hat der Aufsichtsrat dem Budget zugestimmt und die Mittelfristplanung zur Kenntnis genommen.
344. Die Planung wurde grundsätzlich unverändert übernommen, mit Ausnahme der in Anhang 5.6 dargestellten bewertungstechnischen und mit dem Vorstand der HHLA AG abgestimmten Sachverhalte.

2.4.3. Analyse der Planungstreue

345. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planung wird neben der Analyse des Planungsprozesses und des Aufbaus der Planungsrechnung auch eine Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit vorgenommen, um Erkenntnisse über die zukünftige Planungsgenauigkeit zu gewinnen. Zur Beurteilung der historischen Planungstreue wurde ein Zeitraum von drei Jahren betrachtet und die Einhaltung der budgetierten operativen Steuerungskennzahlen des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA analysiert. Da der Teilkonzern Hafenlogistik der HHLA insbesondere auf Basis der finanziellen Leistungsindikatoren „Containerumschlag“, „Containertransport“, Umsatzerlöse“ und „EBIT“ gesteuert wird, sind dies die relevanten Kennzahlen für die Analyse der Planungstreue.
346. Die nachfolgende Darstellung fasst die einjährige Planungstreue des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA für die Jahre von 2023 bis 2025 zusammen.

Prognosetreue des Planungsprozesses des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA im Zeitraum 2023-2025

Teilkonzern Hafenlogistik	2023		2024		2025	
	Prognose*	Ist	Prognose*	Ist	Prognose*	Ist
Containerumschlag (TEU)	↗	xx	↑	x	↑	x
Containertransport (TEU)	↗	xx	↗	✓✓	↑	x
Umsatzerlöse	↗	xx	↗	✓✓	↑	x
EBIT	↘	xx	↘	✓✓	↑	xx

*Legende: Deutlicher Anstieg (↑), leichtes Wachstum (↗), auf Vorjahresniveau (→), leichter Rückgang (↘); deutlicher Rückgang (↓), Prognose übertroffen (✓✓), Prognose erfüllt (✓), Prognose verfehlt (x), Prognose deutlich verfehlt (xx), *Prognose gemäß einjähriger Planung*
Containerumschlag bezieht sich auf das Segment Container, Containertransport auf das Segment Intermodal.
Quelle: HHLA Unternehmensinformationen

347. Im Geschäftsjahr 2023 blieb die Entwicklung des Teilkonzerns Hafenlogistik deutlich hinter den Erwartungen zurück. Anstelle des prognostizierten moderaten Wachstums verringerte sich der Containerumschlag um 7,5%. Ausschlaggebend hierfür waren der Wegfall der Feederwege mit Russland infolge der EU-Sanktionen, der Ausfall des Terminals in Odessa, die militärische Eskalation in Nahost sowie die allgemein schwache Weltkonjunktur in einem Umfeld hoher Inflation und steigender Zinsen. Auch der Containertransport entwickelte sich entgegen dem prognostizierten Wachstum in der Planung und sank um 5,4%. Die schwache Konjunktur belastete insbesondere die Transportvolumina im europäischen Hinterland und führte zu einer spürbaren Abnahme der Mengenströme auf den Schienen- und Straßentransportachsen. Statt einem erwarteten Anstieg im Vergleich zum Vorjahr reduzierten sich die Umsatzerlöse um 8,6% auf 1.408,9 Mio. €, vor allem aufgrund niedrigerer Umschlagsmengen und sinkender Lagergelder nach der Normalisierung logistischer Abläufe. Das EBIT lag mit 92,9 Mio. € deutlich

unter der Prognose von 161,8 Mio. € und damit um 53,9% unter dem Vorjahresniveau. Der Rückgang des EBIT resultierte im Wesentlichen aus den deutlich niedrigeren Umschlags- und Transportmengen sowie der Normalisierung der Lagergelderlöse an den Hamburger Container Terminals.⁹²

348. Im Geschäftsjahr 2024 verbesserte sich die operative Lage gegenüber dem Vorjahr, blieb im Containerumschlag jedoch hinter den Erwartungen des Managements zurück. Der Containerumschlag zeigte nach dem Rückgang im Jahr 2023 nur eine verhaltene Erholung und stieg 2024 um 0,9%. Dämpfend wirkte der anhaltend schwache Welthandel und geopolitische Unsicherheiten. Der Containertransport dagegen stieg um 11,6% und konnte damit den vom Management erwarteten moderaten Anstieg übertreffen. Das Wachstum wurde maßgeblich von der sehr positiven Entwicklung der Bahntransporte getragen. Besonders der starke Mengenzuwachs in der DACH-Region kompensierte den rückläufigen Verkehr über die adriatischen Seehäfen sowie die geringer werdende Dynamik der polnischen Verkehre. Zusätzlich wirkte sich der mehrheitliche Erwerb der Roland Spedition GmbH im zweiten Quartal wachstumsfördernd aus. Auch die Straßentransporte konnten aufgrund der Erholung des Transportaufkommens im Raum Hamburg einen Anstieg verzeichnen. Die Umsatzerlöse nahmen um 10,8% zu und lagen damit über den Erwartungen des Managements. Maßgeblich für diesen Anstieg waren die deutlich höheren Transportvolumina im Intermodalbereich sowie die im Jahresverlauf verlängerten Verweildauern der Container an den Hamburger Terminals, die zu höheren Lagergelderlösen führten. Das EBIT erreichte 117,8 Mio. € und übertraf die Erwartung von 81 Mio. €. Ausschlaggebend waren eine robuste Ergebnisentwicklung im Intermodalbereich sowie ein Anstieg der Lagergelderlöse im Container Segment mit höheren Margen.⁹³
349. Im Geschäftsjahr 2025 blieb die operative Entwicklung deutlich hinter den Planwerten zurück. Der Containerumschlag lag 14,2% unter den Erwartungen. Hauptursächlich dafür waren die weiterhin eingeschränkte Verfügbarkeit der Anlagen LP 1-2 am CTB⁹⁴ sowie zusätzliche Mengenrückgänge an den Terminals CTA und CTT. Auch die internationalen Standorte verfehlten die Planerwartungen, insbesondere aufgrund der weiterhin ausbleibenden Volumina am Terminal Odessa. Der Containertransport unterschritt den Planwert insgesamt um 1,1%. Die METRANS-Gruppe erreichte mit 1.982 TEU das geplante Mengenvolumen von 2.004 TEU nicht, da die erst für das zweite Halbjahr erwarteten zusätzlichen MSC-Mengen die Rückstände aus den Vormonaten nicht ausgleichen konnten. Das EBIT des Teilkonzerns Hafenlogistik erreichte 145 Mio. € und blieb damit deutlich unter dem geplanten Wert von 232 Mio. €. Die Hauptgründe für die deutliche Zielabweichung waren anhaltende Kapazitätsrestriktionen sowie das Ausbleiben von erwarteten Volumina im Bereich Container und Intermodal.
350. Die Analyse der Prognosegenauigkeit der HHLA in den Jahren 2023 bis 2025 zeigt eine deutliche Heterogenität über den Zeitraum. Im Jahr 2023 wich die Geschäftsentwicklung erheblich von den ursprünglichen Erwartungen ab. Sowohl Umschlag, Transportmengen als auch Umsatz und Ergebnis blieben aufgrund konjunktureller Schwäche und geopolitischer Belastungen deutlich hinter der Prognose zurück. Im Geschäftsjahr 2024 zeigte sich hingegen ein deutlich stabileres Bild. Die wesentlichen Steuerungsgrößen entwickelten sich im Rahmen oder oberhalb der

⁹² Vgl. HHLA, Geschäftsbericht 2023.

⁹³ Vgl. HHLA, Geschäftsbericht 2024.

⁹⁴ Bezeichnet die Liegeplätze 1 und 2 am CTB. Sie sind zentrale Anlagen für die Schiffsabfertigung; Einschränkungen in ihrer Verfügbarkeit wirken sich unmittelbar auf den Containerumschlag und die terminalseitigen Kapazitäten aus.

Prognose, was auf besondere Effekte im Containerbereich über Lagergelderlöse und den Erwerb der Roland Spedition GmbH zurückzuführen ist. Das Jahr 2025 war wiederum von ausgeprägten Planabweichungen geprägt. Trotz anfänglicher Erholung blieben Containerumschlag, Umsatz und EBIT teilweise deutlich unter den Erwartungen.

351. Die wesentlichen Abweichungen im Plan-Ist-Vergleich sind neben externen Faktoren wie geopolitischen Krisen (z.B. Krieg in der Ukraine und Nahost) und Konjunkturerinbrüche auch auf besondere Effekte im operativen Geschäft wie Zukäufe und Kapazitätsbeschränkungen sowie ein ambitioniertes Planungsverhalten zurückzuführen. Dabei handelt es sich im Wesentlichen um nicht antizipierte Sondereffekte. In zwei von drei Jahren wurde die Planung verfehlt. Dies lässt darauf schließen, dass die Planungen nicht ausschließlich durch unvorhersehbare Sondereffekte beeinträchtigt waren, sondern teilweise auch vergleichsweise ambitionierte Planannahmen zugrunde lagen. Trotz der heterogenen Planungstreue in der jüngeren Vergangenheit bestehen insbesondere aufgrund des Planungsprozesses und der mit den Planungsverantwortlichen der HHLA geführten Gespräche keine Anzeichen dafür, dass die vorliegende verabschiedete Planungsrechnung der Jahre 2026 bis 2030 keine geeignete Grundlage für eine Unternehmensbewertung darstellt.

2.4.4. Analyse der Planungsrechnung

352. Die Planungsrechnung des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA wird anhand weiterführender Beurteilungsmaßstäbe – insbesondere mit Hilfe von zeitpunkt- und zeitraumbezogenen Kennzahlenanalysen sowie Benchmarking zur Peer Group – analysiert, um eine konsistente Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten gewährleisten zu können. Die Planungsrechnung des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA stellt sich folgendermaßen dar:

Gewinn- und Verlustrechnung: Historie und Planungsrechnung 2023-2030

in € Mio.

	Historisch (bereinigt)			Business Plan					CAGR 2025-30
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Umsatzerlöse	1.408,9	1.561,7	1.718,8	1.934,9	2.096,7	2.264,4	2.462,6	2.588,5	8,5%
Wachstum in %	-	10,8%	10,1%	12,6%	8,4%	8,0%	8,8%	5,1%	-
Bestandsveränderung	0,5	0,3	-3,0	-	-	-	-	-	-
Andere aktivierte Eigenleistungen	5,5	6,7	9,1	2,8	3,1	0,3	0,4	0,4	-47,0%
Materialaufwand	-476,5	-547,9	-586,8	-683,6	-734,0	-803,0	-911,6	-959,7	10,3%
Personalaufwand	-537,7	-574,5	-672,1	-740,4	-749,3	-781,7	-810,5	-845,6	4,7%
Sonstige betriebliche Erträge	45,8	41,9	52,6	59,1	42,1	41,3	35,5	35,8	-7,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-190,0	-183,7	-210,2	-203,3	-193,9	-200,7	-210,3	-213,9	0,4%
EBITDA	256,5	304,5	308,4	369,5	464,6	520,7	566,1	605,5	14,4%
in % der Umsatzerlöse	18,2%	19,5%	17,9%	19,1%	22,2%	23,0%	23,0%	23,4%	-
Abschreibungen	-169,1	-165,6	-166,3	-190,9	-221,0	-238,2	-257,7	-275,8	10,6%
EBIT	87,4	138,9	142,1	178,6	243,6	282,4	308,3	329,7	18,3%
in % der Umsatzerlöse	6,2%	8,9%	8,3%	9,2%	11,6%	12,5%	12,5%	12,7%	-
Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-48,2	-48,1	-59,1	-64,5	-74,3	-77,9	-78,0	-73,2	4,4%
Außerordentliches Ergebnis	5,5	-21,1	2,6	-	-	-	-	-	-
Erträge aus Beteiligungen	4,9	7,0	7,5	2,5	2,1	3,2	5,6	7,7	0,5%
Ergebnis vor Ertragsteuern	49,6	76,7	93,1	116,5	171,5	207,7	235,9	264,1	23,2%
Ertragsteuern	-18,5	-29,8	-70,0	-35,6	-53,4	-62,6	-68,2	-73,3	0,9%
Effektive Steuerquote (in %)*	41,4%	42,7%	56,7%	31,2%	31,5%	30,6%	29,6%	28,6%	-
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-18,5	-29,8	-48,6	-35,6	-53,4	-62,6	-68,2	-73,3	-
Wertberichtigungen auf latente Steuern	-	-	-21,5	-	-	-	-	-	-
Jahresergebnis	31,1	46,9	23,0	80,9	118,1	145,1	167,7	190,8	52,6%
in % der Umsatzerlöse	2,2%	3,0%	1,3%	4,2%	5,6%	6,4%	6,8%	7,4%	-
Auf Minderheiten entfallendes Ergebnis	22,4	23,9	21,9	-	-	-	-	-	-

* ohne Erträge aus Beteiligungen und Wertberichtigungen auf latente Steuern

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen

2.4.4.1. Umsatzerlöse

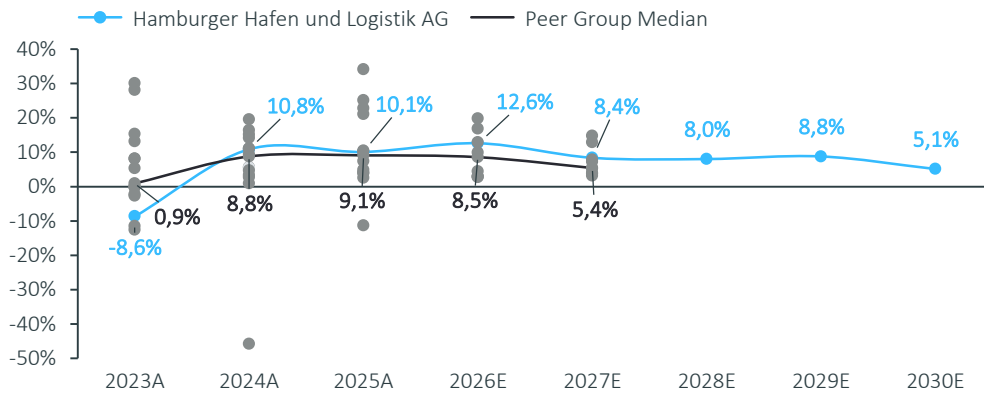
353. Im Zeitraum von 2025 bis 2030 sieht die Planungsrechnung eine kontinuierliche Steigerung der Umsatzerlöse von 1.718,8 Mio. € auf 2.588,5 Mio. € vor, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 8,5% entspricht. Das künftige Umsatzwachstum soll im Wesentlichen aus den Segmenten Container und Intermodal erzielt werden, insbesondere durch eine geplante höhere Auslastung der Hamburger Terminals nach Fertigstellung von Umbau- und Automatisierungsarbeiten, Wachstum der internationalen Terminals sowie konsequentem Ausbau des Netzwerkes im Intermodal Segment. Das Segment Holding umfasst nahezu ausschließlich konzerninterne Aktivitäten, welche entsprechend konsolidiert werden, daher wird hierauf nicht weiter eingegangen.
354. Im Segment Container stellt die im BCA vereinbarte Mindestumschlagmenge mit MSC einen zentralen Wachstumstreiber dar, wodurch das prognostizierte Marktwachstum für europäische Häfen von 2,1% deutlich überschritten wird. Die langfristige Volumenzusage von MSC erhöht sich sukzessive und sieht ab dem Jahr 2031 einen dauerhaft einzuhaltenden Mindestumschlag von 1.000 TTEU pro Jahr vor. Darüber hinaus wird eine höhere Auslastung der Hamburger Terminals angestrebt, nachdem diese infolge teilweiser Umbauarbeiten zur weiteren Automatisierung derzeit baubedingt nur eingeschränkt ausgelastet sind. Ferner soll das Wachstum der internationalen Terminals, insbesondere durch den Wiederanlauf des Terminals in der Ukraine, zur Umsatzentwicklung beitragen. Das geplante Wachstum im Segment Container ist zum überwiegenden Teil mengengetrieben, während nur marginale Preissteigerungen unterstellt sind. In Bezug auf die Lagergelderlöse wird nach dem hohen Niveau der jüngeren Vergangenheit wieder von einem üblichen, nicht durch Lieferkettenstörungen beeinflussten Erlösniveau ausgegangen. Grundsätzlich ist das Segment Container stark von der globalen Konjunktur und den internationalen Warenströmen abhängig. Genauso ist der Wettbewerb mit den Nordrange-Häfen intensiv. Vor diesem Hintergrund sind die mit MSC vereinbarten Mindestumschlagmengen ein wichtiger Faktor für die HHLA, der zu einer gewissen Planungssicherheit führt. Dennoch können geopolitische Krisen wie in der Ukraine oder im Nahen Osten zu Verwerfungen in Bezug auf die in Hamburg und an den internationalen Terminals eintreffenden Containermengen führen.
355. Im Segment Intermodal soll das Wachstum am stärksten ausfallen und insbesondere durch den weiteren Ausbau des Intermodalnetzwerkes getrieben werden, beispielsweise durch die Errichtung bzw. Erweiterung von Terminals in Deutschland, Ungarn, Tschechien und Polen, die jeweils zu unterschiedlichen Zeitpunkten in der Planung fertiggestellt werden sollen. Ähnlich wie im Segment Container soll das Wachstum im Segment Intermodal im Wesentlichen durch einen größeren Mengentransport realisiert werden, während Preissteigerungen zu einem geringeren Teil zum Wachstum beitragen. Dennoch ist vorgesehen, das Wachstum durch etwas höhere Preissteigerungen als im Segment Container zu erzielen. Darüber hinaus werden Beteiligungen und Joint Ventures an Intermodalterminals als wesentliche Wachstumstreiber angesehen, da hierdurch der Zugang zu Netzen und Lizenzen im Ausland ermöglicht werden soll. Erwartete Synergieeffekte⁹⁵ aus der kürzlich erfolgten Akquisition der Roland Spedition sollen ebenfalls zur positiven Entwicklung beitragen. Weitere Impulse können sich aus der ukrainischen Grenzgesellschaft Eurobridge ergeben, sofern sich die Rahmenbedingungen nach einer Beendigung des Ukraine-Krieges entsprechend stabilisieren. Das Segment Intermodal ist

⁹⁵ Synergieeffekte erwartet die HHLA vor allem aus der Verknüpfung der METRANS-Korridore mit dem österreichischen Netzwerk der Roland Spedition durch dichtere und neue Relationen zwischen der DACH-Region und der Adria, eine höhere Auslastung über verbesserte Rundläufe sowie vereinheitlichte Buchungs- und Abfertigungsprozesse.

dabei weniger stark abhängig vom Standort Hamburg als das Segment Container. Der Grund dafür ist, dass das Segment Intermodal auch Häfen wie Bremerhaven, Rotterdam sowie Südhäfen wie Koper oder Triest bedient und dadurch mengentechnisch flexibler auf die Schiffsrouten reagieren kann. Folglich ist der Containertransport im Segment Intermodal entkoppelt vom Containerumschlag an den Hamburger Terminals. Für das Segment Intermodal bestehen erhebliche Infrastrukturrisiken im europäischen Schienennetz, vor allem in Deutschland. Hierzu zählen häufig auftretende baustellen- und umleitungsbedingte Produktivitätseinbußen und Kosteneffekte für das Segment Intermodal.

356. Im Segment Logistik sollen die Umsatzerlöse gemäß Planungsrechnung im Bereich Consulting relativ konstant bleiben. Geringfügige Wachstumsimpulse kommen aus erhöhter Kapazität der Autoverladung durch den Bau eines Parkhauses im Planungszeitraum im Zuge der Flächenrestrukturierung bei Unikai.
357. Im Zeitraum von 2025 bis 2030 wird insgesamt eine deutliche Steigerung der Umsatzerlöse erwartet. Gemäß Planung ist dieses Wachstum überwiegend volumengetrieben. Im Segment Container beruht die mengenmäßige Ausweitung insbesondere auf Effizienzsteigerungen im Zuge der fortschreitenden Automatisierung der Hamburger Terminals sowie auf dem geplanten Wiederhochfahren des Terminals in der Ukraine. Im Segment Intermodal wird das Wachstum maßgeblich auf den weiteren Ausbau des Intermodalnetzwerkes im Nord-Ost-Korridor zwischen Norddeutschland und Osteuropa zurückgeführt. Preiseffekte sind demgegenüber in der Umsatzplanung weitgehend von nachrangiger Bedeutung.

Benchmarking des Wachstums der Umsatzerlöse ⁹⁶



Quelle: HHLA Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

358. Im Jahr 2023 verzeichnete die Peer Group im Median ein Umsatzwachstum von 0,9%. Der Teilkonzern Hafenlogistik lag mit einer Wachstumsrate von -8,6% deutlich unter diesem Wert. Das Geschäftsjahr war insgesamt von einem herausfordernden makroökonomischen Umfeld geprägt, insbesondere infolge des anhaltenden Kriegs in der Ukraine, zunehmender geopolitischer Spannungen sowie eines weiterhin erhöhten Inflations- und Zinsniveaus. Vor diesem Hintergrund entwickelten sich die Wachstumsraten innerhalb der Peer Group in

⁹⁶ Für die Peer Group liegen belastbare Daten lediglich bis zum Prognosejahr 2027E vor. Für die darauffolgenden Zeiträume besteht keine hinreichende Datenbasis, sodass entsprechende Angaben nicht dargestellt werden

Abhängigkeit der geografischen Marktpräsenz heterogen, wobei sich Teilkonzern Hafenlogistik im unteren Bereich der Vergleichsgruppe einordnete.

359. In den anschließenden Jahren 2024 und 2025 zeigte sich eine Erholung des Marktumfelds, sodass die Peer Group im Median ein Umsatzwachstum von 8,8% bzw. 9,1% verzeichnete. Der Teilkonzern Hafenlogistik liegt mit Wachstumsraten von 10,8% im Jahr 2024 sowie 10,1% im Jahr 2025 leicht oberhalb dieses Niveaus.
360. Der im Vergleich zur Peer Group überdurchschnittliche Umsatzanstieg des Teilkonzerns Hafenlogistik im Jahr 2024 ist im Wesentlichen auf höhere Lagergelderlöse infolge längerer Verweildauern im Containersegment sowie auf die unterjährige Akquisition der Roland Spedition zurückzuführen, die bereits teilweise zum Umsatzwachstum beitrug.
361. Das Jahr 2025 war insgesamt von einem schwächeren makroökonomischen Umfeld geprägt. Gleichwohl konnte der Teilkonzern Hafenlogistik eine stabile Mengenentwicklung im Umschlags- und Transportgeschäft verzeichnen. Ursächlich hierfür waren insbesondere höhere Umschlagsmengen an den Hamburger Terminals, unter anderem im Fernostverkehr, sowie steigende Volumina an den internationalen Terminals im Containersegment. Darüber hinaus wurde im Intermodal-Segment eine deutliche Zunahme der Bahnverkehre verzeichnet, auch infolge der realisierten Effekte aus der Akquisition der Roland Spedition.
362. In den Planungsperioden positioniert sich der Teilkonzern Hafenlogistik im Vergleich zur Peer Group im oberen Bereich. Für das Jahr 2026 wird für die Peer Group im Median ein Umsatzwachstum von 8,5% und für 2027 von 5,4% erwartet, während der Teilkonzern Hafenlogistik ein Umsatzwachstum von 12,6% bzw. 8,4% plant.
363. Die überdurchschnittliche Wachstumsannahme ist im Wesentlichen auf eine Ausweitung der Umschlagsmengen an den Hamburger Terminals infolge fortschreitender Automatisierung sowie auf den geplanten Wiederanlauf des Terminals in der Ukraine im Containersegment zurückzuführen. Im Intermodal-Segment wird das Wachstum insbesondere durch den weiteren Ausbau des Intermodalnetzwerks getragen.
364. Im weiteren Verlauf der Planungsperiode wird jedoch mit einer graduellen Abschwächung der Umsatzwachstumsraten des Teilkonzerns Hafenlogistik geplant. Gegen Ende des Betrachtungszeitraums im Jahr 2030 wird ein Rückgang des Umsatzwachstums auf 5,1% erwartet. Dieser Wert entspricht in etwa dem Niveau des Peer Group Medians im Jahr 2027, dem letzten Jahr mit einer ausreichend breiten Datenbasis.

2.4.4.2. Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)

365. Im Rahmen der Analyse der Planungsrechnung werden im Folgenden die Aufwandsposten des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA näher dargestellt. Die Aufwendungen im Planungszeitraum werden maßgeblich durch das organische Wachstum des Teilkonzerns Hafenlogistik und damit einhergehende Skaleneffekte, den geplanten Material- und Personalaufwand sowie sonstige betriebliche Aufwendungen und moderate Inflationseffekte

beeinflusst. Im Vergleich zur Umsatzentwicklung steigen die wesentlichen Aufwandspositionen insgesamt unterproportional an, was gemäß Planungsrechnung zu einer stetigen Verbesserung der operativen Profitabilität führen soll.

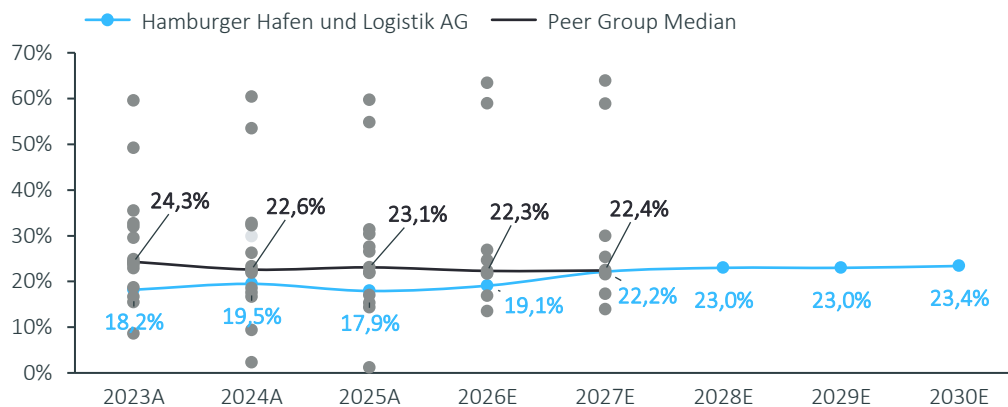
366. Der in der Planungsrechnung ausgewiesene Materialaufwand umfasst im Segment Intermodal vor allem den Einkauf von Fremdleistungen wie Netzgebühren, zugekaufte Vor- und Nachläufe (*Trucking*) sowie Energiekosten und im Segment Container im Wesentlichen den Aufwand für Laschfirmen, welche die Ladungssicherung auf den Schiffen übernehmen, Aufwand für Ersatzteile und Verschleiß sowie Energiekosten. Der Materialaufwand soll sich ausgehend von 586,8 Mio. € im Jahr 2025 auf 959,7 Mio. € im Jahr 2030 erhöhen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 10,3%. Damit soll sich die Materialaufwandsquote in diesem Zeitraum von 34,1% auf 37,1% erhöhen. Der Anstieg ist insbesondere auf den geplanten Geschäftsmodellmix zurückzuführen, wonach das Segment Intermodal im Planungszeitraum einen zunehmend höheren Anteil am Gesamtumsatz und entsprechend auch am Materialaufwand einnehmen wird. Während die Materialaufwandsquote im Segment Container über den gesamten Planungszeitraum hinweg weitgehend konstant bleiben soll, ist im Segment Intermodal ein überproportionaler Anstieg der Trassenentgelte zu erwarten. Dieser resultiert vor allem aus anhaltenden infrastrukturellen Umleitungen sowie dem fortschreitenden Netzausbau. Die Energiekosten hingegen werden voraussichtlich weitgehend proportional zu den Umsatzerlösen ansteigen.
367. Der Personalaufwand soll sich laut Planung von 672,1 Mio. € im Jahr 2025 auf 845,6 Mio. € im Jahr 2030 erhöhen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 4,7% entspricht. Die Personalaufwandsquote soll sich demnach sukzessive von 39,1% im Jahr 2025 auf 32,7% im Jahr 2030 reduzieren. Die Anzahl der FTEs⁹⁷ im Teilkonzern Hafenlogistik sollen sich in diesem Zeitraum von 7.529 auf 8.286 erhöhen, während die Umsatzerlöse pro FTE von 228 T€ im Jahr 2025 auf 312 T€ im Jahr 2030 steigen sollen. An den Hamburger Terminals ist das Personalkostenniveau derzeit aufgrund der Umstellungsphasen und Baustellen für Automatisierung erhöht. Der Grund für die stark rückläufige Personalaufwandsquote sind vor allem der in der Planung fortlaufend höhere Automatisierungsgrad an den Container Terminals, wodurch mehr Container je FTE umgeschlagen werden können. Nach Abschluss der Automatisierungsprojekte wird mit einer signifikanten Effizienzsteigerung des Personalbestandes gerechnet. Im Intermodalsegment wirken vor allem Skaleneffekte im wachsenden METRANS-Netz durch eine stärkere Auslastung und eine damit einhergehende höhere Produktivität. Zudem wirkt der zunehmende Ausbau der Aktivitäten in Osteuropa positiv, einhergehend mit überproportionalen FTE-Zuwächsen in dieser Region mit niedrigeren Löhnen im Vergleich zu Deutschland.
368. Die sonstigen betrieblichen Erträge sollen sich im Planungszeitraum von 52,6 Mio. € im Jahr 2025 auf 35,8 Mio. € im Jahr 2030 verringern, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von -7,4% entspricht. Der Rückgang ist im Wesentlichen auf den Abschluss der Restrukturierungsmaßnahmen am O'Swaldkai zurückzuführen. Es wird erwartet, dass die Unikai bis zum Jahr 2028 noch Erträge aus der Kompensation von Restrukturierungsaufwendungen erzielt; diese entfallen in der Folgezeit.
369. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beinhalten insbesondere Fremdleistungen für Instandhaltungen, Aufwendungen für Beratungen, Dienstleistungen und Versicherung sowie

⁹⁷ Umfassen eigene und Fremdmitarbeiter der Gesamthafenbetriebs-Gesellschaft (GHB)

Miete und Leasing. Die Planung sieht einen leichten Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 210,2 Mio. € im Jahr 2025 auf 213,9 Mio. € im Jahr 2030 vor, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 0,4% entspricht. Dadurch sinkt die sonstige betriebliche Aufwandsquote im Betrachtungszeitraum von 12,2% auf 8,3%. Die Entwicklung ist auf positive Skaleneffekte und Effizienzgewinne in den nicht material- und personalbezogenen Kostenbereichen zurückzuführen. Bei den Hamburger Terminals ist davon auszugehen, dass im Jahr 2027 ein Großteil der ausbaubedingten Aufwendungen entfällt. In der Folge werden die fixen Kosten voraussichtlich weitgehend konstant bleiben, während die Instandhaltungsaufwendungen proportional zur umgeschlagenen Menge ansteigen. Darüber hinaus sind Skaleneffekte bei CTO infolge der Wiederaufnahme sowie des sukzessiven Hochlaufs des Umschlags zu erwarten. Auch bei PLT ist aufgrund steigender Mengen von entsprechenden Skaleneffekten auszugehen.

370. Vor dem Hintergrund der einzelnen Aufwandsposten ergibt sich eine deutliche Verbesserung des EBITDA, das von 308,4 Mio. € im Jahr 2025 auf 605,5 Mio. € im Jahr 2030 ansteigen soll. Dies entspricht einem Zuwachs von rund 96,4% über den Planungszeitraum bzw. einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 14,4%. Damit ist eine Steigerung der EBITDA-Marge von 17,9% auf 23,4% geplant. Diese positive Entwicklung wird insbesondere auf Effizienzsteigerungen der Container Terminals infolge eines zunehmenden Automatisierungsgrades zurückgeführt. Darüber hinaus sollen Skaleneffekte im Zusammenhang mit dem weiteren Ausbau des Intermodalnetzwerkes zur Verbesserung der Marge beitragen.

Benchmarking der EBITDA-Marge⁹⁸



Quelle: HHLA Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

371. Vorab ist anzumerken, dass bei der Einordnung der EBITDA-Margen zu berücksichtigen ist, dass die Analyse aufgrund individueller struktureller Besonderheiten⁹⁹ der Vergleichsunternehmen eine vergleichsweise große Bandbreite aufweist. Vor diesem Hintergrund ist die Vergleichbarkeit der EBITDA-Margen nur eingeschränkt gegeben.

⁹⁸ Für die Peer Group liegen belastbare Daten lediglich bis zum Prognosejahr 2027E vor. Für die darauffolgenden Zeiträume besteht keine hinreichende Datenbasis, sodass entsprechende Angaben nicht dargestellt werden

⁹⁹ Beispielsweise aufgrund unterschiedlicher Witterungsbedingungen, tariflicher Arbeitskonflikte oder Lohnniveaus

372. Im historischen Betrachtungszeitraum von 2023 bis 2025 lag der Median der EBITDA-Marge der Vergleichsunternehmen zwischen rund 22% und 24%. Die EBITDA-Marge des Teilkonzerns Hafenlogistik bewegte sich im selben Zeitraum mit Werten zwischen rund 17,9% und 19,5% konstant am unteren Ende dieser Bandbreite.
373. Das Geschäftsjahr 2023 war durch ein umfassendes Transformationsprogramm zur weiteren Automatisierung der Container Terminals, insbesondere des CTB, geprägt. Die Umsetzung dieser Maßnahmen im laufenden Betrieb führte zu operativen Einschränkungen und belastete dementsprechend die EBITDA-Marge. Auch in den Jahren 2024 und 2025 wirkten sich die Maßnahmen des Transformationsprogramms weiterhin aus, insbesondere an den drei Hamburger Terminals, wodurch der operative Betrieb weiterhin teilweise eingeschränkt war. Gleichwohl trugen der Fortschritt des Transformationsprogramms sowie eine sukzessive Erholung des Marktumfelds dazu bei, dass sich die EBITDA-Marge in diesem Zeitraum verbesserte.
374. In den Planungsperioden wird ein sukzessiver Anstieg der EBITDA-Marge des Teilkonzerns Hafenlogistik erwartet, die bis zum Jahr 2027 auf 22,2% ansteigen und sich damit auf dem Niveau des Medians der EBITDA-Margen der Vergleichsunternehmen von 22,4% bewegen soll.
375. Der erwartete Margenanstieg ist im Wesentlichen auf die Finalisierung des Transformationsprogramms zur Automatisierung der Container Terminals zurückzuführen. Während die Umsetzung dieser Maßnahmen in der jüngeren Vergangenheit zu einer temporären Belastung der EBITDA-Marge führte, wird langfristig insbesondere im Containersegment mit Effizienzsteigerungen gerechnet, die zu einem nachhaltigen Anstieg der Marge auf rund 23% beitragen sollen. Für das Segment Intermodal wird hingegen über die Planungsperiode hinweg von einer weitgehend stabilen EBITDA-Marge ausgegangen. Insgesamt wird erwartet, dass sich die EBITDA-Marge der HHLA ab dem Jahr 2027 leicht oberhalb des Peer Group Medians bewegt.
376. Die Abschreibungen sollen ausgehend von 166,3 Mio. € im Jahr 2025 auf 275,8 Mio. € im Jahr 2030 ansteigen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 10,6% entspricht. Die Abschreibungen betreffen im Wesentlichen Sachanlagen sowie Vermögenswerte aus Nutzungsrechten. Der Anstieg ist getrieben durch steigende Investitionen in das Sachanlagevermögen im Zuge der Automatisierung im Segment Container, der Ersatzinvestitionen sowie der Expansion im Intermodalsegment.
377. Das EBIT entwickelt sich entsprechend der EBITDA-Entwicklung positiv und soll ausgehend von 142,1 Mio. € im Jahr 2025 auf 329,7 Mio. € im Jahr 2030 ansteigen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 18,3%. Die EBIT-Marge soll sich im selben Zeitraum von 8,3% auf 12,7% erhöhen. Die geplante Margensteigerung reflektiert die zunehmende Automatisierung und Softwaredurchdringung, operative Effizienzgewinne und eine konsequente Fixkostendegression bei wachsendem Umsatzvolumen.

2.4.4.3. Finanzergebnis und Erträge aus Beteiligungen

378. Das Finanzergebnis soll sich im Zeitraum von 2025 bis 2030 negativ entwickeln und sich ausgehend von -59,1 Mio. € im Jahr 2025 auf -73,2 Mio. € im Jahr 2030 verringern, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 4,4% entspricht. Es setzt sich im Wesentlichen aus jährlichen Zinsaufwendungen für Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, Leasingverbindlichkeiten und Pensionsrückstellungen, sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten sowie Zinserträgen aus internem Clearing und Gesellschafterdarlehen zusammen. In der Planung der HHLA waren darüber hinaus Zinsaufwendungen für Abbruchkostenrückstellungen berücksichtigt. Diese wurden aus bewertungstechnischer Sicht nicht angesetzt, da hieraus keine zahlungswirksamen Effekte zu erwarten sind.
379. Der prognostizierte Rückgang des Finanzergebnisses ist im Wesentlichen auf einen Anstieg der Zinsaufwendungen für Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten zurückzuführen. Für das Jahr 2027 ist eine Nettoaufnahme von Fremdkapitalinstrumenten in Höhe von 156,6 Mio. € vorgesehen. Diese umfasst insbesondere geplante Kreditaufnahmen zur Finanzierung investiver Maßnahmen sowie zur Sicherstellung der Mindestliquidität. Für das Jahr 2029 wird eine Nettotilgung in Höhe von 150,3 Mio. € unterstellt. Diese entfällt im Wesentlichen auf die Tilgung der fünfjährigen Tranche eines Schuldscheindarlehen. Infolge dieser Entwicklungen steigt der Zinsaufwand für Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sowie sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten von 26,5 Mio. € im Jahr 2026 auf 43,7 Mio. € im Jahr 2028 an und reduziert sich anschließend infolge der planmäßigen Tilgung im Jahr 2029 auf 39,9 Mio. € im Jahr 2030. In der Planungsrechnung werden für Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sowie für Leasingverbindlichkeiten Zinssätze in Abhängigkeit von der jeweiligen Restlaufzeit angesetzt. Für Laufzeiten unter fünf Jahren wird ein Zinssatz von 3,45% unterstellt. Für Laufzeiten bis zu fünfzehn Jahren wird ein Zinssatz von 4,35% zugrunde gelegt. Für Laufzeiten von mehr als fünfzehn Jahren wird ein Zinssatz von 4,75% angenommen. Der auf Pensionsrückstellungen entfallende Zinsaufwand soll im Planungszeitraum von 13,9 Mio. € im Jahr 2026 auf 14,6 Mio. € im Jahr 2030 ansteigen. Darüber hinaus wird ab dem Jahr 2027 ein Zinsergebnis aus internem Clearing und Gesellschafterdarlehen in Höhe von jährlich rund 15 Mio. € berücksichtigt. Dieses wird jedoch innerhalb des Teilkonzerns Hafenlogistik durch einen entsprechenden Zinsaufwand in gleicher Höhe kompensiert, sodass sich hieraus auf Teilkonzernebene keine Ergebniswirkung ergibt.
380. Die Erträge aus Beteiligungen sollen sich im Zeitraum von 2025 bis 2030 insgesamt konstant entwickeln und sich ausgehend von 7,5 Mio. € im Jahr 2025 zunächst auf 2,5 Mio. € in 2026 zurückgehen und anschließend sukzessive auf 7,7 Mio. € im Jahr 2030 entwickeln, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate insgesamt von 0,5% entspricht. Der kurzfristige Rückgang ist auf einen erwarteten vorübergehenden Ergebnisrückgang der Gesellschaften Cuxport, Hansaport, HHLA Sky und Aviolo zurückzuführen, der sich im weiteren Verlauf wieder stabilisieren sollen.

2.4.4.4. Ertragsteuern

381. Das Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT) steigt entsprechend der geplanten positiven operativen Ergebnisentwicklung von 93,1 Mio. € im Jahr 2025 auf 264,1 Mio. € im Jahr 2030 an. Der Ertragsteueraufwand wird für den Zeitraum von 2025 bis 2030 mit einem Anstieg von 70,0 Mio. € auf 73,3 Mio. € prognostiziert. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Ertragsteueraufwand des Jahres 2025 maßgeblich durch Wertberichtigungen auf aktive latente Steuern beeinflusst

ist und daher nur eingeschränkt mit den Folgeperioden vergleichbar ist. Bei isolierter Betrachtung des Ertragsteueraufwands ohne Berücksichtigung der Wertberichtigungen auf latente Steuern im Jahr 2025 reduziert sich dieser zunächst von 48,6 Mio. € auf 35,6 Mio. € im Jahr 2026 und steigt in der Folge sukzessive auf 73,3 Mio. € im Jahr 2030 an. Dies entspricht einer Entwicklung der Steuerquote (exklusive Erträge aus Beteiligungen) von 56,7% auf zunächst 31,2% und anschließend auf 28,6%.

382. Die Steuerplanung erfolgte in vereinfachter Form und basiert auf der nominalen Steuerrate in Deutschland unter Berücksichtigung der ab dem Jahr 2028 geplanten schrittweisen Reduzierung des Körperschaftsteuersatzes.¹⁰⁰ Zur Plausibilisierung wurde ein erfahrungsbasierter Steuersatz für die Hafenlogistik herangezogen, der sich an den historischen Konzernsteuerquoten orientiert. Die Steuerplanung bildet ausschließlich die zahlungswirksamen Ertragsteuern ab. Die Nutzung bestehender steuerlicher Verlustvorträge wurde dabei nicht berücksichtigt. Nutzbare steuerliche Verlustvorträge bestehen ausschließlich in Deutschland. Ein hieraus resultierender potenzieller Wertbeitrag wurde im Rahmen der Bewertung separat als Sonderwert erfasst. Der Rückgang der Steuerquote ist im Wesentlichen auf die geplante Senkung des Körperschaftsteuersatzes in Deutschland zurückzuführen. Der derzeit geltende Körperschaftsteuersatz von 15% soll ab dem Jahr 2028 schrittweise um jeweils einen Prozentpunkt pro Jahr reduziert werden und ab dem Jahr 2032 dauerhaft 10% betragen.

2.4.4.5. Jahresergebnis

383. Basierend auf der positiven Entwicklung der operativen Ergebnisse, der moderat ansteigenden Fremdfinanzierung sowie der leicht rückläufig erwarteten Steuerbelastung wird für den Teilkonzern Hafenlogistik der HHLA ein deutlicher Anstieg des Jahresergebnisses erwartet. Ausgehend von 23,0 Mio. € im Jahr 2025 soll das Jahresergebnis auf 190,8 Mio. € im Jahr 2030 steigen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rd. 52,6% entspricht.

2.4.4.6. Auf Minderheiten entfallendes Ergebnis

384. Die Planungsrechnung des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA sieht eine Entwicklung des auf nicht beherrschende Anteile entfallenden Ergebnisses von 21,9 Mio. € im Jahr 2025 auf 22,6 Mio. € im Jahr 2030 vor. Dieses Ergebnis ist im Wesentlichen auf die Beteiligungen der Hapag-Lloyd am CTA sowie der COSCO Shipping Ports am CTT zurückzuführen. Der hieraus resultierende negative Wertbeitrag wurde im Rahmen der Bewertung separat als Sonderwert berücksichtigt (siehe hierzu Kapitel 2.6.1.2).

2.4.4.7. Bilanzplanung

385. Im Rahmen der Bewertungstätigkeit wurde die der Bewertung zugrunde liegende Bilanzplanung des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA nach IFRS der Jahre 2026 bis 2030 nachvollzogen und im Folgenden analysiert. Die hier dargestellte Bilanz entspricht der Bilanzplanung des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA, mit Ausnahme der in Anhang 5.6

¹⁰⁰ Der am 19. Juli 2025 in Kraft getretene Gesetzentwurf mit dem Titel „Gesetz für ein steuerliches Investitionssofortprogramm zur Stärkung des Wirtschaftsstandorts Deutschland“ sieht eine schrittweise Reduzierung des Körperschaftsteuersatzes ab dem Jahr 2028 vor. Die Körperschaftsteuer soll dabei über einen Zeitraum von fünf Jahren jährlich um einen Prozentpunkt gesenkt werden, sodass im Jahr 2032 ein Steuersatz von 10 Prozent erreicht wird

dargestellten bewertungstechnischen und mit dem Vorstand der HHLA AG abgestimmten Sachverhalte.

386. Die Bilanzwerte beziehen sich jeweils auf den 31. Dezember des jeweiligen Geschäftsjahres:¹⁰¹

Bilanz: Aktiva – Historie und Planungsrechnung 2023-2030

in Mio. €

	Historisch (bereinigt)			Business Plan					CAGR
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2025-30
Immaterielle Vermögensgegenstände	182,3	223,5	238,9	265,6	268,6	261,0	254,4	270,1	2,5%
Sachanlagen	1.899,6	1.963,2	2.246,1	2.461,6	2.665,1	2.754,8	2.717,2	2.653,0	3,4%
Finanzanlagen	57,1	60,0	46,3	108,8	112,8	112,3	113,7	117,2	20,4%
Anlagevermögen	2.139,1	2.246,7	2.531,3	2.836,0	3.046,4	3.128,1	3.085,3	3.040,3	3,7%
Vorräte	34,4	37,9	38,6	41,9	44,1	47,1	51,0	52,9	6,5%
Forderungen	171,8	195,9	233,4	226,9	275,1	297,8	341,6	296,4	4,9%
Liquide Mittel	174,6	230,0	473,7	255,1	211,7	162,6	66,0	204,6	-15,5%
Sonstige Vermögenswerte	186,6	258,2	191,9	163,9	169,7	175,8	183,9	224,9	3,2%
Umlaufvermögen	567,4	722,0	937,6	687,7	700,6	683,3	642,5	778,8	-3,6%
Summe Aktiva	2.706,4	2.968,7	3.469,0	3.523,7	3.747,0	3.811,4	3.727,8	3.819,1	1,9%

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen

387. Die Bilanzsumme soll sich von 3.469,0 Mio. € im Jahr 2025 auf 3.819,1 Mio. € im Jahr 2030 erhöhen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 1,9% im Zeitraum von 2025 bis 2030. Der geplante Anstieg der Bilanzsumme resultiert im Wesentlichen aus der Erhöhung des Anlagevermögens, insbesondere infolge steigender Investitionen in das Sachanlagevermögen sowie der Zunahme der Forderungen.

Anlagevermögen

388. Das Anlagevermögen soll sich im Planungszeitraum 2025 bis 2030 insgesamt moderat erhöhen und dabei eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 3,7% aufweisen. Für die immateriellen Vermögenswerte ist dabei ein leichter Anstieg um durchschnittlich jährlich 2,5% geplant, der im Wesentlichen auf Investitionen in IT-Software zurückzuführen ist. Die Sachanlagen entwickeln sich in Relation zum erwarteten Umsatzwachstum moderat steigend bei einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 3,4% und spiegeln sowohl Ersatz als auch geplante Erweiterungsinvestitionen wider. Die Finanzanlagen sollen im Planungszeitraum bei einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 20,4% deutlich zunehmen. Dieser Anstieg ist im Wesentlichen auf eine erhöhte Investitionstätigkeit i.H.v. rd. 35 Mio. € im Jahr 2026 zurückzuführen.

Immaterielle Vermögenswerte

389. Die immateriellen Vermögenswerte bestehen im Wesentlichen aus im Rahmen von Kaufpreisallokationen aktivierten immateriellen Vermögenswerten sowie aus entgeltlich erworbener oder selbst erstellter Software. Immaterielle Vermögenswerte mit endlicher Nutzungsdauer werden planmäßig linear über ihre jeweilige wirtschaftliche Nutzungsdauer von drei bis dreißig Jahren abgeschrieben. Für Firmenwerte wird nach den Vorschriften nach IFRS grundsätzlich eine unbestimmte Nutzungsdauer unterstellt. Eine planmäßige Abschreibung erfolgt daher nicht.

¹⁰¹ Die dargestellte Bilanz basiert auf der Bilanzplanung des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA, die für bestimmte Posten stark aggregiert geplant wurde und nicht mit dem historischen Ausweis in den Geschäftsberichten der HHLA einhergeht. Daher ist die Bilanzdarstellung ebenfalls aggregiert.

390. Im Planungszeitraum sollen die immateriellen Vermögenswerte von 238,9 Mio. € im Jahr 2025 auf 265,6 Mio. € im Jahr 2026 ansteigen und sich in der Folgezeit weitgehend konstant auf 270,1 Mio. € im Jahr 2030 entwickeln. Der Anstieg im Jahr 2026 ist im Wesentlichen auf Zugänge von Software im Zusammenhang mit der Automatisierung von Container Terminals, insbesondere des CTB, zurückzuführen. Vermögenswerte mit einer unendlichen Nutzungsdauer, wie beispielsweise Geschäfts- oder Firmenwerte werden in den Planjahren 2026 bis 2030 konstant fortgeschrieben.

Sachanlagen

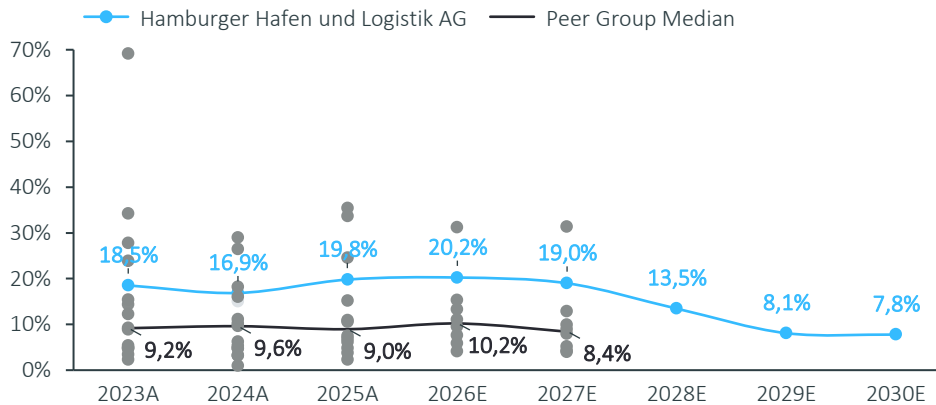
391. Die Sachanlagen umfassen im Wesentlichen Grundstücke, Gebäude und Bauten, technische Anlagen und Maschinen sowie andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung. Darüber hinaus werden auch Vermögenswerte aus Nutzungsrechten hier erfasst, die im Wesentlichen aus aktivierten Miet- und Pachtverträgen für Flächen der Container Terminals resultieren.

392. Gebäude und Bauten mit endlicher Nutzungsdauer werden planmäßig linear über ihre jeweilige wirtschaftliche Nutzungsdauer von zehn bis siebenzig Jahren abgeschrieben. Technische Anlagen und Maschinen werden über Nutzungsdauern von fünf bis fünfundzwanzig Jahren abgeschrieben, andere Anlagen sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung über drei bis zwanzig Jahre.

393. Im Rahmen der Planungsrechnung wird, in Relation zum erwarteten Umsatzwachstum, ein moderater Anstieg der Sachanlagen von 2.246,1 Mio. € im Jahr 2025 auf 2.653,0 Mio. € im Jahr 2030 unterstellt. Die Investitionen in das Sachanlagevermögen konzentrieren sich im Planungszeitraum im Wesentlichen auf das CTA und CTB sowie auf Logistica Giuliana und METRANS.

394. Am Container Terminal Altenwerder entfallen die Investitionen überwiegend auf Ersatzmaßnahmen an der bestehenden Infrastruktur, insbesondere den Austausch von Containerbrücken, Komponenten der Automated Guided Vehicles (AGV) sowie Lagerkransystemen. Am CTB stehen im Wesentlichen Erweiterungsinvestitionen im Zusammenhang mit der fortschreitenden Automatisierung im Vordergrund. Hierzu zählen insbesondere die Einführung eines AGV-Systems, Investitionen in Lagerkransysteme sowie Automatisierungsmaßnahmen an Containerbrücken. Aufgrund der bestehenden Flächenstruktur des CTT sind die Möglichkeiten zur weiteren Automatisierung im Vergleich zu anderen Standorten eingeschränkt. Vor diesem Hintergrund werden in den Planungsperioden insgesamt geringere Investitionsausgaben unterstellt. Der Investitionsschwerpunkt liegt dabei überwiegend auf Ersatzinvestitionen, insbesondere im Bereich der Portalhubwagen. Bei Logistica Giuliana betreffen die Investitionen vorwiegend Expansionsprojekte zum weiteren Ausbau der bestehenden Infrastruktur. Bei METRANS liegen die Schwerpunkte auf Erweiterungsinvestitionen zur Kapazitätsausweitung bzw. der neuen Errichtung von Inlandterminals. Hervorzuheben sind hierbei insbesondere die Terminals Česká Třebová in Tschechien sowie Debrecen, Zalaegerszeg und Budapest in Ungarn.

Benchmarking der Investitionsquote¹⁰²



Quelle: HHLA Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

395. Bei der Interpretation des vorliegenden Benchmarkings ist zu berücksichtigen, dass die Investitionsquote der Peer Group nur begrenzt aussagekräftig ist. Die Höhe der Investitionen wird maßgeblich durch unternehmensspezifische Faktoren beeinflusst, insbesondere durch die jeweiligen Lebenszyklen der Terminalinfrastruktur und der intermodalen Vermögenswerte. Vor diesem Hintergrund ist eine isolierte Betrachtung einzelner Jahre nur bedingt zielführend. Darüber hinaus wird die Investitionstätigkeit durch individuelle Eigenschaften der Terminalanlagen sowie durch geplante Erweiterungs- und Modernisierungsinvestitionen beeinflusst, insbesondere im Hinblick auf Investitionen in die Automatisierung bestehender Infrastruktur. Entsprechend ist auch ein Vergleich langfristiger Durchschnittswerte nur eingeschränkt geeignet, belastbare Rückschlüsse zu ziehen.

396. Im vorliegenden Betrachtungszeitraum von 2023 bis 2027 liegt die Bandbreite der Investitionsquote der Vergleichsunternehmen zwischen 8,4% und 10,2%. Demgegenüber steigt die Investitionsquote des Teilkonzerns Hafenlogistik in der historischen Betrachtung von 18,5% im Jahr 2023 auf 19,8% im Jahr 2025 und geht anschließend bis zum Jahr 2030 auf 7,8% zurück.

397. Diese Entwicklung ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass in der jüngeren Vergangenheit sowie in den ersten Planjahren umfangreiche zyklische Ersatzinvestitionen im Teilkonzern Hafenlogistik der HHLA anstehen, die zum Ende der Planungsperiode in diesem Umfang nicht anfallen.

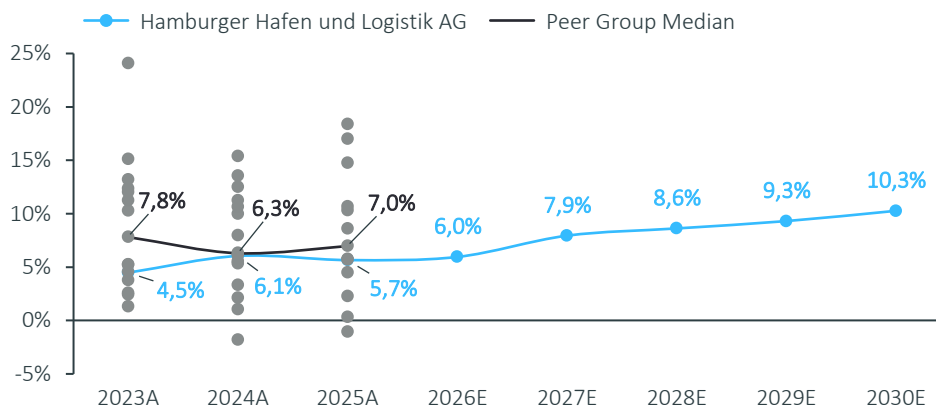
Finanzanlagen

398. Die Finanzanlagen umfassen im Wesentlichen Beteiligungen sowie Joint Ventures an anderen Gesellschaften, die nicht als verbundene Unternehmen in den Konzernabschluss einbezogen werden. Darüber hinaus beinhaltet der Posten als Finanzinvestition gehaltene Immobilien, die mit einem Betrag von 7,1 Mio. € im Jahr 2025 und in den anschließenden Planungsperioden unverändert lediglich in geringem Umfang zum Gesamtbetrag des Bilanzpostens beitragen.

¹⁰² Umfasst Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte (exkl. IFRS16)

399. Im Planungszeitraum ist ein Anstieg der Finanzanlagen von 46,3 Mio. € im Jahr 2025 auf 108,8 Mio. € im Jahr 2026 vorgesehen. In den Folgejahren wird ein weiterer, jedoch nur moderater Anstieg auf 117,2 Mio. € im Jahr 2030 unterstellt. Der signifikante Anstieg im Jahr 2026 steht im Zusammenhang mit Investitionen in Beteiligungen sowie Joint Ventures an ausländischen Terminals im Rahmen der Geschäftsaktivitäten der METRANS. Das Ziel dieser Investitionen ist es insbesondere, den Zugang zu bestehenden Netzwerken sowie den Erwerb von Eisenbahnlicenzen in weiteren Märkten zu ermöglichen.

Benchmarking des ROCE¹⁰³



Quelle: HHLA Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

400. Für die Vergleichsunternehmen liegen ROCE-Daten ausschließlich für historische Perioden vor, sodass in der vorstehenden Darstellung lediglich diese berücksichtigt sind. Der Median des ROCE der Vergleichsunternehmen ging von 7,8% im Jahr 2023 auf 6,3% im Jahr 2024 zurück und stieg anschließend wieder auf 7,0% im Jahr 2025 an.

401. Der ROCE des Teilkonzerns Hafenlogistik erhöhte sich von 4,5% im Jahr 2023 auf 6,1% im Jahr 2024 und ging schließlich auf 5,7% im Jahr 2025 zurück.

402. Die Jahre 2023 bis 2025 waren durch ein herausforderndes Marktumfeld geprägt, was sowohl bei der Peer Group als auch beim Teilkonzern Hafenlogistik zu einem Rückgang des ROCE führte. Beim Teilkonzern Hafenlogistik wurde dieser Effekt zusätzlich durch die im Rahmen der Automatisierung der Container Terminals durchgeführten Umbaumaßnahmen verstärkt, die temporär zu operativen Einschränkungen führten.

403. Ab dem Jahr 2026 wird erwartet, dass sich die Effekte der Automatisierungsmaßnahmen sukzessive in den Ergebnissen widerspiegeln. Vor diesem Hintergrund wird zum Ende der Planungsperiode im Jahr 2030 ein ROCE-Niveau erwartet, das sich mit 10,3% im oberen Bereich der Bandbreite der Peer Group bewegt.

¹⁰³ Abweichungen zu den von der HHLA ausgewiesenen Werten ergeben sich daraus, dass die HHLA Berechnung auf dem durchschnittlichen Betriebsvermögen der jeweiligen Periode basiert, während die vorliegende Berechnung das Betriebsvermögen zu Periodenbeginn zugrunde legt sowie in 2024 und 2025 auf bereinigten EBIT aufsetzt

Umlaufvermögen

404. Das Umlaufvermögen soll sich im Planungszeitraum von 937,6 Mio. € im Jahr 2025 auf 687,7 Mio. € im Jahr 2026 zunächst reduzieren und anschließend auf 778,8 Mio. € im Jahr 2030 steigen. Da das Jahr 2025 durch die Anpassung der liquiden Mittel im Wesentlichen infolge der Kapitalerhöhung in Höhe von 450 Mio. € geprägt ist, ergibt sich im Jahr 2026 ein entsprechender Rückgang. In den Folgejahren ergibt sich für den Zeitraum von 2026 bis 2030 eine durchschnittliche Wachstumsrate von 3,2%. Der prognostizierte Anstieg ist im Wesentlichen auf die Zunahme der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie der sonstigen Vermögenswerte zurückzuführen.
405. Im Planungszeitraum 2025 bis 2030 wird ein kontinuierlicher Anstieg der Vorräte unterstellt. Ausgehend von einem Bestand in Höhe von 38,6 Mio. € im Jahr 2025 soll sich dieser bis zum Jahr 2030 auf 52,9 Mio. € erhöhen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 6,5% entspricht. Es wird angenommen, dass sich die Vorratsdauer infolge von Effizienzmaßnahmen von 24 Tagen im Jahr 2025 sukzessive auf 20 Tage im Jahr 2030 reduziert.
406. Die Forderungen umfassen im Wesentlichen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und zu einem geringeren Teil Forderungen gegenüber nahestehenden Unternehmen und Personen. Ausgehend von einem Bestand in Höhe von 233,4 Mio. € im Jahr 2025 wird bis zum Jahr 2029 ein Anstieg auf 341,6 Mio. € prognostiziert, was relativ im Einklang mit der Entwicklung der Umsatzerlöse steht. Für das Jahr 2030 ist ein Rückgang auf 296,4 Mio. € vorgesehen. Über den gesamten Planungszeitraum ergibt sich hieraus eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von rund 4,9%. Die Debitorenlaufzeit für die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen soll von 43 Tagen im Jahr 2025 auf 45 Tage im Jahr 2029 ansteigen und anschließend auf 38 Tage im Jahr 2030 sinken. In den Planungsjahren 2027 bis 2029 ist ein Anstieg der DSO zu erwarten, der auf Forderungen im Zusammenhang mit den Kosten des Terminalausbaus der Logistica Giuliana zurückzuführen ist. Mit Abschluss des Ausbaus der Terminalanlagen im Geschäftsjahr 2030 wird ein deutlicher Rückgang der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen prognostiziert. Dabei wird angenommen, dass die Forderungen gegenüber nahestehenden Unternehmen und Personen ausgehend von 29,1 Mio. € im Jahr 2025 auf 23,4 Mio. € im Jahr 2030 sinken. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen innerhalb des Konzerns werden an die entsprechenden Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen angepasst, sodass sich insoweit über die Planungsperiode hinweg lediglich geringfügige Veränderungen ergeben (siehe Kap. 2.4.2 sowie Anlage 5.6).
407. Die liquiden Mittel aus der von der HHLA erhaltenen Planung wurden insoweit angepasst, als der Bilanzposten im Jahr 2025 um 293,7 Mio. € erhöht wurde (siehe Kap. 2.4.2 sowie Anlage 5.6). Es wurde unterstellt, dass über den operativ erforderlichen Mindestkassenbestand hinausgehende, nicht für Investitionen oder die planmäßige Tilgung von Darlehen benötigte Zahlungsmittel in Höhe von bis zu 50% des Jahresüberschusses nach Minderheiten des jeweiligen Geschäftsjahres ausgeschüttet werden, sofern keine Ausschüttungsbeschränkungen bestehen. Vor diesem Hintergrund verringern sich die liquiden Mittel zunächst von 473,7 Mio. € im Geschäftsjahr 2025 auf 66,0 Mio. € im Geschäftsjahr 2029. In der Folge steigen die Zahlungsmittel auf 204,6 Mio. € im Geschäftsjahr 2030 an.
408. Die sonstigen Vermögenswerte bestehen im Wesentlichen aus aktiven latenten Steuern sowie sonstigen kurzfristigen Forderungen und Vermögenswerten. Aus bewertungstechnischer Sicht wurden die aktiven latenten Steuern im Rahmen der Bilanzplanung konstant fortgeschrieben,

da für die Unternehmensbewertung ausschließlich der zahlungswirksame Steueraufwand maßgeblich ist. Ausgehend von einem Bestand von 191,9 Mio. € im Jahr 2025 wird nach einem temporären Rückgang auf 163,9 Mio. € im Jahr 2026 bis zum Jahr 2029 ein weitgehend konstantes Niveau von rund 183,9 Mio. € erwartet. Im Jahr 2030 wird sodann ein deutlicher Anstieg auf 224,9 Mio. € prognostiziert. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate im Zeitraum von 2025 bis 2030 von rund 3,2%. Der Anstieg im Jahr 2030 ist maßgeblich auf die Gesellschaft PLT in Verbindung mit dem Zusammenschluss mit LG zurückzuführen.

Eigenkapital und Verbindlichkeiten

409. Die Passivseite der Bilanz beinhaltet neben den verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten auch Rückstellungen sowie das Eigenkapital, welches sich auf Basis der integrierten Planungsrechnung ableitet. Bei der folgenden Gliederung der Passivseite der Bilanz handelt es sich um eine Bilanzdarstellung zu Bewertungszwecken.

Bilanz: Passiva – Historie und Planungsrechnung 2023-2030

in Mio. €

	Historisch (bereinigt)			Business Plan					CAGR
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2025-30
Eigenkapital	738,1	750,8	1.119,5	1.160,0	1.219,1	1.291,6	1.375,5	1.470,9	5,6%
Sonstige Rückstellungen	75,5	71,6	64,4	68,6	66,8	64,5	64,1	63,8	-0,2%
Abbruchkostenrückstellungen	83,0	86,9	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4	-
Rückstellungen	158,5	158,5	152,7	156,9	155,2	152,8	152,5	152,2	-0,1%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	373,3	612,3	670,9	689,3	845,9	838,5	688,2	714,3	1,3%
Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen	720,6	661,0	736,5	731,2	708,7	673,5	634,6	606,6	-3,8%
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	107,0	119,0	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0	-
Pensionsrückstellungen	353,4	361,6	346,5	363,6	379,9	387,1	391,5	395,5	2,7%
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.554,3	1.753,9	1.875,0	1.905,1	2.055,4	2.020,1	1.835,3	1.837,4	-0,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	101,3	121,3	149,3	134,9	148,7	165,6	164,1	166,5	2,2%
Verbindlichkeiten gegenüber nahestehende Unternehmen	61,6	65,6	34,7	14,5	10,2	17,1	26,8	15,4	-15,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	92,7	118,6	137,8	152,4	158,5	164,1	173,8	176,7	5,1%
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	255,6	305,5	321,7	301,7	317,4	346,8	364,6	358,6	2,2%
Summe Passiva	2.706,4	2.968,7	3.469,0	3.523,7	3.747,0	3.811,4	3.727,8	3.819,1	1,9%

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen

410. Die Passivseite der HHLA entwickelt sich im Planungszeitraum von 3.469,0 Mio. € im Jahr 2025 auf 3.819,1 Mio. € im Jahr 2030. Wesentlicher Treiber dieser Entwicklung sind der kontinuierliche Aufbau des Eigenkapitals infolge der Ergebnisverbesserungen.

Eigenkapital

411. Das Eigenkapital soll sich gemäß Planung von 1.119,5 Mio. € im Jahr 2025 auf 1.470,9 Mio. € im Jahr 2030 erhöhen. Der Anstieg des Eigenkapitals ist im Wesentlichen auf die thesaurierten Teile der erwarteten Jahresüberschüsse zurückzuführen, die infolge der positiv geplanten Ergebnisentwicklung anfallen. Des Weiteren wurde unterstellt, dass über den operativ erforderlichen Mindestkassenbestand hinausgehende, nicht für Investitionen oder die planmäßige Tilgung von Darlehen benötigte Zahlungsmittel in Höhe von bis zu 50% des Jahresüberschusses des jeweiligen Geschäftsjahres ausgeschüttet werden, sofern keine Ausschüttungsbeschränkungen bestehen.

Verzinsliche Verbindlichkeiten

412. Die verzinslichen Verbindlichkeiten der HHLA entwickeln sich im Planungszeitraum insgesamt leicht rückläufig ausgehend von 1.875,0 Mio. € im Jahr 2025 auf 1.837,4 Mio. € im Jahr 2030. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sowie Pensionsrückstellungen sollen leicht ansteigen, während die Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen planmäßig rückläufig sind. Für Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sowie für Leasingverbindlichkeiten werden in der Planungsrechnung Zinssätze in Abhängigkeit von der jeweiligen Restlaufzeit angesetzt. Für Laufzeiten unter fünf Jahren wird ein Zinssatz in Höhe von 3,45% unterstellt. Für Laufzeiten unter fünfzehn Jahren wird ein Zinssatz von 4,35% zugrunde gelegt. Für Laufzeiten von mehr als fünfzehn Jahren wird ein Zinssatz in Höhe von 4,75% angenommen.
413. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sollen im Planungszeitraum von 670,9 Mio. € im Jahr 2025 auf 714,3 Mio. € im Jahr 2030 ansteigen. Für das Jahr 2027 ist eine Nettoaufnahme von Fremdkapitalinstrumenten in Höhe von 156,6 Mio. € vorgesehen. Diese umfasst insbesondere geplante Kreditaufnahmen zur Finanzierung investiver Maßnahmen sowie zur Sicherstellung der Mindestliquidität. Für das Jahr 2029 wird eine Nettotilgung in Höhe von 150,3 Mio. € unterstellt. Diese entfällt im Wesentlichen auf die Tilgung der fünfjährigen Tranche eines Schuldscheindarlehens.
414. Die Leasingverbindlichkeiten sollen im Planungszeitraum von 736,5 Mio. € im Jahr 2025 auf 606,6 Mio. € im Jahr 2030 zurückgehen. Sie umfassen im Wesentlichen langfristige, Miet- und Pachtverträge, insbesondere Terminal sowie Kaimauer-Mietverträge, die eine Laufzeit von bis zu 70 Jahren haben können sowie zu einem geringeren Teil bewegliche Wirtschaftsgüter. Im Planungszeitraum sind keine wesentlichen Neuaktivierungen entsprechender Nutzungsverträge vorgesehen. Aufgrund der im Planungszeitraum rückläufigen Restlaufzeiten der Nutzungsverträge wird, analog zur Entwicklung der Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen, insgesamt ein Rückgang der Leasingverbindlichkeiten erwartet.
415. Die sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten sollen nach der bewertungstechnischen Anpassung (siehe Kap. 2.4.2 sowie Anlage 5.6) im Zeitraum von 2025 bis 2030 auf einem konstanten Niveau von 121 Mio. € verbleiben. Sie umfassen im Wesentlichen nicht von Kreditinstituten ausgereichte Darlehen (u.a. Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen), Put-Optionen der PLT Italy sowie Roland Spedition sowie Gesellschafterdarlehen von Minderheitsgesellschaftern an Mehrheitsbeteiligungen der HHLA.
416. Die Pensionsrückstellungen der HHLA sollen von 346,5 Mio. € im Jahr 2025 sukzessive auf 395,5 Mio. € im Jahr 2030 steigen. Ursache für den Anstieg ist im Wesentlichen die gegenläufige Entwicklung aus dem geschlossenen Betriebsrenten-Tarifvertrag, in dem Inanspruchnahmen von rund 85 Mio. € (2026–2030) die Zinszuführung von rund 34 Mio. € übersteigen, und dem aktiven HHLA-Kapitalplan, der durch Teilnehmerbeiträge von rund 60 Mio. € und Dienstzeitaufwand von rund 20 Mio. € bei Auszahlungen von rund 35 Mio. € sowie Zinszuführungen von rund 36 Mio. € zunimmt.

Unverzinsliche Verbindlichkeiten

417. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten sollen im Planungszeitraum von 321,7 Mio. € im Jahr 2025 auf 358,6 Mio. € im Jahr 2030 leicht ansteigen. Maßgeblicher Treiber ist der Anstieg der sonstigen Verbindlichkeiten. Die in den sonstigen Verbindlichkeiten enthaltenen passiven

latentem Steuern werden, entsprechend der Behandlung der aktiven latenten Steuern, über den gesamten Planungszeitraum konstant fortgeschrieben, da für Bewertungszwecke nur zahlungswirksame Steuern relevant sind.

- 418. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen der HHLA steigen im Planungszeitraum von 149,3 Mio. € im Jahr 2025 auf 166,5 Mio. € im Jahr 2030 an, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von rund 2,2% entspricht.
- 419. Die Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen sollen sich von 34,7 Mio. € im Jahr 2025 auf 14,5 Mio. € im Jahr 2026 verringern und sich anschließend auf 15,4 Mio. € im Jahr 2030 entwickeln.
- 420. Die sonstigen Verbindlichkeiten der HHLA steigen im Planungszeitraum von 137,8 Mio. € im Jahr 2025 auf 176,7 Mio. € im Jahr 2030 an. Diese umfassen zusätzlich die Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeiter i.H.v. 11,8 Mio. €, die aus den sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten umgliedert wurden. Diese Entwicklung reflektiert im Wesentlichen das erwartete Unternehmenswachstum sowie die daraus resultierenden Verpflichtungen gegenüber Mitarbeitern, Sozialversicherungsträgern und sonstigen Dritten.

Rückstellungen

- 421. Die Rückstellungen sollen im Planungszeitraum weitgehend konstant bleiben und sich von 152,7 Mio. € im Jahr 2025 auf 152,2 Mio. € im Jahr 2030 geringfügig verringern. Die Abbruchkostenrückstellungen wurden aus bewertungstechnischer Sicht in der Bilanzplanung konstant fortgeschrieben, da hieraus keine zahlungswirksamen Effekte erwartet werden. Auch die sonstigen Rückstellungen, insbesondere bestehend aus Rückstellungen im Zusammenhang mit Mietvertragsverlängerungen sowie operative Rückstellungen aus Restrukturierungs-, Sanierungs- und Personalmaßnahmen, werden in der Planung relativ konstant gehalten.

2.4.4.8. Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung

- 422. Zur Gewährleistung einer konsistenten Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten wurden die wesentlichen Annahmen und Prämissen der Planungsrechnung analysiert und im Rahmen einer Benchmarking-Analyse mit der Peer Group plausibilisiert. Zudem wurden der Planungsprozess und die Planungstreue analysiert. Die Planungsrechnung wurde mit Ausnahme der in Anhang 5.6. dargestellten Anpassungen übernommen.
- 423. Die geplanten Umsatzerlöse werden überwiegend durch die Segmente Container und Intermodal generiert. Das Segment Container ist grundsätzlich in hohem Maße von der globalen Konjunkturerwicklung sowie internationalen Warenströmen abhängig und steht im intensiven Wettbewerb mit anderen Häfen der sogenannten Nordrange. Das prognostizierte Umsatzwachstum in diesem Segment basiert maßgeblich auf den mit der MSC im BCA vereinbarten Mindestumschlagsmengen. Weitere Umsatzbeiträge, insbesondere aus internationalen Terminals, unterliegen vor dem Hintergrund aktueller geopolitischer Krisen einer erhöhten Planungsunsicherheit. Das geplante Umsatzwachstum im Segment Intermodal soll insbesondere durch den weiteren Ausbau des bestehenden Intermodalnetzwerks im Nord-Ost-Korridor zwischen Hamburg und Osteuropa erreicht werden, wodurch die Attraktivität des Leistungsangebots gesteigert werden soll. Gleichzeitig bestehen Infrastrukturrisiken im europäischen Schienennetz, insbesondere in Deutschland. Baustellen und daraus resultierende

Umleitungen können sich nachteilig auf Produktivität, Kostenstruktur und somit auf die operative Marge auswirken.

424. Im Planungszeitraum wird ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 8,5% unterstellt, das am oberen Ende der Bandbreite der Peer Group sowie deutlich über dem Median der Vergleichsunternehmen liegt. Im Abgleich mit den in Kapitel 2.3.3.4 abgeleiteten Marktwachstumsraten ergibt sich ein differenziertes Bild. Während das geplante Wachstum im Segment Intermodal im Wesentlichen im Einklang mit den prognostizierten Marktentwicklungen steht, übersteigt das Umsatzwachstum im Segment Container die erwarteten Marktwachstumsraten deutlich. Insgesamt ist das geplante Umsatzwachstum als ambitioniert einzustufen und zugleich in erheblichem Maße von externen Einflussfaktoren abhängig.
425. Es wird eine deutliche Verbesserung der EBITDA-Marge im Planungszeitraum unterstellt. Ausgehend von 17,9% im Jahr 2025 soll diese bis zum Jahr 2030 auf 23,4% ansteigen. Während sich der Teilkonzern Hafenlogistik im Jahr 2025 noch im unteren Bereich der Peer-Group-Bandbreite bewegt, wird bis zum Jahr 2030 eine sukzessive Annäherung an den Median der Vergleichsunternehmen sowie dessen anschließende Überschreitung erwartet. Die geplante Margensteigerung basiert auf steigenden Umsatzerlösen in Verbindung mit Effizienzsteigerungen in den Container Terminals infolge eines zunehmenden Automatisierungsgrades. Darüber hinaus sollen Skaleneffekte im Segment Intermodal, insbesondere im Zusammenhang mit dem weiteren Ausbau des Intermodalnetzwerks, zu einer Verbesserung der operativen Profitabilität beitragen.
426. Im Planungszeitraum sinkt die Investitionsquote in Sachanlagen sowie immaterielle Vermögenswerte (exkl. IFRS 16) von 19,8% im Jahr 2025 auf 7,8% im Jahr 2030. Für den Planungszeitraum von 2026 bis 2030 ergibt sich daraus eine durchschnittliche Investitionsquote von 13,7%. Der Rückgang der Investitionsquote bis zum Jahr 2030 ist dabei nicht primär auf eine Abnahme der Erweiterungsinvestitionen zurückzuführen, sondern resultiert überwiegend aus den Zyklen der Ersatzinvestitionen, die insbesondere in der jüngeren Vergangenheit sowie in der Anfangsphase der Planung anfallen. Vor diesem Hintergrund stellt die im Jahr 2030 ausgewiesene Investitionsquote kein nachhaltiges Investitionsniveau dar. Vielmehr sind die genannten Zyklen der Ersatzinvestitionen im Rahmen einer Annualisierung zu berücksichtigen, sodass diese in die Ableitung der nachhaltigen Investitionsquote berücksichtigt werden.
427. Der ROIC steigt im Planungszeitraum von 2,6% im Jahr 2025 auf 7,5% im Jahr 2030. Demgegenüber stehen im Jahr 2030 gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC) von 6,6%, sodass eine Überrendite im Jahr 2030 von 0,9% angenommen wird.
428. Der ROCE steigt im Planungszeitraum von 5,7% im Jahr 2025 auf 10,3% im Jahr 2030. Im Vergleich zu dem von der HHLA ermittelten ROCE von 9,7% für das Jahr 2030 ergeben sich lediglich geringfügige Abweichungen. Diese sind zum einen auf methodische Unterschiede¹⁰⁴ und zum anderen auf bewertungstechnische Anpassungen der Bilanz zurückzuführen.
429. Aufgrund der durchgeführten Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanzplanung, der Benchmarking-Analysen mit der

¹⁰⁴ Der methodische Unterschied besteht darin, dass HHLA zur Ermittlung des ROCE den durchschnittlichen Bestand des eingesetzten Betriebsvermögens heranzieht, während die vorliegend dargestellten Werte auf dem jeweiligen Anfangsbestand des Betriebsvermögens basieren.

Peer Group, der mit dem Vorstand der HHLA geführten Gespräche und der Analyse des Planungsprozesses wird die Planungsrechnung vor dem Hintergrund des geplanten Wachstums der Umsatzerlöse und der geplanten Margensteigerung als ambitioniert, aber plausibel erachtet.

430. Darüber hinaus sind Synergien zwischen der POH und der HHLA entsprechend des BCA bzgl. des Containerumschlags seitens MSC, der Kapitalerhöhung und der Finanzierung der Investitionen bereits in der Planungsrechnung der HHLA wertsteigernd berücksichtigt. Weitere Synergien im Sinne des IDW S 1 bzw. der Rechtsprechung konnten nicht identifiziert werden.

2.4.5. Konvergenz- und Fortführungsphase

431. Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts anhand der Ertragswert- oder DCF-Methode wird bei der Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme, bei Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens, in mindestens zwei Planungsphasen unterschieden. Die erste Phase (Detailplanungsphase) besteht aus einer endlichen Anzahl von Perioden und umfasst i.d.R. drei bis fünf Geschäftsjahre. Zwischen der Detailplanungsphase und der Fortführungsphase kann es zweckmäßig sein, eine weitere Zwischenphase (sog. Konvergenz- oder Grobplanungsphase) zu modellieren.

432. Die DVFA-Empfehlungen teilen den Prognosezeitraum explizit in mindestens zwei Phasen. Die Detailplanungsphase umfasst dabei i.d.R. 3 bis maximal 10 Geschäftsjahre. Hier sind detaillierte Planungen der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und der künftigen bewertungsrelevanten Überschüsse zu beschreiben. In einer sich ggf. direkt daran anschließenden sog. Fortführungs- oder Rentenphase wird für die Ermittlung des Fortführungswerts von einer kontinuierlichen Entwicklung der Unternehmensüberschüsse über einen unendlichen Zeitraum mit einer konstanten Wachstumsrate ausgegangen. Befindet sich das Unternehmen noch in einer Anpassungsphase, z.B. eines noch nicht nachhaltigen Wachstums, sollte vor der Rentenphase eine Konvergenz- bzw. Grobplanungsphase modelliert werden. Auf diese Weise können außerordentliche Effekte in der Planung angepasst und die Planung in nachhaltige Schätzgrößen überführt werden. Dieser Vorgehensweise wurde gefolgt. Dabei wurde zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses zunächst eine Konvergenzphase für den Zeitraum 2031 bis 2034 berücksichtigt und anschließend eine ewige Rente angesetzt.

2.4.5.1. Konvergenzphase

433. Zum Ende der Detailplanungsphase im Jahr 2030 befindet sich der Teilkonzern Hafenlogistik noch nicht in dem für den Ansatz der ewigen Rente erforderlichen eingeschwungenen Zustand. Dies ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass sich zum Ende des Detailplanungszeitraums die Umsatzerlöse und die Investitionen noch nicht auf dem nachhaltig zu erwartenden Niveau befinden. Insbesondere das Sachanlagevermögen ist durch Investitionszyklen geprägt, die in Abhängigkeit von der Altersstruktur der Anlagengüter anfallen und für die Ableitung der ewigen Rente auf ein nachhaltiges Niveau zu überführen sind.

434. Wie bereits in Kapitel 2.4.4.1 dargestellt, wird davon ausgegangen, dass der Teilkonzern Hafenlogistik maßgeblich von einer Steigerung des Containerumschlags infolge der vereinbarten Mindestumschlagsmenge mit MSC sowie vom Ausbau des Intermodalnetzwerks profitiert. Das hieraus resultierende erhöhte Umsatzwachstum ist jedoch als zeitlich begrenzt

zu beurteilen und im Rahmen der Bewertung auf ein nachhaltiges Niveau zu überführen. In der Detailplanung nimmt HHLA eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von rund 8,5% im Zeitraum 2026 bis 2030 an. Diese Wachstumsrate liegt um etwa 3 Prozentpunkte über den erwarteten Wachstumsraten der Peer Group Unternehmen, basierend auf den vorliegenden Analystenschätzungen.

435. In der Konvergenzphase wird die im letzten Detailplanungsjahr 2030 erzielte Wachstumsrate der Umsatzerlöse i.H.v. 5,1% über einen Zeitraum von vier Jahren auf das für die ewige Rente angenommene nachhaltige Niveau von 1,25% überführt.
436. In der Konvergenzphase wird eine konstante Entwicklung der EBITDA-Marge unterstellt. Diese Annahme beruht im Wesentlichen darauf, dass im Segment Container aufgrund des erreichten Automatisierungsgrades von einem stabilen und nachhaltigen Profitabilitätsniveau am Ende der Detailplanungsphase auszugehen ist. Für das Segment Intermodal wird ebenfalls ein nachhaltiges Margenniveau unterstellt. Dies wird mit der fortgeschrittenen Ausbauphase des Netzwerks sowie den bis dahin realisierten Skaleneffekten begründet.
437. In der Konvergenzphase wird die EBITDA-Marge konstant in Höhe von 23,4% angesetzt. Dieser Wert liegt oberhalb des erwarteten Medians der Peer Group für das Jahr 2027, welches das letzte Jahr mit einer hinreichenden Anzahl an Analystenschätzungen darstellt, und zugleich deutlich über dem durchschnittlichen historischen EBITDA-Margenniveau des Teilkonzerns Hafenlogistik in den Jahren 2023 bis 2025 (rd. 18,5%). Auch unter Einbezug eines längeren historischen Betrachtungszeitraums von zehn Jahren (2016 bis 2025) ergibt sich eine durchschnittliche EBITDA-Marge des Teilkonzern Hafenlogistik der HHLA von rd. 19,8%, die ebenfalls signifikant unter dem Niveau des letzten Planjahres liegt. Vor diesem Hintergrund liegt die angesetzte nachhaltige EBITDA-Marge i.H.v. 23,4% über dem langfristigen historischen Durchschnitt und ist als ambitioniert zu bezeichnen.
438. Die Abschreibungen werden von 10,7% der Umsatzerlöse im Jahr 2030 auf ein nachhaltiges Niveau von 10,8% überführt. Dieses Niveau ergibt sich als Differenz zwischen der nachhaltigen Investitionsquote und der nachhaltigen Wachstumsrate und dient der Sicherstellung des nachhaltigen Wachstums des Sachanlagevermögens in der ewigen Rente. In der Folge ergibt sich eine leicht rückläufige EBIT-Marge, die von 12,7% im Jahr 2030 auf 12,6% in der ewigen Rente sinkt.
439. Das nachhaltige Finanzergebnis des Teilkonzerns Hafenlogistik ergibt sich aus der Fortschreibung der verzinslichen Verbindlichkeiten, insbesondere der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, der Leasingverbindlichkeiten sowie der Pensionsrückstellungen. Zudem wird in der Konvergenzphase sowie in der ewigen Rente ein Zinsertrag mit einem Zinssatz von 2,5% auf die liquiden Mittel angenommen. Für die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten werden Forward Rates herangezogen, die auf einer Unternehmenszinsstrukturkurve europäischer Euro-Anleiherenditekurven (Yield-to-Maturity, YTM) basieren. Die Ableitung erfolgt auf Grundlage des in der Konvergenzphase erwarteten Ratings des Teilkonzerns Hafenlogistik, welches sich aus der Fortschreibung der finanziellen Kennzahlen gemäß Planung ergibt. Für die übrigen verzinslichen Verbindlichkeiten werden aufgrund ihres unternehmensspezifischen Charakters, insbesondere im Hinblick auf die Leasingverbindlichkeiten im Zusammenhang mit langfristigen Miet- und Pachtverträgen für Terminals bzw. Kaimauern, die im letzten Detailplanungsjahr 2030 implizierten Zinssätze in die Konvergenzphase sowie in die ewige Rente fortgeschrieben. Somit ergibt sich eine

Verbesserung des Finanzergebnisses von -73,2 Mio. € in 2030 auf -63,9 Mio. € in der ewigen Rente.

440. Die nachhaltige effektive Steuerquote beträgt auf Konzernebene 26,5%. Sie wird in Anlehnung an die vereinfachte Steuerplanung der HHLA unter Berücksichtigung der ab dem Jahr 2028 vorgesehenen schrittweisen Reduzierung des Körperschaftsteuersatzes fortgeschrieben. Die Steuerquote wird auf das IFRS-Ergebnis vor Unternehmenssteuern berechnet. Die Nutzung von steuerlichen Verlustvorträgen in Deutschland in der Konvergenzphase werden separat als Sonderwert berücksichtigt.
441. Das Jahresergebnis der HHLA steigt in der Konvergenzphase mit einer annualisierten Wachstumsrate von 4,6%, und die Nettomarge liegt in der Konvergenzphase zwischen 7,9% und 8,0%.
442. In der Konvergenzphase wird für Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte eine nachhaltige Investitionsquote (exkl. IFRS 16) in Höhe von 11,0% der Umsatzerlöse unterstellt. Diese Annahme steht im Einklang mit dem von der Gesellschaft entwickelten, langfristigen Investitionsplan mit einem Planungshorizont bis zum Jahr 2055. Der langfristige Investitionsplan ist Ausgangspunkt der Ableitung nachhaltiger Investitionen auf Basis der Altersstruktur des Sachanlagevermögens, wobei Reinvestitionen zum Ende der jeweiligen Nutzungsdauern über einen langfristigen Zyklus berücksichtigt werden. Der Barwert der hieraus periodengerecht abgeleiteten Investitionen wird in eine Annuität überführt und barwertäquivalent als nachhaltiges Investitionsniveau angesetzt. Darüber hinaus wird für Vermögenswerte aus Nutzungsrechten im Zusammenhang mit aktivierten Miet- und Pachtverträgen für Flächen der Container Terminals eine nachhaltige Investitionsquote in Höhe von 1,06% angesetzt. Da diese Investitionen nicht Bestandteil des langfristigen Investitionsplans sind, wurden zur Ableitung der Quote die historischen sowie die im Detailplanungszeitraum prognostizierten entsprechenden Mietaufwendungen herangezogen.
443. Das nachhaltige Niveau der Working Capital Posten Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, sowie Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen wird anhand der jeweiligen Kennzahlen Debitorenlaufzeit (DSO) und Kreditorenlaufzeit (DPO) des letzten Jahres der Detailplanung fortentwickelt. Sonstige Vermögenswerte sowie Verbindlichkeiten sind ebenfalls proportional zu den Umsatzerlösen in der Konvergenzphase fortgeschrieben.
444. Die liquiden Mittel in der Konvergenz- und Fortführungsphase ergeben sich aus der integrierten Fortentwicklung der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz sowie unter Berücksichtigung der Dividendenausschüttung. Dabei wird die vollständige Ausschüttung des Jahresüberschusses unter Berücksichtigung der durch den Bilanzgewinn vorgegebenen Ausschüttungsfähigkeit angenommen.
445. Die Entwicklung des Eigenkapitals erfolgt integriert unter Berücksichtigung des Jahresergebnisses der jeweiligen Periode und der Dividendenausschüttungen. Dabei wird in der Vorsteuerrechnung annahmegemäß die über die operative Mindestkasse hinausgehende Liquidität vollständig ausgeschüttet. Zwecks Berücksichtigung der persönlichen Einkommenssteuern bei der Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern wird eine

Ausschüttungsquote von 50% des Jahresergebnisses angenommen. Dies entspricht der Ausschüttungsquote der Peer Group.

446. Der ROCE wird im letzten Konvergenzjahr 2034 auf 10,8% überführt. Damit liegt der ROCE über dem WACC von 6,7% und weist folglich eine Überrendite auf, die sich aus der Fortschreibung der Planung der HHLA ergibt. Zudem liegt der ROCE deutlich oberhalb der im Geschäftsbericht 2025 kommunizierten Zielvorgabe der HHLA von 8,5%. Hieraus lässt sich ableiten, dass die Planung der HHLA insgesamt als ambitioniert einzustufen ist.
447. Der Bewertungsstandard IDW S 1 sieht vor, dass die Kapitalstruktur grundsätzlich anhand der zum Bewertungsstichtag dokumentierten Managementplanung abzubilden ist. Diese Kapitalstruktur wird in der Konvergenzphase beibehalten. Zum Ende der Konvergenz bestehen insofern verzinsliche Verbindlichkeiten von rd. 1.837,4 Mio. €, die sich aus Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, Leasingverbindlichkeiten, sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten sowie Pensionsrückstellungen zusammensetzen. Während der Planungsperiode bleiben die verzinslichen Verbindlichkeiten weitgehend konstant, da die Unternehmensplanung im Wesentlichen durch eine Kapitalerhöhung in Höhe von 450 Mio. € sowie durch generierte Cashflows finanziert wird. Es liegen keine Anhaltspunkte dafür vor, dass die Überführung der Unternehmensplanung in einen nachhaltigen eingeschwungenen Zustand nicht vollständig durch unternehmensinterne Cashflows finanziert werden kann. Zudem liegt das Verhältnis der verzinslichen Verbindlichkeiten zum EBITDA am Ende der Planungsperiode innerhalb der mittleren Bandbreite der Peer Group. Vor diesem Hintergrund wird die Planung der verzinslichen Verbindlichkeiten in der Konvergenzphase grundsätzlich auf konstantem Niveau fortgeführt. Im letzten Jahr der Konvergenzphase („Bridge“) sowie in der Fortführungsphase erfolgt eine Fortschreibung der verzinslichen Verbindlichkeiten entsprechend der langfristigen Wachstumsrate.
448. Insgesamt wurde bei Ableitung der finanziellen Überschüsse sichergestellt, dass lediglich die für den Cashflow relevanten Bilanzposition einer wachstumsbedingten Thesaurierung unterliegen. Dies betrifft insbesondere den Goodwill, die Abbruchkostenrückstellungen sowie die latenten Steuern, welche nicht in die Thesaurierung eingehen.

2.4.5.2. Fortführungsphase

449. Bei der Planungsrechnung der HHLA handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Fortführungsphase muss auf nominales Wachstum abgestellt werden. Dieses setzt sich ökonomisch aus Preissteigerungen bzw. inflationsbedingtem Wachstum und realem Wachstum zusammen. Reales Wachstum wiederum kann Mengenwachstum und Struktureffekte (Produktmixverschiebungen) beinhalten. In der Bewertungspraxis wird im Kontext der Abfindungsermittlung anhand der Ertragswertmethode nach persönlichen Steuern bei der Prognose der Fortführungsphase regelmäßig ausschließlich von inflationsbedingtem Wachstum ausgegangen.
450. Die Berücksichtigung von realem Wachstum über die Detailplanungsphase hinaus erfolgt häufig nicht. Da für die Schätzung der nachhaltigen Wachstumsrate jedoch die nominale Branchenwachstumsrate und die Marktposition des Unternehmens relevant ist, ist es notwendig, zur Schätzung der nachhaltigen, nominalen Wachstumsrate neben preisbedingtem Wachstum auch andere Komponenten, wie beispielsweise die Möglichkeit zur Weitergabe von

Preissteigerungen an Kunden oder die Entwicklung und Zukunftsaussichten der relevanten Absatzmärkte, einzubeziehen. Der Teilkonzern Hafenlogistik agiert in einem Marktumfeld, das durch intensiven Wettbewerb mit anderen Nordrange-Häfen sowie daraus resultierende Preiskämpfe geprägt ist. Auf der Kundenseite dominieren überwiegend große Reedereien, die über eine hohe Verhandlungsmacht verfügen und ihre Umschlagsvolumina gezielt zwischen den konkurrierenden Häfen steuern können. Zudem ist festzustellen, dass mit der Automatisierung der Container Terminals erhöhte Instandhaltungs- und Investitionskosten einhergehen. Vor diesem Hintergrund ist die Möglichkeit, Preissteigerungen vollständig und unmittelbar an die Endkunden weiterzugeben, nur eingeschränkt gegeben.

451. Zum Bewertungsstichtag ist die HHLA in mehr als 15 verschiedenen Ländern tätig und realisierte im Jahr 2025 Umsatzerlöse überwiegend in europäischen Ländern, die den Euro als Hauptwährung haben. Da auch die Planung des Bewertungsobjekts in Euro erfolgt, muss in Bezug auf die Inflationsannahmen ebenfalls auf diese Währung abgestellt werden. Die EZB verfolgt ein Inflationsziel von 2,0% für Europa. In der jüngeren Vergangenheit war zu beobachten, dass die Inflation auf einem höheren Niveau lag, sich aber laut Erwartung des IWF wieder normalisieren sollte, sodass langfristig eine Inflationsrate von rd. 2% angemessen scheint und auf dem Niveau des durch die Zentralbanken angegebenen Zielwerts liegt. Eine einleitende Analyse hierzu wurde bereits im Kapitel ‚Makroökonomische Situation und Ausblick‘ vorgenommen. Für die relevanten Absatzmärkte der HHLA wird beispielsweise für das Jahr 2030 eine Preissteigerung von 2,1% in der Europäischen Union, 2,2% in Deutschland, 2,0% in China sowie 2,0% in Japan prognostiziert. Hierbei können zukünftige Krisenphasen und exogene Schocks auftreten, die nicht unmittelbar in den dargestellten Prognosen berücksichtigt werden können und die Wachstumserwartungen dämpfen (vgl. Kapitel 2.3.3.3).
452. Bis zum Ende der Konvergenzphase im Jahr 2034 wird für die Umsatzerlöse eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 5,9% unterstellt, die oberhalb der Prognosen für das relevante Marktumfeld liegt. Diese überdurchschnittliche Entwicklung ist im Wesentlichen auf die vereinbarten Mindestumschlagsmengen mit MSC sowie auf den weiteren Ausbau des Intermodalnetzwerkes zurückzuführen. Langfristig wird kein mengenbasiertes Umsatzwachstum erwartet. Hintergrund sind insbesondere die flächenmäßige Begrenzung der Container Terminalkapazitäten, der intensive Wettbewerb innerhalb der Nordrange, geopolitische Unsicherheiten sowie bestehende Infrastrukturengpässe im europäischen Schienennetz. Vor diesem Hintergrund bestehen strukturell nur noch begrenzte Wachstumspotenziale. Es ist daher davon auszugehen, dass die im Planungszeitraum unterstellten Wachstumsraten langfristig nicht nachhaltig fortgeschrieben werden können. Es ist zudem sachgerecht anzunehmen, dass potenzielle Effizienzsteigerungen künftig nicht mehr zu einer dauerhaften Ausweitung der operativen Margen führen, sondern primär der Kompensation von Wettbewerbs- und Preisdruck dienen und damit der Sicherung der bestehenden Marktposition.
453. Angesichts der dargestellten makroökonomischen Rahmenbedingungen, der Wettbewerbsintensität in den Segmenten Container und Intermodal sowie der anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten erscheint langfristig eine nachhaltige, inflationsinduzierte Wachstumsrate von 1,25% p.a. für die HHLA als angemessen. Modelltechnisch wird die nachhaltige Wachstumsrate von 1,25% erst ab dem Jahr 2034 angesetzt, sodass die implizite effektive Wachstumsrate ab dem Jahr 2031 deutlich höher liegt.

2.4.6. Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber

Gewinn- und Verlustrechnung der HHLA

in € Mio.

	Historisch (bereinigt)			Business Plan					Konvergenz				TV	CAGR
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034		2025-30
Umsatzerlöse	1.408,9	1.561,7	1.718,8	1.934,9	2.096,7	2.264,4	2.462,6	2.588,5	2.695,8	2.781,5	2.843,1	2.878,6	2.914,6	8,5%
Wachstum in %	-	10,8%	10,1%	12,6%	8,4%	8,0%	8,8%	5,1%	4,1%	3,2%	2,2%	1,3%	1,3%	
Bestandsveränderung	0,5	0,3	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andere aktivierte Eigenleistungen	5,5	6,7	9,1	2,8	3,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-47,0%
Materialaufwand	-476,5	-547,9	-586,8	-683,6	-734,0	-803,0	-911,6	-959,7	-999,5	-1.031,2	-1.054,1	-1.067,3	-1.080,6	10,3%
Personalaufwand	-537,7	-574,5	-672,1	-740,4	-749,3	-781,7	-810,5	-845,6	-880,6	-908,6	-928,7	-940,4	-952,1	4,7%
Sonstige betriebliche Erträge	45,8	41,9	52,6	59,1	42,1	41,3	35,5	35,8	37,3	38,5	39,3	39,8	40,3	-7,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-190,0	-183,7	-210,2	-203,3	-193,9	-200,7	-210,3	-213,9	-222,7	-229,8	-234,9	-237,9	-240,8	0,4%
EBITDA	256,5	304,5	308,4	369,5	464,6	520,7	566,1	605,5	630,7	650,7	665,1	673,4	681,8	14,4%
in % der Umsatzerlöse	18,2%	19,5%	17,9%	19,1%	22,2%	23,0%	23,0%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	
Abschreibungen	-169,1	-165,6	-166,3	-190,9	-221,0	-238,2	-257,7	-275,8	-288,6	-299,2	-307,8	-311,6	-315,5	10,6%
EBIT	87,4	138,9	142,1	178,6	243,6	282,4	308,3	329,7	342,1	351,5	357,3	361,8	366,3	18,3%
in % der Umsatzerlöse	6,2%	8,9%	8,3%	9,2%	11,6%	12,5%	12,5%	12,7%	12,7%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	
Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-48,2	-48,1	-59,1	-64,5	-74,3	-77,9	-78,0	-73,2	-60,6	-61,6	-62,3	-63,1	-63,9	4,4%
Außerordentliches Ergebnis	5,5	-21,1	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Erträge aus Beteiligungen	4,9	7,0	7,5	2,5	2,1	3,2	5,6	7,7	8,0	8,2	8,4	8,5	8,6	0,5%
Ergebnis vor Ertragsteuern	49,6	76,7	93,1	116,5	171,5	207,7	235,9	264,1	289,5	298,1	303,4	307,2	311,0	23,2%
Ertragsteuern	-18,5	-29,8	-70,0	-35,6	-53,4	-62,6	-68,2	-73,3	-77,5	-76,8	-78,1	-79,1	-80,1	0,9%
Effektive Steuerquote (in %)*	41,4%	42,7%	56,7%	31,2%	31,5%	30,6%	29,6%	28,6%	27,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-18,5	-29,8	-48,6	-35,6	-53,4	-62,6	-68,2	-73,3	-77,5	-76,8	-78,1	-79,1	-80,1	
Wertberichtigungen auf latente Steuern	-	-	-21,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Jahresergebnis	31,1	46,9	23,0	80,9	118,1	145,1	167,7	190,8	212,0	221,3	225,3	228,1	230,9	52,6%
in % der Umsatzerlöse	2,2%	3,0%	1,3%	4,2%	5,6%	6,4%	6,8%	7,4%	7,9%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%	
Auf Minderheiten entfallendes Ergebnis	22,4	23,9	21,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

* ohne Erträge aus Beteiligungen und Wertberichtigungen auf latente Steuern

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Bilanz der HHLA - Aktivseite

in € Mio.

	Historisch (bereinigt)			Business Plan					Konvergenz				TV	CAGR
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034		2025-30
Immaterielle Vermögensgegenstände	182,3	223,5	238,9	265,6	268,6	261,0	254,4	270,1	271,7	273,8	276,1	278,4	280,7	2,5%
Sachanlagen	1.899,6	1.963,2	2.246,1	2.461,6	2.665,1	2.754,8	2.717,2	2.653,0	2.618,7	2.617,0	2.649,7	2.682,8	2.716,4	3,4%
Finanzanlagen	57,1	60,0	46,3	108,8	112,8	112,3	113,7	117,2	121,8	125,4	128,1	129,7	131,3	20,4%
Anlagevermögen	2.139,1	2.246,7	2.531,3	2.836,0	3.046,4	3.128,1	3.085,3	3.040,3	3.012,2	3.016,3	3.053,9	3.090,9	3.128,3	3,7%
Vorräte	34,4	37,9	38,6	41,9	44,1	47,1	51,0	52,9	55,1	56,8	58,1	58,8	59,6	6,5%
Forderungen	171,8	195,9	233,4	226,9	275,1	297,8	341,6	296,4	308,7	318,5	325,6	329,7	333,8	4,9%
Liquide Mittel	174,6	230,0	473,7	255,1	211,7	162,6	66,0	204,6	209,0	215,6	220,4	223,2	225,9	-15,5%
Sonstige Vermögenswerte	186,6	258,2	191,9	163,9	169,7	175,8	183,9	224,9	230,5	235,0	238,2	240,1	242,0	3,2%
Umlaufvermögen	567,4	722,0	937,6	687,7	700,6	683,3	642,5	778,8	803,3	826,0	842,3	851,7	861,3	-3,6%
Summe Aktiva	2.706,4	2.968,7	3.469,0	3.523,7	3.747,0	3.811,4	3.727,8	3.819,1	3.815,5	3.842,3	3.896,2	3.942,6	3.989,6	1,9%

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Bilanz der HHLA - Passivseite

in € Mio.

	Historisch (bereinigt)			Business Plan					Konvergenz				TV	CAGR
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034		2025-30
Eigenkapital	738,1	750,8	1.119,5	1.160,0	1.219,1	1.291,6	1.375,5	1.470,9	1.451,4	1.465,4	1.510,2	1.528,4	1.546,8	5,6%
Sonstige Rückstellungen	75,5	71,6	64,4	68,6	66,8	64,5	64,1	63,8	66,5	68,6	70,1	71,0	71,9	-0,2%
Abbruchkostenrückstellungen	83,0	86,9	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4	-
Rückstellungen	158,5	158,5	152,7	156,9	155,2	152,8	152,5	152,2	154,9	157,0	158,5	159,4	160,2	-0,1%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	373,3	612,3	670,9	689,3	845,9	838,5	688,2	714,3	714,3	714,3	714,3	723,2	732,3	1,3%
Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen	720,6	661,0	736,5	731,2	708,7	673,5	634,6	606,6	606,6	606,6	606,6	614,2	621,9	-3,8%
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	107,0	119,0	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0	122,5	124,0	-
Pensionsrückstellungen	353,4	361,6	346,5	363,6	379,9	387,1	391,5	395,5	395,5	395,5	395,5	400,5	405,5	2,7%
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.554,3	1.753,9	1.875,0	1.905,1	2.055,4	2.020,1	1.835,3	1.837,4	1.837,4	1.837,4	1.837,4	1.860,4	1.883,6	-0,4%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	101,3	121,3	149,3	134,9	148,7	165,6	164,1	166,5	173,4	178,9	182,9	185,2	187,5	2,2%
Verbindlichkeiten gegenüber nahestehende Unternehmen	61,6	65,6	34,7	14,5	10,2	17,1	26,8	15,4	16,0	16,6	16,9	17,1	17,3	-15,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	92,7	118,6	137,8	152,4	158,5	164,1	173,8	176,7	182,4	187,0	190,2	192,1	194,1	5,1%
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	255,6	305,5	321,7	301,7	317,4	346,8	364,6	358,6	371,9	382,5	390,1	394,5	398,9	2,2%
Summe Passiva	2.706,4	2.968,7	3.469,0	3.523,7	3.747,0	3.811,4	3.727,8	3.819,1	3.815,5	3.842,3	3.896,2	3.942,6	3.989,6	1,9%

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Wesentliche Kennzahlen und Werttreiber der HHLA

in € Mio.

	Historisch (bereinigt)			Business Plan					Konvergenz				TV
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Umsatzerlöse	1.408,9	1.561,7	1.718,8	1.934,9	2.096,7	2.264,4	2.462,6	2.588,5	2.695,8	2.781,5	2.843,1	2.878,6	2.914,6
Wachstum in %		10,8%	10,1%	12,6%	8,4%	8,0%	8,8%	5,1%	4,1%	3,2%	2,2%	1,3%	1,3%
EBITDA	256,5	304,5	308,4	369,5	464,6	520,7	566,1	605,5	630,7	650,7	665,1	673,4	681,8
in % der Gesamtleistung	18,2%	19,5%	17,9%	19,1%	22,2%	23,0%	23,0%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%
EBIT	87,4	138,9	142,1	178,6	243,6	282,4	308,3	329,7	342,1	351,5	357,3	361,8	366,3
in % der Gesamtleistung	6,2%	8,9%	8,3%	9,2%	11,6%	12,5%	12,5%	12,7%	12,7%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%
Jahresergebnis	31,1	46,9	23,0	80,9	118,1	145,1	167,7	190,8	212,0	221,3	225,3	228,1	230,9
in % der Gesamtleistung	2,2%	3,0%	1,3%	4,2%	5,6%	6,4%	6,8%	7,4%	7,9%	8,0%	7,9%	7,9%	7,9%
NOPLAT	57,3	71,4	65,9	123,2	167,3	199,2	222,0	241,8	257,4	268,3	272,8	276,2	279,7
in % der Gesamtleistung	4,1%	4,6%	3,8%	6,4%	8,0%	8,8%	9,0%	9,3%	9,5%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Anlagevermögen	2.139,1	2.246,7	2.531,3	2.836,0	3.046,4	3.128,1	3.085,3	3.040,3	3.012,2	3.016,3	3.053,9	3.090,9	3.128,3
Wachstum in %		5,0%	12,7%	12,0%	7,4%	2,7%	-1,4%	-1,5%	-0,9%	0,1%	1,2%	1,2%	1,2%
Umschlagshäufigkeit		0,7x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,8x	0,8x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x
Brutto-Investitionen (CAPEX) (inkl. Nutzungsrechte)	-270,4	-464,7	-433,1	-427,4	-320,4	-213,5	-227,3	-255,9	-299,7	-342,7	-347,0	-347,0	-351,4
in % der Gesamtleistung	-17,3%	-27,0%	-22,4%	-22,4%	-20,4%	-14,1%	-8,7%	-8,8%	-9,5%	-10,8%	-12,1%	-12,1%	-12,1%
CAPEX Immaterielle Vermögenswerte & Sachanlagen	-263,5	-340,2	-391,5	-398,1	-305,0	-199,9	-201,9	-228,8	-271,0	-312,7	-316,7	-320,6	-320,6
in % der Gesamtleistung	-16,9%	-19,8%	-20,2%	-19,0%	-13,5%	-8,1%	-7,8%	-8,5%	-9,7%	-11,0%	-11,0%	-11,0%	-11,0%
Net Working Capital	153,4	258,0	463,1	229,1	228,0	183,6	125,4	268,0	276,6	286,6	293,8	297,9	302,1
Wachstum in %		68,2%	79,5%	-50,5%	-0,4%	-19,5%	-31,7%	113,7%	3,2%	3,6%	2,5%	1,4%	1,4%
Umschlagshäufigkeit		10,2x	6,7x	4,2x	9,2x	9,9x	13,4x	20,6x	10,1x	10,1x	9,9x	9,8x	9,8x
Investiertes Kapital (aktivisch)	2.292,4	2.504,7	2.994,5	3.065,0	3.274,5	3.311,7	3.210,8	3.308,3	3.288,8	3.302,8	3.347,6	3.388,7	3.430,4
Wachstum in %		9,3%	19,6%	2,4%	6,8%	1,1%	-3,0%	3,0%	-0,6%	0,4%	1,4%	1,2%	1,2%
Umschlagshäufigkeit		0,7x	0,7x	0,6x	0,7x	0,7x	0,7x	0,8x	0,8x	0,8x	0,9x	0,9x	0,9x
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.554,3	1.753,9	1.875,0	1.905,1	2.055,4	2.020,1	1.835,3	1.837,4	1.837,4	1.837,4	1.837,4	1.860,4	1.883,6
Verzinsliche Verbindlichkeiten/EBITDA	6,1x	5,8x	6,1x	5,2x	4,4x	3,9x	3,2x	3,0x	2,9x	2,8x	2,8x	2,8x	2,8x
Fremdkapitalquote (zu Buchwerten)	57,4%	59,1%	54,0%	54,1%	54,9%	53,0%	49,2%	48,1%	48,2%	47,8%	47,2%	47,2%	47,2%
Eigenkapital (Buchwert) EOP	738,1	750,8	1.119,5	1.160,0	1.219,1	1.291,6	1.375,5	1.470,9	1.451,4	1.465,4	1.510,2	1.528,4	1.546,8
Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) zu Buchwerten		6,1%	5,7%	6,0%	7,9%	8,6%	9,3%	10,3%	10,3%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%
Eigenkapitalrendite (ROE) zu Buchwerten		6,4%	3,1%	7,2%	10,2%	11,9%	13,0%	13,9%	14,4%	15,2%	15,4%	15,1%	15,1%
Verschuldete Eigenkapitalkosten				11,1%	10,6%	10,6%	10,2%	9,7%	9,7%	9,8%	9,8%	9,7%	9,6%
Differenz ROE - Verschuldete Eigenkapitalkosten (zu Buchwerten)				-3,9%	-0,5%	1,3%	2,7%	4,2%	4,7%	5,4%	5,6%	5,4%	5,5%

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

2.5. Kapitalkosten

454. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftig zu erwartenden finanziellen Überschüsse mit geeigneten Kapitalkosten auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Diese werden aus dem (erwarteten) Ertrag und dem Preis der im Vergleich zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung gebildet. Ökonomisch gesehen bilden die Kapitalkosten die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteilen vergleicht. Die Kapitalkosten repräsentieren dann die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.¹⁰⁵
455. Für die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 wird der Cashflow to Equity-Ansatz der DCF-Methode verwendet. Dabei werden die finanziellen Überschüsse bzw. der Cashflow to Equity vor persönlichen Steuern unter Anwendung der mittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1 angewendet.
456. Im Rahmen der Ertragswert-Methode wird der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern auf Grundlage der unmittelbaren Typisierung nach IDW S 1 ermittelt.
457. Grundlage für diese Wertermittlung sind jeweils die den Eigenkapitalgebern zufließenden finanziellen Überschüsse. Demnach werden die den Eigenkapitalgebern zufließenden finanziellen Überschüsse mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten diskontiert, die den durchschnittlichen Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber entsprechen.

2.5.1. Eigenkapitalkosten

458. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern werden periodenspezifisch folgendermaßen bestimmt:

$$r_{EK}^{V;nSt} = r_{f(n.pers.Steuern)} + \beta_V \times MRP_{(n.pers.Steuern)}$$

mit

$r_{EK}^{V;nSt}$: Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern

$r_{f(n.pers.Steuern)}$: Risikoloser Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)

β_V : Verschuldeter Betafaktor („levered Betafaktor“)

$MRP_{(n.pers.Steuern)}$: Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)

¹⁰⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 108 ff.

459. Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolien) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikoprämie zerlegen. Die Ermittlung der Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern erfolgt mit entsprechenden Vorsteuer-Größen.

2.5.1.1. Basiszinssatz

460. Der Basiszinssatz repräsentiert die Rendite einer (quasi) risikofreien und fristadäquaten Anlage. Für die Schätzung des Basiszinssatzes kann eine Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen zugrunde gelegt werden, da die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten, fristadäquaten Zerobondfaktoren die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz gewährleisten. Die Zinsstruktur zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko.

461. Zur Schätzung der Zinsstrukturkurve¹⁰⁶ kann auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank oder der EZB zurückgegriffen werden. Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve ist grundsätzlich für jedes Jahr mit dem entsprechenden laufzeitadäquaten Zinssatz zu diskontieren. Alternativ kann aus der Zinsstrukturkurve auch ein einheitlicher Basiszinssatz über den gesamten Zeitraum, d.h. beginnend mit dem ersten Jahr, berechnet und verwendet werden (sog. barwertäquivalenter Zins).

462. Auf dieser Grundlage gehen wir unter Verwendung der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zum Bewertungsstichtag von einem einheitlichen Basiszinssatz von gerundet 3,5% vor persönlichen Steuern aus.

463. Nach Berücksichtigung der Abgeltungsteuer i.H.v. 25% und des Solidaritätszuschlags i.H.v. 5,5% ergibt sich ein einheitlicher Basiszinssatz nach persönlichen Steuern von 2,58%.

2.5.1.2. Risikozuschlag

464. Bei der Ermittlung eines Unternehmenswerts ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das Verhalten des Gesamtmarkts abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die für die Übernahme dieses Risikos geforderte Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Das Capital Asset Pricing Model („CAPM“) stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erklärt werden.

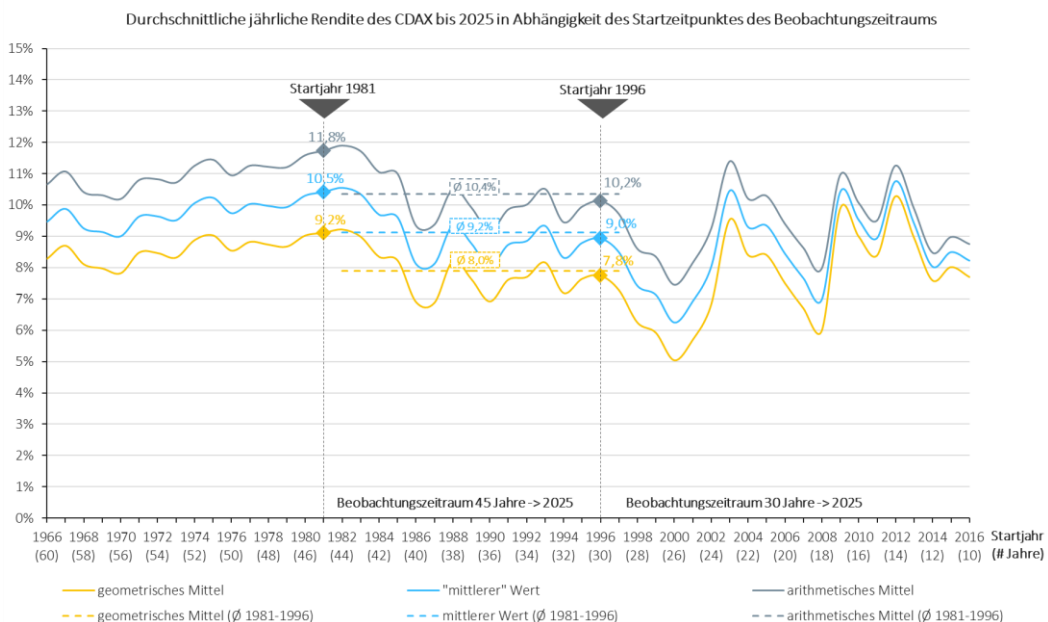
465. In Bezug auf die Kapitalkosten nach persönlichen Steuern wird auf das sog. „Tax-CAPM“ abgestellt. Hier ist neben dem risikolosen Basiszins auch die Marktrisikoprämie in eine Größe nach persönlichen Steuern zu überführen.

¹⁰⁶ Schätzung anhand der Svensson-Methode.

Marktrisikoprämie

466. Die Marktrisikoprämie wird als Differenz zwischen dem Erwartungswert der langfristigen Renditen eines Marktportfolios, bestehend aus riskanten Wertpapieren, und dem zum Bewertungsstichtag aktuellen risikolosen Basiszinssatz, der durch die risikofreie Verzinsung von Staatsanleihen repräsentiert wird, definiert.
467. Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Anleihen. Historisch beobachtbare Gesamtrenditen für ein Marktportfolio bewegen sich – in Abhängigkeit vom Betrachtungszeitraum und der Art der Mittelwertbildung – langfristig in einer Bandbreite von 9,0% bis 10,5% vor persönlichen Steuern.¹⁰⁷

Durchschnittliche jährliche Rendite des CDAX bis 2025 in Abhängigkeit des Startzeitpunktes des Beobachtungszeitraums



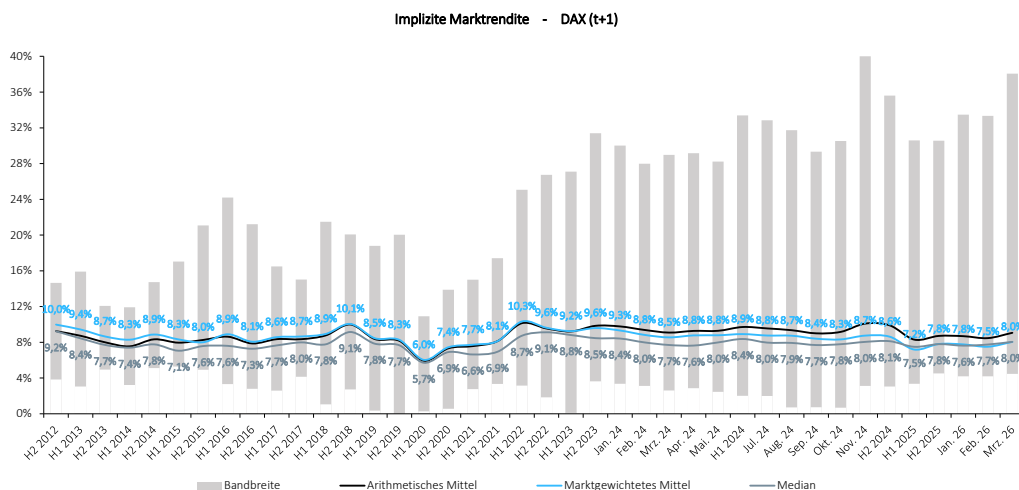
Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

468. Da historische berechnete Gesamtrenditen abhängig vom Betrachtungszeitraum sind und historische Zeitreihen unter anderem durch die Finanzmarktkrise seit 2007 sowie die anschließende Niedrigzinsphase beeinflusst sind, können hier Sensitivitäten in den Ergebnissen entstehen. Daher können zudem anhand der Schätzungen von Analysten historische implizite Marktrenditen abgeleitet werden. Diese basieren auf der Marktkapitalisierung der Unternehmen und den Ergebnisprognosen der Analysten, wobei hier unterschiedliche Prognosen für die Perioden verwendet werden können. Dabei bezieht sich die Prognose t+1 auf das jeweils aktuelle Geschäftsjahr (Einperiodenmodell) und die Prognose t+2 auf das darauffolgende Geschäftsjahr.

¹⁰⁷ Eigene Analyse unter Berücksichtigung des CDAX als Marktportfolio und verschiedener Laufzeiten.

469. Auf Basis der Prognose t+1 liegt die implizite Markttrendite im Zeitraum H2 2012 bis zum Bewertungsstichtag für den DAX¹⁰⁸ im marktwertgewichteten Durchschnitt in einer Bandbreite von 6,0% bis 11,1% vor persönlichen Steuern mit einem langfristigen Durchschnittswert von 8,4%. Im Zeitraum der letzten zwei Jahre von März 2024 bis März 2026 beträgt die implizite Markttrendite im Durchschnitt 8,0%.

Implizite Markttrendite – DAX (t+1)



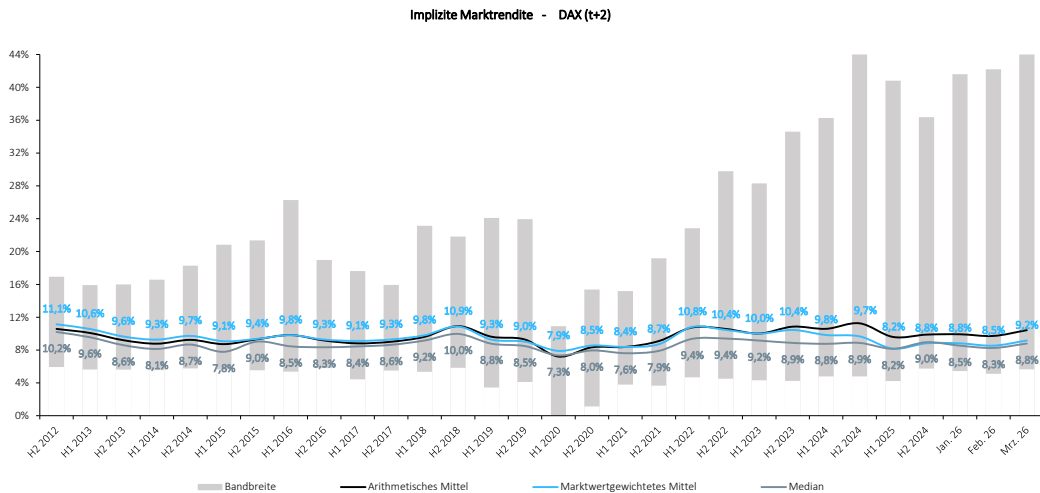
Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

470. Dabei traten die niedrigen impliziten Renditen von 6,0% bis 8,1% in den Jahren 2020 und 2021 aufgrund der COVID-19-Einflüsse auf. Die vergleichsweise hohen impliziten Renditen in H1 2022 sind auf den Beginn des Russland-Ukraine-Konfliktes zurückzuführen. Seit dem 2. Halbjahr 2022 verhielten sich die impliziten Markttrenditen relativ stabil. Außerdem ist die Bandbreite der impliziten Renditen gegenüber den Zeiträumen vor COVID-19-Pandemie ausgeweitet, was für eine Zunahme der wirtschaftlichen Risiken spricht.

¹⁰⁸ Eigene Analyse von ValueTrust. Hinweis: Da für die Unternehmen des CDAX keine ausreichenden Analystenprognosen vorlagen, wurde hier auf den DAX abgestellt.

471. Da die Analystenschätzung t+1 von sehr kurzfristigen konjunkturellen Entwicklungen geprägt sein können, werden nachfolgend die impliziten Markttrenditen über den Zeitraum t+2 dargestellt:

Implizite Markttrendite – DAX (t+2)



Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

472. Die implizite Markttrendite für den Prognosezeitraum t+2 liegt im März 2026 bei 9,2%, wobei sich der Verlauf der impliziten Renditen im letzten Jahr mit denen des Zeitraums t+1 deckt. Im Zeitraum März 2024 bis März 2026 beträgt die implizite Markttrendite t+2 im Durchschnitt 8,9%. Der langfristige Durchschnitt des marktwertgewichteten Mittels seit 2012 für den Prognosezeitraum t+2 liegt bei rd. 9,3%.

473. Die Einbeziehung der Unternehmen des MDAX in das Modell der impliziten Markttrendite bestätigt die für den DAX vorgenommenen Analysen. Die impliziten Renditen auf Basis der Analystenschätzungen für den DAX und MDAX für t+1 liegen seit März 2024 im marktwertgewichteten Durchschnitt in einer Bandbreite von 6,9% bis 8,8% vor persönlichen Steuern. Im Zeitraum März 2024 bis März 2026 betrug die marktwertgewichtete Rendite im Durchschnitt 7,9% im Einperiodenmodell. Für den Prognosezeitraum t+2 ergeben sich Werte von 8,0% bis 9,8% als Bandbreite und im Zeitraum März 2024 bis März 2026 ein Durchschnitt von 8,9%. Aus diesen Analysen ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass Investoren in Zukunft eine andere Gesamttrendite fordern.

474. Nach Abzug des risikolosen Basiszinssatzes vor persönlichen Steuern von 3,5% ergibt sich auf Basis der historischen Aktienrenditen von 9,0% bis 10,5% eine historische Marktrisikoprämie von rd. 5,5% bis 7,0%. Dagegen deuten die aktuellen impliziten Renditen im März 2026 auf eine implizite Marktrisikoprämie von DAX und MDAX in einer Bandbreite von rd. 4,5% bis 5,5% hin. Angesichts der geopolitischen Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Ukraine Konflikt, der Konflikte im Nahen Osten, der erhöhten Volatilität an den Aktienmärkten im Zusammenhang mit dem Liberation Day am 2. April 2025 sowie der Unsicherheiten bzgl. internationale Handelskonflikte und Zollpolitik erscheint derzeit eine Orientierung an dem langfristigen historischen Durchschnitt der Marktrisikoprämie als Schätzer für den langfristigen Risikozuschlag des Marktportfolios angemessen.

475. Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW („FAUB“) empfiehlt aufgrund eigener Untersuchungen zu historischen und impliziten Marktrisikoprämien in seiner Empfehlung vom 22. September 2025 eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 5,25% bis 6,75%.¹⁰⁹ Für die Nachsteuerbetrachtung empfiehlt der FAUB eine Bandbreite von 4,5% bis 5,75%.
476. Anhand der von uns durchgeführten Kapitalmarktuntersuchungen ist eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 6,0% und eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,125% als angemessen zu betrachten. Dies korrespondiert mit der aktuellen Empfehlung des FAUB. In der Praxis der Unternehmensbewertung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ist es verbreitet, den Mittelwert der empfohlenen IDW-Bandbreite zu verwenden. In den nachfolgenden Wertableitungen wird daher eine Marktrisikoprämie von 6,0% vor persönlichen Steuern und von 5,125% nach persönlichen Steuern angewendet.
477. Auch wenn eine niedrigere Marktrisikoprämie zum aktuellen Zeitpunkt nicht sachgerecht ist, wird höchstvorsorglich in einer Sensitivitätsberechnung eine Marktrisikoprämie von 5,25% vor persönlichen Steuern bzw. 4,5% nach persönlichen Steuern verwendet.
478. Angesichts der erhöhten Volatilität der DAX-Aktien im Zusammenhang mit dem *Liberation Day* sowie den anhaltenden geopolitischen Spannungen, insbesondere in der Ukraine und im Nahen Osten, ist derzeit davon auszugehen, dass eine langfristige historische Betrachtung der Marktrisikoprämie gegenüber einer rein impliziten Ableitung vorzugswürdig ist, um den langfristigen Risikozuschlag für das Marktportfolio verlässlich zu bestimmen. Vor diesem Hintergrund erscheint eine Marktrisikoprämie von 6,0% vor persönlichen Steuern bzw. 5,125% nach persönlichen Steuern als Mittelwert der FAUB-Bandbreite derzeit angemessen.

Betafaktor

479. Die im vorherigen Abschnitt diskutierte Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmensspezifische Risiko wird nach dem (Tax-)CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt.
480. Da die HHLA ein börsennotiertes Unternehmen ist, könnte zur Schätzung eines angemessenen Betafaktors zunächst der Eigenbetafaktor herangezogen werden, sofern dieser einen adäquaten Schätzer für das in der Planungsrechnung abgebildete Risiko des Geschäftsmodells darstellt. Dies ist insbesondere zutreffend, wenn die Unternehmensstrategie und -ausrichtung der Vergangenheit im Wesentlichen unverändert in der Zukunft fortgeführt wird und der Aktienkurs als Grundlage für die Ermittlung des Betafaktors im relevanten Beobachtungszeitraum nicht durch Sondereinflüsse verzerrt ist.
481. Zum Bewertungsstichtag kann aufgrund der Ankündigung des Squeeze Out und des Übernahmeangebots der POH kein aussagekräftiger eigener Betafaktor ermittelt werden. Seit der Ankündigung des Übernahmeangebots am 13. September 2023 orientierte sich der Kurs der A-Aktie zunächst am Angebotspreis. Im Verlauf des Jahres 2024 stieg die Aktie zeitweise darüber hinaus. Zudem ist seit der Squeeze Out Ankündigung am 5. Januar 2026 der Aktienkurs

¹⁰⁹ Vgl. Sitzung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW vom 22. September 2025: <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub-stand-22-09-2025.html>.

von der Spekulation auf die Squeeze Out Abfindung geprägt. Auch ist die statistische Signifikanz des Eigenbetas der A-Aktie aufgrund des Übernahmengebots bei Betrachtung des Zweijahres- und des Fünfjahreszeitraums nicht gegeben. Insofern kann zum Bewertungsstichtag kein für das operative Risiko des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA maßgeblicher eigener Betafaktor bestimmt werden. Für den Zeitraum vor der Ankündigung des Übernahmegebots durch die POH beträgt der unverschuldete Eigenbetafaktor unter Verwendung des CDAX und wöchentlicher Renditen über einen Zeitraum von 2 Jahren 0,54 und monatlicher Renditen über einen Zeitraum von 5 Jahren 0,62. Beide Werte sind statistisch signifikant. Als in der Bewertungspraxis anerkannte Methodik bietet sich der Rückgriff auf einen Betafaktor an, der sich aus einer Gruppe aus bestmöglich vergleichbaren Unternehmen (Peer Group) ableitet. Dieser Peer Group Betafaktor weist – gewährleistet durch eine Scoring-Analyse – ein zum Bewertungsobjekt vergleichbares operatives Risiko auf und kann demnach alternativ zur Bestimmung der Kapitalkosten für das Bewertungsobjekt herangezogen werden. Als Vergleichsindizes dienen jeweils die breitesten lokalen Indizes.

482. Wie bei der Betrachtung des Eigenbetafaktors ist auch im Zusammenhang mit der Relevanz der aus Börsenkursen der Peer Group Unternehmen ermittelten Renditen zu prüfen, ob die zur Ermittlung des Betafaktors herangezogenen Renditen nicht durch Verzerrungen der Börsenkurse der jeweiligen Vergleichsunternehmen beeinträchtigt sind. Im Rahmen dieser Analyse werden die Entwicklung der im freien Handelsverkehr befindlichen Aktien (sog. Free Float), das tägliche Handelsvolumen (absolut und im Verhältnis zum Free Float) sowie die Transaktionskosten (in Form des sog. Bid-Ask-Spreads) untersucht. Falls der Free Float und das Handelsvolumen gering sowie der Kurs von sonstigen nicht wertbezogenen Ereignissen beeinflusst ist, werden einzelne Betafaktoren der Peer Group Unternehmen aufgrund eingeschränkter „Marktgängigkeit“ der jeweiligen Aktien nicht im Rahmen der Ermittlung des Betafaktors berücksichtigt.
483. Ausgehend von den am Kapitalmarkt beobachtbaren verschuldeten Betafaktoren der jeweiligen Vergleichsunternehmen werden unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur (i.S. Verschuldungsgrad) sowie unsicherer Steuervorteile der Fremdfinanzierung unverschuldete Betafaktoren (sog. „unlevern“) mithilfe der Harris-Pringle Formel ermittelt. Die Ermittlung der Debt Betas basiert auf den Credit Spreads, welche auf Grundlage des Fremdkapitalratings und der Fremdkapitallaufzeit des jeweiligen Unternehmens abgeleitet wurden.

484. Eine Analyse der identifizierten Peer Group Unternehmen im Hinblick auf die beobachtbaren Betafaktoren zeigt folgendes Bild:

Peer Group Betafaktoren¹¹⁰

Unternehmen	Index	Beta verschuldet		Verschuldungsgrad		Beta unverschuldet	
		5 Jahre 2026 - 2021 monatlich	2 Jahre 2026 - 2024 wöchentlich	5 Jahre 2026 - 2021 monatlich	2 Jahre 2026 - 2024 wöchentlich	5 Jahre 2026 - 2021 monatlich	2 Jahre 2026 - 2024 wöchentlich
BREMER LAGERHAUS-GESELLSCHAFT -Aktiengesellschaft von 1877	CDAX Index (Total Return)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EUROKAI GmbH & Co. KGaA	CDAX Index (Total Return)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Irish Continental Group plc	Ireland ISEQ Overall Total Return Index	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Luka Koper d.d.	STOXX Slovenia Total Market (Composite)	0,78	1,12	0,2x	0,1x	0,69	1,01
OT Logistics S.A.	STOXX Poland Total Market (Composite)	0,82	n.a.	2,0x	n.a.	0,80	n.a.
Container Corporation of India Limited	STOXX India Total Market (Composite)	1,28	1,40	0,0x	0,0x	1,26	1,38
COSCO SHIPPING Ports Limited	FTSE Hong Kong Index	1,21	0,64	1,2x	1,2x	0,61	0,34
Log-In Logistica Intermodal S.A.	STOXX Brazil Total Market (Composite)	n.a.	0,75	n.a.	0,6x	n.a.	0,52
Qube Holdings Limited	S&P/ASX All Ordinaries Index	0,94	0,87	0,4x	0,4x	n.a.	n.a.
Kamigumi Co., Ltd.	FTSE Japan Index	0,51	0,37	0,1x	0,2x	0,46	0,33
Adani Ports and Special Economic Zone Limited	STOXX India Total Market (Composite)	1,31	1,31	0,2x	0,2x	1,11	1,13
Ningbo Zhoushan Port Company Limited	STOXX China Total Market (Composite)	0,57	0,47	0,2x	0,1x	0,50	0,43
Hutchison Port Holdings Trust	FTSE Singapore Index	0,73	0,86	0,9x	0,9x	0,46	0,51
Navkar Corporation Limited	STOXX India Total Market (Composite)	1,49	1,63	0,3x	0,1x	n.a.	n.a.
Gateway Distriparks Limited	STOXX India Total Market (Composite)	0,89	1,08	0,2x	0,2x	n.a.	0,94
Min		0,51	0,37	0,0x	0,0x	0,46	0,33
Median		0,89	0,87	0,2x	0,2x	0,65	0,52
Durchschnitt		0,96	0,95	0,5x	0,4x	0,73	0,73
Max		1,49	1,63	2,0x	1,2x	1,26	1,38

Quelle: ValueTrust Analyse, S&P Capital IQ.

485. Unter Berücksichtigung der herangezogenen zweijährigen und fünfjährigen Betrachtungszeiträume kann für die Peer Group Unternehmen des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA zum Kapitalmarktstichtag¹¹¹ ein unverschuldeter Betafaktor zwischen 0,6 und 0,7 unter Berücksichtigung des Durchschnitts bzw. Medians abgeleitet werden. Auf Grundlage des Eigenbetas vor der Ankündigung der Übernahme durch die POH und der durchschnittlichen Betafaktoren der Peer Group wird ein unverschuldeter Betafaktor von 0,6 als angemessen erachtet.

486. Im Folgenden werden die unverschuldeten Eigenkapitalkosten des Teilkonzerns Hafenlogistik in der Vorsteuerbetrachtung dargestellt. Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 6,0% vor persönlichen Steuern und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,6 ergibt sich somit ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. 3,60% vor persönlichen Steuern.

487. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern betragen somit:

$$3,50\% + 0,6 \times 6,0\% = 7,10\%$$

488. Im Folgenden werden die unverschuldeten Eigenkapitalkosten des Teilkonzerns Hafenlogistik in der Nachsteuerbetrachtung dargestellt. Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 5,125% nach persönlichen Steuern und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,6 ergibt sich somit ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. 3,08% nach persönlichen Steuern.

¹¹⁰ Für das Unternehmen Eurokai ist der 2-Jahres-Wochen-Betafaktor aufgrund einer übermäßig großen Geld-Brief-Spanne nicht aussagekräftig. Die Betafaktoren von Qube Holdings sind durch das Übernahmeangebot vom 24. November 2025 verzerrt. Da Gateway Distriparks seit weniger als fünf Jahren börsennotiert ist, kann der 5-Jahres-Monats-Betafaktor nicht berücksichtigt werden. Bei Navkar Corporation werden sowohl der 2-Jahres-Wochen- als auch der 5-Jahres-Monats-Betafaktor aufgrund einer Transaktion mit Kontrollwechsel nicht herangezogen. Der 5-Jahres-Monats-Betafaktor von Log-In Logistica wird nicht berücksichtigt, da die Handelsdaten durch eine Mehrheitsbeteiligungstransaktion beeinflusst sind.

¹¹¹ Kapitalmarktdaten werden gemäß Vorgehen des Bewertungsgutachters immer zum Freitag abgerufen. Der 10. April 2026 bildet den nächstmöglichen praktikablen Stichtag vor Einladung zur Hauptversammlung dar.

489. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern betragen somit:

$$2,58\% + 0,6 \times 5,13\% = 5,65\%$$

490. In der Sensitivitätsbetrachtung wird auf Grundlage der Marktrisikoprämie von 5,25% vor persönlichen Steuern und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,6 ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. 3,15% vor persönlichen Steuern ermittelt.

491. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern betragen somit in der Sensitivitätsberechnung:

$$3,50\% + 0,6 \times 5,25\% = 6,65\%.$$

492. In der Sensitivitätsberechnung betragen die unverschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern somit:

$$2,58\% + 0,6 \times 4,5\% = 5,28\%$$

2.5.2. Wachstumsabschlag

493. Die Kapitalkosten müssen in der Fortführungsphase technisch um einen Wachstumsabschlag korrigiert werden, um die geplanten langfristigen Wachstumserwartungen zu berücksichtigen. Dieses nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag in den Kapitalkosten abbilden. Analog zur Herleitung und zum Ansatz der unter Kapitel 2.4.5.2 beschriebenen Wachstumsrate der nachhaltigen finanziellen Überschüsse wird in den Kapitalkosten ein Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente i.H.v. 1,09% nach persönlichen Steuern bzw. i.H.v. 1,25% vor persönlichen Steuern festgesetzt.

2.6. Unternehmensbewertung

494. Entsprechend der höchstrichterlichen Rechtsprechung kann in geeigneten Fällen zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung alleinig auf den Börsenkurs abgestellt werden. Insofern wurde in Kapitel 2.1 zunächst anhand der Börsenkursanalyse geprüft, ob die Voraussetzungen für die Festlegung der Barabfindung auf Basis des Börsenkurses erfüllt sind.

495. Zur Verifizierung des anhand der Börsenkursanalyse festgestellten Verkehrswerts der A-Aktien der HHLA wird auftragsgemäß eine Fundamentalbewertung anhand der Grundsätze des IDW S 1 sowie der DVFA-Empfehlungen vorgenommen.

496. Aufgrund der im Rahmen aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen üblichen Anwendung der Ertragswertmethode gemäß IDW S 1 werden im Folgenden auf Basis der Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der Plan-Bilanzen die finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern abgeleitet und der Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA nach persönlichen Steuern unter Anwendung der unmittelbaren Typisierung und unter Berücksichtigung von Minderheiten und Sonderwerten mit einer Marktrisikoprämie von 5,125% nach persönlichen Steuern ermittelt.

497. Daneben wird der Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA zusätzlich nach den DVFA-Empfehlungen vor persönlichen Steuern unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 6,0% ermittelt.
498. Zusätzlich wird eine Sensitivitätsrechnung dargestellt, bei der die Marktrisikoprämie 4,5% nach persönlichen Steuern bzw. 5,25% vor persönlichen Steuern beträgt.
499. Zudem werden zur Wertfindung auch Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren den DCF-Werten gegenübergestellt. Im Sinne der Methodenpluralität gemäß den DVFA-Empfehlungen sind alle Bewertungsverfahren als gleichwertig anzusehen.

2.6.1. Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1

2.6.1.1. Ertragswert

500. Vor dem Hintergrund des zugrundeliegenden Bewertungsanlasses, der Ermittlung einer angemessenen Abfindung nach § 327a AktG, besteht ein wesentlicher konzeptioneller Unterschied zwischen dem Cashflow-to-Equity-Ansatz (vor persönlichen Steuern) und der Ertragswertmethode nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) in der Berücksichtigung von persönlichen Steuern auf Ebene der Anteilseigner. Bei der Ermittlung eines objektivierte Werts gemäß IDW S 1 im Rahmen der Ausgleichs- und Abfindungsbemessung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ist gemäß den Grundsätzen des objektivierte Unternehmenswerts nach IDW S 1 eine Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei dieser Typisierung ist die Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person einzunehmen und die entsprechenden persönlichen Ertragssteuern sind sowohl bei der Ermittlung der zu diskontierenden Cashflow-Größe als auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen (sog. Tax-CAPM).
501. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswertmethode gemäß IDW S 1 sind zusätzliche Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote relevant. Zur konsistenten Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen ist es notwendig, die nach den notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm, zu den erforderlichen Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens und zur Kapitalstruktur verbleibenden Ausschüttungen bewertungstechnisch in einen Dividendenanteil und einen Anteil fiktiver Thesaurierungen zu unterscheiden, da Dividenden und Kursgewinne, abgebildet durch fiktive Thesaurierungen, auf Ebene der Anteilseigner effektiv einer unterschiedlichen Steuerlast unterliegen. In der Detailplanungsphase, der Konvergenzphase und der Phase der Ewigen Rente wird von einer aus der Peer Group sowie aus der grundsätzlichen Dividendenpolitik der HHLA¹¹² abgeleiteten Dividendenausschüttungsquote i.H.v. 50% ausgegangen.

¹¹² Vgl. HHLA Website; <https://hhl.de/investoren/aktie/dividende> (abgerufen am 31.03.2026)

502. Im Folgenden werden die finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern auf Basis der Planungsrechnung abgeleitet:

Ableitung der finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern

in Mio. €

	Business Plan					Konvergenz				TV
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Jahresergebnis	80,9	118,1	145,1	167,7	190,8	212,0	221,3	225,3	228,1	230,9
Dividende (vor pers. Steuern)	40,5	59,1	72,6	83,9	95,4	106,0	110,7	112,6	114,0	115,5
Pers. Steuern auf Dividende	10,7	15,6	19,1	22,1	25,2	28,0	29,2	29,7	30,1	30,5
Dividende nach pers. Steuern	29,8	43,5	53,4	61,7	70,2	78,0	81,5	82,9	84,0	85,0
Gewinnthesaurierung	40,5	59,1	72,6	83,9	95,4	(19,5)	14,1	44,8	18,2	18,4
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	0,0	-	-	-	-	125,5	96,6	67,9	95,9	97,1
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13,19%)	0,0	-	-	-	-	16,5	12,7	9,0	12,6	12,8
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	0,0	-	-	-	-	108,9	83,9	58,9	83,2	84,3
<i>Effektive pers. Steuerbelastung bezogen auf das Jahresergebnis</i>	<i>13,19%</i>	<i>13,19%</i>	<i>13,19%</i>	<i>13,19%</i>	<i>13,19%</i>	<i>21,00%</i>	<i>18,94%</i>	<i>17,16%</i>	<i>18,73%</i>	<i>18,73%</i>
Finanzieller Überschuss (nach pers. Steuern)	29,8	43,5	53,4	61,7	70,2	187,0	165,4	141,9	167,2	169,3

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

503. In Bezug auf die Kapitalkosten nach Tax-CAPM sind der risikolose Basiszinssatz und die Marktrisikoprämie jeweils nach persönlichen Steuern zu ermitteln. Der risikolose Basiszins beträgt nach persönlichen Steuern 2,58%. Für Bewertungszwecke wird von einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. von 5,125% ausgegangen. Bei Berücksichtigung der unmittelbaren Typisierung erfolgt ein Abzug der effektiven persönlichen Steuern auf die wachstumsbedingte Thesaurierung, sodass der Wachstumsabschlag vor persönlichen Steuern i.H.v. 1,25% in der Nachsteuerbetrachtung 1,09% beträgt.

504. Auf Basis der angesetzten Marktrisikoprämie i.H.v. 5,125% nach persönlichen Steuern ergeben sich folgende verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern:

Ableitung der Kapitalkosten nach persönlichen Steuern

	Business Plan					Konvergenz				TV
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Risikoloser Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
<i>Persönliche Steuern (26,38%)</i>	<i>-0,92%</i>	<i>-0,92%</i>	<i>-0,92%</i>	<i>-0,92%</i>	<i>-0,92%</i>	<i>-0,92%</i>	<i>-0,92%</i>	<i>-0,92%</i>	<i>-0,92%</i>	<i>-0,92%</i>
Risikoloser Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%
Verschuldeter Betafaktor	1,23	1,16	1,16	1,11	1,02	1,05	1,04	1,03	1,02	1,02
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	8,88%	8,54%	8,53%	8,26%	7,81%	7,96%	7,92%	7,87%	7,80%	7,81%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,09%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	8,88%	8,54%	8,53%	8,26%	7,81%	7,96%	7,92%	7,87%	7,80%	6,72%

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

505. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern liegen in einer Bandbreite von gerundet 7,8% bis 8,9% bzw. bei 6,7% nach Abzug des Wachstumsabschlag von 1,09% in der ewigen Rente.

506. Unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 5,125% nach persönlichen Steuern, ergibt sich ein Ertragswert i.H.v. 1.806,9 Mio. € zum 31. Dezember 2025:

Ertragswert nach persönlichen Steuern

in Mio. €

	Business Plan					Konvergenz			TV	
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033		2034
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	29,8	43,5	53,4	61,7	70,2	187,0	165,4	141,9	167,2	169,3
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	8,88%	8,54%	8,53%	8,26%	7,81%	7,96%	7,92%	7,87%	7,80%	7,81%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,09%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	8,88%	8,54%	8,53%	8,26%	7,81%	7,96%	7,92%	7,87%	7,80%	6,72%
Barwertfaktor	0,92	0,85	0,78	0,72	0,67	0,62	0,57	0,53	0,49	7,33
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	27,4	36,8	41,7	44,5	46,9	115,7	94,8	75,4	82,4	1.241,4

Wert des Eigenkapitals 31. Dezember 2025

1.806,9

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

2.6.1.2. Sonderwerte

507. Im Rahmen der Analysen und der Gespräche mit den Planungsverantwortlichen wurden weitere Sachverhalte identifiziert, die in der Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik als Sonderwerte zu berücksichtigen sind.

Minderheiten

508. Im Rahmen der Analysen werden nicht beherrschende Anteile am zurechenbaren Konzernergebnis identifiziert, die bei der Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA als Minderheiten zu berücksichtigen sind. Die Ableitung des Ertragswerts erfolgt auf Basis des Jahresergebnisses. Das auf Minderheiten entfallende Ergebnis wird dabei zunächst vollständig in die Ertragswertermittlung einbezogen und nicht unmittelbar abgezogen, sondern in einem nachgelagerten Schritt als Sonderwert vom Ertragswert in Abzug gebracht.

509. Die Planung der Minderheiten erfolgt hierfür gesondert. In Anlehnung an die Ertragswertmethodik gemäß IDW S 1 wird differenziert, welcher Anteil des Minderheitenergebnisses auf Gewinnthesaurierung, Ausschüttungen sowie fiktive Hinzurechnungen entfällt. Die entsprechenden Quoten werden aus der Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik übernommen.

510. In der Betrachtung nach persönlichen Steuern werden die sich hieraus ergebenden finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern, analog zur Vorgehensweise nach IDW S 1, mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern diskontiert und als Sonderwert in Höhe von -219,3 Mio. € berücksichtigt. In der Betrachtung vor persönlichen Steuern wird das auf Minderheiten entfallende Ergebnis unter Abzug der jeweiligen Gewinnthesaurierung mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern diskontiert und ebenfalls als Sonderwert in Höhe von -210,4 Mio. € angesetzt.

Kapitalerhöhung 2026

511. Im Rahmen des mit MSC und FHH abgeschlossenen BCA ist eine Kapitalerhöhung in Höhe von 450 Mio. € vorgesehen. Die verabschiedete Planungsrechnung der HHLA nimmt die Durchführung der Kapitalerhöhung im Planjahr 2026 in gleicher Höhe an, um die geplanten Investitionen vollständig finanzieren zu können. Für die Bewertung wurde vereinfachend die Bilanz des letzten historischen Geschäftsjahres (2025) angepasst, indem sowohl das Eigenkapital als auch die liquiden Mittel um jeweils 450 Mio. € erhöht wurden. Da die Eigenkapitalerhöhung aus Sicht der Eigenkapitalgeber einen negativen Zahlungsstrom darstellt, wird die Kapitalerhöhung als Sonderwert vom Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik abgezogen.

Bewertungsabschlag CT Odessa

512. Das Container Terminal Odessa wird in der Planung mit einem festen EUR/UAH-Wechselkurs berücksichtigt. Es ist jedoch zu erwarten, dass infolge der höheren Inflation in der Ukraine in lokaler Währung erzielte Cashflow bei Umrechnung in Euro künftig an Wert verliert.
513. Anstatt die erwarteten Cashflows unmittelbar in Euro anzupassen, werden vor diesem Hintergrund anstelle von Spot Rates Forward Rates verwendet, die unter Anwendung der erwarteten Inflationsraten für die Ukraine und Deutschland auf Basis der Fisher-Gleichung abgeleitet werden, um den erwarteten künftigen Wertverlust sachgerecht abzubilden.
514. Die Differenz zwischen der Bewertung auf Grundlage von Spot Rates, wie sie in der Planung der HHLA verwendet werden, und der Bewertung auf Basis der beschriebenen Methodik unter Verwendung von Forward Rates wird im Rahmen der Bewertung als Sonderwert in Höhe von - 28,7 Mio. € berücksichtigt.

Steuerliche Verlustvorträge

515. Der Steueraufwand in der Planung sowie in der Konvergenz- und Fortführungsphase wird ohne Berücksichtigung der Nutzung bestehender steuerlicher Verlustvorträge angesetzt.
516. Die Verrechnung der bei der HHLA AG vorhandenen und den A-Aktien zuzuordnenden steuerlichen Verlustvorträge, bestehend aus körperschaftsteuerlichen Verlustvorträgen in Höhe von 198,3 Mio. € sowie gewerbesteuerlichen Verlustvorträgen in Höhe von 201,9 Mio. €, mit künftig erwarteten positiven Ergebnissen vor Steuern (EBT) wird für Bewertungszwecke gesondert berücksichtigt und auf den Bewertungsstichtag diskontiert.
517. Auf dieser Grundlage wurde ein Barwert der Steuerersparnis aus steuerlichen Verlustvorträgen in Höhe von 29,2 Mio. € ermittelt und als Sonderwert angesetzt.

Überschüssige Liquidität

518. Die historische Aufsatzbilanz für das Jahr 2025 wurde um den Anteil der liquiden Mittel bereinigt, der als überschüssige Liquidität nicht betriebsnotwendig ist und folglich nicht zur Finanzierung der Planungsrechnung erforderlich ist. Dieser Betrag wird als Sonderwert in Höhe von 90,0 Mio. € angesetzt.
519. Das steuerliche Einlagekonto ist für die Ableitung der zu diskontierenden Ausschüttungen insoweit relevant, als der Anteil der Dividenden, der als steuerliche Einlagenrückgewähr zu qualifizieren ist, zunächst nicht der Dividendenbesteuerung unterliegt. Steuerlich werden Dividenden, die den ausschüttbaren Gewinn¹¹³ übersteigen, als Einlagenrückgewähr behandelt und unterliegen zunächst nicht der Abgeltungsteuer. Die steuerliche Einlagenrückgewähr führt jedoch gleichzeitig zu einer Reduzierung der steuerlichen Anschaffungskosten der Anteile, sodass bei einer späteren Veräußerung durch die Aktionäre ein entsprechend höherer Veräußerungsgewinn entsteht, der wiederum der Abgeltungsteuer unterliegt. Da im vorliegenden Fall die Dividenden im Betrachtungszeitraum den ausschüttbaren Gewinn nicht übersteigen, ergibt sich hieraus kein bewertungsrelevanter Sonderwert.

¹¹³ Der ausschüttbare Gewinn ist definiert als: steuerliches Eigenkapital abzgl. gezeichnetes Kapital und steuerliches Einlagekonto (minimal 0).

520. Die dem berechneten Ertragswert des Teilkonzerns Hafenlogistik hinzugerechneten Sonderwerte und Minderheiten betragen in Summe -578,8 Mio. € zum 31. Dezember 2025.

2.6.1.3. Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern

521. Unter Berücksichtigung des entsprechenden Ertragswerts zum 31. Dezember 2025 i.H.v. 1.806,9 Mio. € sowie der Sonderwerte i.H.v. insgesamt -578,8 Mio. € beträgt der Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA nach persönlichen Steuern zum 31. Dezember 2025 insgesamt 1.228,2 Mio. € und zum 11. Juni 2026 insgesamt 1.275,4 Mio. €. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 72,51 Mio. A-Aktien des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA ergibt sich ein Wert i.H.v. 17,59 € je A-Aktie:

Wert je A-Aktie der HHLA nach persönlichen Steuern

in Mio. €

Wert des Eigenkapitals 31. Dezember 2025	1.806,9
Sonderwerte	-578,8
Minderheiten	-219,3
Kapitalerhöhung 2026	-450,0
Bewertungsabschlag CT Odessa	-28,7
Steuerliche Verlustvorträge	29,2
Überschüssige Liquidität	90,0
Wert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 31. Dezember 2025	1.228,2
Aufzinsungsfaktor	1,04
Wert des Eigenkapitals zum 11. Juni 2026	1.275,4
Aktienanzahl (in Mio.)	72,51
Wert je Aktie (in EUR)	17,59

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

2.6.1.4. Sensitivitätsrechnung nach persönlichen Steuern

522. Zusätzlich wird eine Sensitivitätsrechnung durchgeführt, in deren Rahmen die angesetzte Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,125% unter Berücksichtigung der aktuellen impliziten Markttrenditen von DAX und MDAX auf 4,5% reduziert wird. Entsprechend ergeben sich die folgenden finanziellen Überschüsse:

Ableitung der finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern

(Sensitivitätsrechnung: MRP 4,5%)

in Mio. €

	Business Plan					Konvergenz			TV	
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033		2034
Jahresergebnis	80,9	118,1	145,1	167,7	190,8	211,3	220,0	223,2	226,0	228,8
Dividende (vor pers. Steuern)	40,5	59,1	72,6	83,9	95,4	105,7	110,0	111,6	113,0	114,4
Pers. Steuern auf Dividende	10,7	15,6	19,1	22,1	25,2	27,9	29,0	29,4	29,8	30,2
Dividende nach pers. Steuern	29,8	43,5	53,4	61,7	70,2	77,8	81,0	82,2	83,2	84,2
Gewinnthesaurierung	40,5	59,1	72,6	83,9	95,4	(19,5)	14,1	44,8	18,2	18,4
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	0,0	-	-	-	-	125,2	95,9	66,8	94,8	96,0
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13,19%)	0,0	-	-	-	-	16,5	12,7	8,8	12,5	12,7
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	0,0	-	-	-	-	108,7	83,3	58,0	82,3	83,3
Effektive pers. Steuerbelastung bezogen auf das Jahresergebnis	13,19%	13,19%	13,19%	13,19%	13,19%	21,00%	18,94%	17,14%	18,72%	18,72%
Finanzieller Überschuss (nach pers. Steuern)	29,8	43,5	53,4	61,7	70,2	186,4	164,3	140,2	165,5	167,6

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

523. In der Sensitivitätsrechnung ergeben sich verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern von gerundet 6,9% bis 7,7% bzw. von 5,8% nach Abzug des Wachstumsabschlags von 1,09% in der ewigen Rente:

Ableitung der Kapitalkosten nach persönlichen Steuern (Sensitivitätsrechnung: MRP 4,5%)

	Business Plan					Konvergenz				TV
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Risikoloser Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Persönliche Steuern (26,38%)	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%
Risikoloser Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Verschuldeter Betafaktor	1,14	1,08	1,08	1,04	0,96	0,99	0,99	0,98	0,97	0,97
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	7,69%	7,43%	7,43%	7,24%	6,90%	7,05%	7,02%	6,98%	6,92%	6,93%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,09%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	7,69%	7,43%	7,43%	7,24%	6,90%	7,05%	7,02%	6,98%	6,92%	5,84%

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

524. In der Sensitivitätsrechnung ergibt sich ein Ertragswert i.H.v. 2.132,4 Mio. € zum 31. Dezember 2025:

Ertragswert nach persönlichen Steuern (Sensitivitätsrechnung: MRP 4,5%)

in Mio. €

	Business Plan					Konvergenz				TV
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	29,8	43,5	53,4	61,7	70,2	186,4	164,3	140,2	165,5	167,6
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	7,69%	7,43%	7,43%	7,24%	6,90%	7,05%	7,02%	6,98%	6,92%	6,93%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,09%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	7,69%	7,43%	7,43%	7,24%	6,90%	7,05%	7,02%	6,98%	6,92%	5,84%
Barwertfaktor	0,93	0,86	0,80	0,75	0,70	0,66	0,61	0,57	0,54	9,17
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	27,7	37,6	43,0	46,3	49,3	122,2	100,6	80,3	88,6	1.536,8

Wert des Eigenkapitals 31. Dezember 2025

2.132,4

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

525. Unter Berücksichtigung des entsprechenden Ertragswerts zum 31. Dezember 2025 i.H.v. 2.132,4 Mio. € sowie der Sonderwerte i.H.v. insgesamt -619,0 Mio. € beträgt der Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA nach persönlichen Steuern in der Sensitivitätsrechnung zum 31. Dezember 2025 insgesamt 1.513,5 Mio. € und zum 11. Juni 2026 insgesamt 1.564,0 Mio. €. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 72,5 Mio. A-Aktien des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA ergibt sich in der Sensitivitätsrechnung ein Wert nach persönlichen Steuern i.H.v. 21,57 € je A-Aktie:

Wert je A-Aktie der HHLA nach persönlichen Steuern (Sensitivitätsrechnung: MRP 4,5%)

in Mio. €

Wert des Eigenkapitals 31. Dezember 2025	2.132,4
Sonderwerte	-619,0
Minderheiten	-258,0
Kapitalerhöhung 2026	-450,0
Bewertungsabschlag CT Odessa	-31,7
Steuerliche Verlustvorträge	30,7
Überschüssige Liquidität	90,0
Wert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 31. Dezember 2025	1.513,5
Aufzinsungsfaktor	1,03
Wert des Eigenkapitals zum 11. Juni 2026	1.564,0
Aktienanzahl (in Mio.)	72,51
Wert je Aktie (in EUR)	21,57

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

2.6.2. Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern gemäß DVFA

526. Der IDW S 1 und die DVFA-Empfehlungen unterscheiden sich insbesondere voneinander durch das Konzept des markttypischen Unternehmenserwerbers als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des Unternehmenswerts. Der markttypische Unternehmenserwerber bewertet das Unternehmen auf Basis einer angenommenen, künftig geplanten Unternehmenspolitik. Diese umfasst neben geplanten Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen, Akquisitionen und/oder Desinvestitionen auch Annahmen bezüglich der Finanzierungspolitik und der Kapitalstruktur des Unternehmens. Dabei werden die persönlichen Einkommenssteuern der Anteilseigner nicht berücksichtigt.

2.6.2.1. DCF-Wert

527. Im Folgenden werden die Cashflows-to-Equity des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA auf Basis der Planungsrechnung abgeleitet:

Ableitung der Cashflows-to-Equity in € Mio.

	Business Plan					Konvergenz				TV
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
EBIT	178,6	243,6	282,4	308,3	329,7	342,1	351,5	357,3	361,8	366,3
-/+ Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-64,5	-74,3	-77,9	-78,0	-73,2	-60,6	-61,6	-62,3	-63,1	-63,9
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-35,6	-53,4	-62,6	-68,2	-73,3	-77,5	-76,8	-78,1	-79,1	-80,1
Jahresergebnis	80,9	118,1	145,1	167,7	190,8	212,0	221,3	225,3	228,1	230,9
+ Abschreibungen	190,9	221,0	238,2	257,7	275,8	288,6	299,2	307,8	311,6	315,5
- Brutto-Investitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen	-495,6	-431,4	-319,9	-215,0	-230,8	-260,4	-303,3	-345,4	-348,6	-353,0
-/(+) Veränderung des Netto-Umlaufvermögens	234,1	1,0	44,5	58,1	-142,6	-8,6	-10,0	-7,2	-4,1	-4,2
+/(-) Anstieg / (Rückgang) der verzinslichen Verbindlichkeiten	30,1	150,4	-35,4	-184,8	2,1	-	-	-	23,0	23,3
Cashflow to Equity	39,7	58,4	71,6	82,2	93,2	229,3	205,1	178,3	207,7	210,3

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

528. Ausgehend von den Cashflows-to-Equity wird der DCF-Wert auf Basis der verschuldeten Eigenkapitalkosten von gerundet 9,6% bis 11,1% bzw. von 8,4% nach Abzug des Wachstumsabschlags von 1,25% in der ewigen Rente bei einer Marktrisikoprämie von 6,0% vor persönlichen Steuern und einem unverschuldeten Betafaktor von 0,60 ermittelt.

529. Unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 6,0% vor persönlichen Steuern ergibt sich ein DCF-Wert i.H.v. 1.698,6 Mio. € zum 31. Dezember 2025:

DCF-Wert vor persönlichen Steuern in Mio. €

	Business Plan					Konvergenz				TV
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Cashflow to Equity	39,7	58,4	71,6	82,2	93,2	229,3	205,1	178,3	207,7	210,3
Unverschuldete Eigenkapitalkosten	7,10%	7,10%	7,10%	7,10%	7,10%	7,10%	7,10%	7,10%	7,10%	7,10%
Verschuldungsgrad zu Marktwerten	110,38%	103,10%	103,49%	95,06%	81,19%	77,01%	76,85%	75,93%	74,18%	74,18%
Verschuldete Eigenkapitalkosten	11,12%	10,65%	10,60%	10,24%	9,68%	9,83%	9,78%	9,72%	9,63%	9,63%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,25%
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	11,12%	10,65%	10,60%	10,24%	9,68%	9,83%	9,78%	9,72%	9,63%	8,38%
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	5,0
Barwert der Cashflows to Equity	35,7	47,5	52,7	54,8	56,7	127,0	103,5	82,0	87,1	1.051,7

Wert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2025

1.698,6

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

2.6.2.2. Sonderwerte

530. Bei der Ermittlung des Eigenkapitalwerts vor persönlichen Steuern werden grundsätzlich dieselben Sonderwerte wie in der Ertragswertermittlung nach persönlichen Steuern angesetzt (vgl. Kapitel 2.6.1.2). Die dem berechneten DCF-Wert des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA hinzugerechneten bzw. abgezogenen Sonderwerte betragen in Summe -569,9 Mio. € vor persönlichen Steuern.¹¹⁴

2.6.2.3. Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern

531. Bei Verwendung einer Marktrisikoprämie von 6,0% vor persönlichen Steuern, einem unverschuldeten Betafaktor von 0,60, einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,25% und unter Berücksichtigung des entsprechenden DCF-Werts zum 31. Dezember 2025 i.H.v. 1.698,6 Mio. € sowie Sonderwerten i.H.v. insgesamt -569,9 Mio. € beträgt der Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA vor persönlichen Steuern zum 31. Dezember 2025 insgesamt 1.128,7 Mio. € und zum 11. Juni 2026 insgesamt 1.182,8 Mio. €. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 72,51 Mio. A-Aktien der HHLA ergibt sich ein Wert i.H.v. 16,31 € je A-Aktie:

DCF-Wert je A-Aktie der HHLA vor persönlichen Steuern

in Mio. €

Wert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2025	1.698,6
Sonderwerte	-569,9
Minderheiten	-210,4
Kapitalerhöhung 2026	-450,0
Bewertungsabschlag CT Odessa	-28,7
Steuerliche Verlustvorträge	29,2
Überschüssige Liquidität	90,0
Wert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 31. Dezember 2025	1.128,7
Aufzinsungsfaktor	1,05
Wert des Eigenkapitals zum 11. Juni 2026	1.182,8
Aktienanzahl (in Mio.)	72,51
Wert je Aktie (in EUR)	16,31

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

2.6.2.4. Sensitivitätsrechnung vor persönlichen Steuern

532. Zusätzlich wird eine Sensitivitätsrechnung durchgeführt, in deren Rahmen die angesetzte Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 6,0% unter Berücksichtigung der aktuellen impliziten Markttrenditen von DAX und MDAX auf 5,25% reduziert wird. Entsprechend ergeben sich die folgenden finanziellen Überschüsse:

¹¹⁴ Die abweichende Höhe der Sonderwerte in der Vorsteuerrechnung im Vergleich zur Nachsteuerrechnung resultiert aus der unterschiedlichen Bewertung der Minderheiten (vgl. Kapitel 2.6.1.2.).

Ableitung der Cashflows-to-Equity (Sensitivitätsrechnung: MRP 5,25%)

in € Mio.

	Business Plan					Konvergenz				TV
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
EBIT	178,6	243,6	282,4	308,3	329,7	341,2	349,6	354,5	358,9	363,4
-/+ Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-64,5	-74,3	-77,9	-78,0	-73,2	-60,6	-61,6	-62,3	-63,1	-63,9
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-35,6	-53,4	-62,6	-68,2	-73,3	-77,3	-76,3	-77,4	-78,3	-79,3
Jahresergebnis	80,9	118,1	145,1	167,7	190,8	211,3	220,0	223,2	226,0	228,8
+ Abschreibungen	190,9	221,0	238,2	257,7	275,8	289,5	301,1	310,6	314,5	318,4
- Brutto-Investitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen	-495,6	-431,4	-319,9	-215,0	-230,8	-261,3	-305,2	-348,2	-351,5	-355,9
-/(+) Veränderung des Netto-Umlaufvermögens	234,1	1,0	44,5	58,1	-142,6	-8,6	-10,0	-7,2	-4,1	-4,2
+/(-) Anstieg / (Rückgang) der verzinslichen Verbindlichkeiten	30,1	150,4	-35,4	-184,8	2,1	-	-	-	23,0	23,3
Cashflow to Equity	39,7	58,4	71,6	82,2	93,2	228,6	203,7	176,2	205,5	208,1

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

533. In der Sensitivitätsrechnung ergibt sich ein DCF-Wert i.H.v. 1.996,6 Mio. € zum 31. Dezember 2025:

DCF-Wert vor persönlichen Steuern (Sensitivitätsrechnung: MRP 5,25%)

in Mio. €

	Business Plan					Konvergenz				TV
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Cashflow to Equity	39,7	58,4	71,6	82,2	93,2	228,6	203,7	176,2	205,5	208,1
Unverschuldete Eigenkapitalkosten	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%	6,65%
Verschuldungsgrad zu Marktwerten	93,91%	88,62%	89,71%	83,06%	71,43%	68,13%	67,95%	67,15%	65,69%	65,69%
Verschuldete Eigenkapitalkosten	9,65%	9,30%	9,28%	9,02%	8,59%	8,75%	8,72%	8,67%	8,60%	8,60%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,25%
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	9,65%	9,30%	9,28%	9,02%	8,59%	8,75%	8,72%	8,67%	8,60%	7,35%
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	6,3
Barwert der Cashflows to Equity	36,2	48,7	54,7	57,6	60,1	135,6	111,1	88,4	95,0	1.309,1
Wert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2025	1.996,6									

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

534. Unter Berücksichtigung des entsprechenden DCF-Werts zum 31. Dezember 2025 i.H.v. 1.996,6 Mio. € sowie Sonderwerten i.H.v. insgesamt -607,3 Mio. € beträgt der Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA vor persönlichen Steuern in der Sensitivitätsrechnung zum 31. Dezember 2025 insgesamt 1.389,3 Mio. € und zum 11. Juni 2026 insgesamt 1.447,3 Mio. €. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 72,5 Mio. A-Aktien der HHLA ergibt sich in der Sensitivitätsrechnung ein Wert des Teilkonzerns Hafenlogistik vor persönlichen Steuern i.H.v. 19,96 € je A-Aktie.

DCF-Wert je A-Aktie der HHLA vor persönlichen Steuern (Sensitivitätsrechnung: MRP 5,25%)

in Mio. €

Wert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2025	1.996,6
Sonderwerte	-607,3
Minderheiten	-246,3
Kapitalerhöhung 2026	-450,0
Bewertungsabschlag CT Odessa	-31,7
Steuerliche Verlustvorträge	30,7
Überschüssige Liquidität	90,0
Wert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 31. Dezember 2025	1.389,3
Aufzinsungsfaktor	1,04
Wert des Eigenkapitals zum 11. Juni 2026	1.447,3
Aktienanzahl (in Mio.)	72,51
Wert je Aktie (in EUR)	19,96

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

2.6.3. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

535. Zusätzlich zur Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis der im Rahmen aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen üblichen Ertragswertmethode nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 sowie der ebenso angewendeten DCF-Methode vor persönlichen Steuern gemäß den DVFA-Empfehlungen werden zur weiteren Plausibilisierung Wertbandbreiten basierend auf der Multiplikator-Methode ermittelt. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens und dem entsprechenden Multiplikator, der regelmäßig von börsennotierten Vergleichsunternehmen (Börsenmultiplikatoren) sowie aus vergleichbaren Transaktionen (Transaktionsmultiplikatoren) abgeleitet wird.

2.6.3.1. Bewertung anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen

536. Zur Bewertung des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA kommen zunächst die bei vergleichbaren Unternehmen am Kapitalmarkt beobachtbaren Börsenkurse und daraus abgeleitete Multiplikatoren in Betracht. Im Gegensatz zur Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group ist bei einer vergleichenden Marktbewertung anhand von Börsenmultiplikatoren nicht die Länge der historischen Börsennotierung, sondern vielmehr die Güte der zukunftsgerichteten Analystenschätzungen der Bezugsgrößen entscheidend. Daher können zunächst alle in der Peer Group Auswahl identifizierten Vergleichsunternehmen in die Bewertung einbezogen werden. Die nachfolgenden Analysen basieren auf Multiplikatoren des Geschäftsjahres 2025 und der zukünftigen Geschäftsjahre 2026 bis 2027.

537. Im Konzept des IDW S 1 dient die vergleichende Bewertung anhand von Multiplikatoren der Plausibilisierung des Ertragswerts. Insofern sind die abgeleiteten Multiplikatoren nicht als eigenständige Bewertung zu betrachten.

538. Für die Ableitung von Multiplikatoren für den Teilkonzern Hafenlogistik der HHLA wird zunächst die Planungsrechnung des Bewertungsobjekts mit den Analystenschätzungen für die Peer Group Unternehmen verglichen. Als geeignete Referenzgrößen wurden Umsatz, EBITDA und EBIT ausgewählt, um eine möglichst breite Basis für die Multiplikator-Bewertung sicherzustellen.

539. Die Bandbreite an Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren wurde durch die am besten mit dem Teilkonzern Hafenlogistik der HHLA vergleichbaren Unternehmen innerhalb der Peer Group (sog. „Best Comparables“) ermittelt. Die Best Comparables des Teilkonzerns Hafenlogistik wurden auf Basis quantitativer und qualitativer Kriterien im Rahmen eines Scoring-Modells und anhand des zukünftigen Wachstums- und Margenprofils identifiziert. Als Referenzgröße werden die historischen bzw. geplanten Umsatzerlöse, EBITDA und EBIT der HHLA für die Jahre 2025 bis 2027 verwendet.

540. Die Kapitalmarktdaten, die der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode zugrunde liegen, wurden zum Stichtag 10. April 2026 berücksichtigt.¹¹⁵

¹¹⁵ Hierbei handelt es sich um Konsensus-Schätzungen von Analysten, die vom Datenanbieter S&P Capital IQ bezogen wurden. Kapitalmarktdaten werden gemäß Vorgehen des Bewertungsgutachters immer zum Freitag abgerufen. Der 10. April 2026 bildet den nächstmöglichen praktikablen Stichtag vor Einladung zur Hauptversammlung dar.

Umsatz-Multiplikatoren

541. Für die Umsatz-Multiplikatoren haben Wachstumserwartungen und die EBITDA-Marge einen hohen Erklärungsgehalt. Im Folgenden ist das Wachstums- und Margenprofil der Peer Group Unternehmen dargestellt:

Übersicht Umsatz-Multiplikatoren

	Umsatzwachstum			Umsatz CAGR		EBITDA Marge			Umsatz Multiplikator		
	FY2025	FY2026	FY2027	'25-'26	'25-'27	FY2025	FY2026	FY2027	FY2025	FY2026	FY2027
Qube Holdings Limited	25,1%	16,9%	5,4%	16,9%	11,0%	14,3%	13,5%	13,9%	2,6x	2,1x	2,0x
Kamigumi Co., Ltd.	4,8%	3,0%	3,1%	3,0%	3,1%	17,0%	16,8%	17,3%	2,2x	2,1x	2,0x
BREMER LAGERHAUS-GESELLSCHAFT -Aktiengesellschaft von 1877-	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
OT Logistics S.A.	-11,3%	n/a	n/a	n/a	n/a	15,3%	n/a	n/a	2,2x	n/a	n/a
Luka Koper d.d.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EUROKAI GmbH & Co. KGaA	4,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	27,6%	n/a	n/a	3,1x	n/a	n/a
Ningbo Zhoushan Port Company Limited	7,4%	n/a	n/a	n/a	n/a	31,3%	n/a	n/a	3,0x	n/a	n/a
Container Corporation of India Limited	3,9%	12,8%	12,9%	12,8%	12,9%	22,0%	22,3%	22,4%	4,1x	3,6x	3,2x
COSCO SHIPPING Ports Limited	9,1%	4,4%	5,3%	4,4%	4,8%	30,3%	26,9%	29,9%	5,0x	4,7x	4,4x
Irish Continental Group plc	10,4%	2,9%	3,8%	2,9%	3,3%	23,1%	21,8%	21,6%	1,8x	1,8x	1,7x
Adani Ports and Special Economic Zone Limited	22,8%	19,8%	14,7%	19,8%	17,2%	59,7%	58,9%	58,9%	10,7x	8,9x	7,8x
Log-In Logistica Intermodal S.A.	10,2%	8,5%	7,8%	8,5%	8,2%	26,5%	24,6%	25,3%	1,8x	1,6x	1,5x
Navkar Corporation Limited	21,1%	n/a	n/a	n/a	n/a	1,2%	n/a	n/a	2,7x	n/a	n/a
Gateway Striparks Limited	34,1%	9,9%	7,2%	9,9%	8,5%	21,8%	21,7%	21,8%	1,7x	1,5x	1,4x
Hutchison Port Holdings Trust	2,6%	2,7%	3,8%	2,7%	3,3%	54,8%	63,4%	63,9%	4,7x	4,6x	4,4x
Hamburger Hafen und Logistik AG	10,1%	12,6%	8,4%	12,6%	10,4%	17,9%	19,1%	22,2%			
Min	-11,3%	2,7%	3,1%	2,7%	3,1%	1,2%	13,5%	13,9%	1,7x	1,5x	1,4x
25% Perzentil	4,1%	3,0%	3,8%	3,0%	3,3%	17,0%	21,7%	21,6%	2,2x	1,8x	1,7x
Durchschnitt	11,1%	9,0%	7,1%	9,0%	8,0%	26,5%	30,0%	30,5%	3,5x	3,4x	3,2x
Median	9,1%	8,5%	5,4%	8,5%	8,2%	23,1%	22,3%	22,4%	2,7x	2,1x	2,0x
75% Perzentil	21,1%	12,8%	7,8%	12,8%	11,0%	30,3%	26,9%	29,9%	4,1x	4,6x	4,4x
Max	34,1%	19,8%	14,7%	19,8%	17,2%	59,7%	63,4%	63,9%	10,7x	8,9x	7,8x
Best comparables (Median)	7,4%	9,2%	6,3%	9,2%	8,4%	22,0%	21,7%	21,7%	2,21x	1,94x	1,85x
Best comparables (Durchschnitt)	9,9%	9,0%	6,7%	9,0%	7,8%	22,1%	20,1%	20,4%	2,50x	2,13x	1,99x

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

542. Die Bandbreite der Umsatz-Multiplikatoren wurde im Betrachtungszeitraum 2025 bis 2027 anhand der Best Comparables des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA bestimmt. Unter Berücksichtigung des Medians und des Durchschnitts der Best Comparables ergibt sich für das Jahr 2025 eine Bandbreite von 2,21x bis 2,50x, für das Jahr 2026 von 1,94x bis 2,13x und für das Jahr 2027 von 1,85x bis 1,99x.

EBITDA-Multiplikatoren

543. Für die EBITDA-Multiplikatoren haben EBITDA-Wachstumserwartungen und die EBIT-Marge einen hohen Erklärungsgehalt. Im Folgenden ist das Wachstums- und Margenprofil der Peer Group Unternehmen dargestellt:

Übersicht EBITDA-Multiplikatoren

	EBITDA Wachstum			EBITDA CAGR		EBIT Marge			EBITDA Multiplikator		
	FY2025	FY2026	FY2027	'25-'26	'25-'27	FY2025	FY2026	FY2027	FY2025	FY2026	FY2027
Qube Holdings Limited	-3,5%	10,4%	8,4%	10,4%	9,4%	5,9%	7,8%	8,3%	18,0x	15,6x	14,4x
Kamigumi Co., Ltd.	7,1%	2,0%	5,7%	2,0%	3,8%	12,5%	12,1%	12,2%	12,8x	12,5x	11,8x
BREMER LAGERHAUS-GESELLSCHAFT -Aktiengesellschaft von 1877-	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
OT Logistics S.A.	-22,3%	n/a	n/a	n/a	n/a	-2,1%	n/a	n/a	14,4x	n/a	n/a
Luka Koper d.d.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EUROKAI GmbH & Co. KGaA	9,3%	n/a	n/a	n/a	n/a	19,0%	n/a	n/a	11,4x	n/a	n/a
Ningbo Zhoushan Port Company Limited	2,8%	n/a	n/a	n/a	n/a	17,6%	n/a	n/a	9,5x	n/a	n/a
Container Corporation of India Limited	4,5%	14,5%	13,4%	14,5%	14,0%	15,4%	16,0%	16,1%	18,7x	16,3x	14,4x
COSCO SHIPPING Ports Limited	2,5%	-7,5%	17,3%	-7,5%	4,2%	15,3%	12,6%	14,9%	16,4x	17,3x	14,8x
Irish Continental Group plc	12,7%	-3,0%	2,7%	-3,0%	-0,2%	13,4%	12,5%	12,6%	7,9x	8,1x	7,9x
Adani Ports and Special Economic Zone Limited	21,3%	18,2%	14,7%	18,2%	16,4%	45,9%	45,4%	44,8%	17,9x	15,2x	13,2x
Log-In Logistica Intermodal S.A.	30,9%	0,9%	10,8%	0,9%	5,7%	17,5%	16,5%	17,5%	6,9x	6,6x	6,0x
Navkar Corporation Limited	-39,0%	n/a	n/a	n/a	n/a	1,2%	n/a	n/a	n/m	n/a	n/a
Gateway Distriparks Limited	25,7%	9,2%	7,8%	9,2%	8,5%	14,5%	15,6%	n/a	7,8x	7,1x	6,6x
Hutchison Port Holdings Trust	5,1%	18,9%	4,6%	18,9%	11,5%	39,6%	40,2%	41,7%	8,6x	7,2x	6,9x
Hamburger Hafen und Logistik AG	1,3%	19,8%	25,7%	19,8%	22,7%	8,3%	9,2%	11,6%			
Min	-39,0%	-7,5%	2,7%	-7,5%	-0,2%	-2,1%	7,8%	8,3%	6,9x	6,6x	6,0x
25% Perzentil	2,5%	0,9%	5,7%	0,9%	4,2%	12,5%	12,5%	12,5%	8,4x	7,2x	6,9x
Durchschnitt	4,4%	7,1%	9,5%	7,1%	8,2%	16,6%	19,8%	21,0%	12,5x	11,8x	10,7x
Median	5,1%	9,2%	8,4%	9,2%	8,5%	15,3%	15,6%	15,5%	12,1x	12,5x	11,8x
75% Perzentil	12,7%	14,5%	13,4%	14,5%	11,5%	17,6%	16,5%	23,5%	16,8x	15,6x	14,4x
Max	30,9%	18,9%	17,3%	18,9%	16,4%	45,9%	45,4%	44,8%	18,7x	17,3x	14,8x
Best comparables (Median)	7,1%	5,6%	8,1%	5,6%	7,1%	14,5%	14,0%	12,6%	11,40x	10,31x	9,86x
Best comparables (Durchschnitt)	7,5%	5,7%	8,1%	5,7%	6,9%	12,6%	13,4%	13,4%	11,91x	11,05x	10,18x

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

544. Analog zu den Umsatz-Multiplikatoren werden die EBITDA-Multiplikatoren für den Betrachtungszeitraum 2025 bis 2027 auf Basis der Best Comparables des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA bestimmt.

545. Unter Berücksichtigung des Medians und Durchschnitts der Best Comparables ergibt sich für das Jahr 2025 eine Bandbreite von 11,40x bis 11,91x, für das Jahr 2026 von 10,31x bis 11,05x und für das Jahr 2027 von 9,86x bis 10,18x.

EBIT-Multiplikatoren

546. Für die EBIT-Multiplikatoren haben EBIT-Wachstumserwartungen und die EBIT-Marge einen hohen Erklärungsgehalt. Im Folgenden ist das Wachstums- und Margenprofil der Peer Group Unternehmen dargestellt:

Übersicht EBIT-Multiplikatoren

	EBIT Wachstum			EBIT CAGR		EBIT Marge			EBIT Multiplikator		
	FY2025	FY2026	FY2027	'25-'26	'25-'27	FY2025	FY2026	FY2027	FY2025	FY2026	FY2027
Qube Holdings Limited	-20,8%	54,1%	13,1%	54,1%	32,0%	5,9%	7,8%	8,3%	43,6x	27,2x	24,1x
Kamigumi Co., Ltd.	9,8%	-0,6%	4,7%	-0,6%	2,0%	12,5%	12,1%	12,2%	17,4x	17,5x	16,7x
BREMER LAGERHAUS-GESELLSCHAFT -Aktiengesellschaft von 1877-	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
OT Logistics S.A.	-197,2%	n/a	n/a	n/a	n/a	-2,1%	n/a	n/a	n/m	n/a	n/a
Luka Koper d.d.	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EUROKAI GmbH & Co. KGaA	11,0%	n/a	n/a	n/a	n/a	19,0%	n/a	n/a	16,5x	n/a	n/a
Ningbo Zhoushan Port Company Limited	8,2%	n/a	n/a	n/a	n/a	17,6%	n/a	n/a	16,8x	n/a	n/a
Container Corporation of India Limited	4,0%	16,8%	13,8%	16,8%	15,2%	15,4%	16,0%	16,1%	26,6x	22,8x	20,1x
COSCO SHIPPING Ports Limited	7,4%	-14,1%	24,2%	-14,1%	3,3%	15,3%	12,6%	14,9%	32,4x	36,8x	29,7x
Irish Continental Group plc	23,0%	-4,0%	4,8%	-4,0%	0,3%	13,4%	12,5%	12,6%	13,6x	14,1x	13,5x
Adani Ports and Special Economic Zone Limited	22,1%	18,3%	13,4%	18,3%	15,8%	45,9%	45,4%	44,8%	23,3x	19,7x	17,4x
Log-In Logistica Intermodal S.A.	53,5%	2,1%	14,5%	2,1%	8,1%	17,5%	16,5%	17,5%	10,4x	9,9x	8,6x
Navkar Corporation Limited	-117,5%	n/a	n/a	n/a	n/a	1,2%	n/a	n/a	n/m	n/a	n/a
Gateway Distriparks Limited	18,4%	17,8%	n/a	17,8%	n/a	14,5%	15,6%	n/a	11,7x	9,9x	n/a
Hutchison Port Holdings Trust	7,7%	4,1%	7,8%	4,1%	5,9%	39,6%	40,2%	41,7%	11,9x	11,3x	10,5x
Hamburger Hafen und Logistik AG	2,3%	25,7%	36,4%	25,7%	31,0%	8,3%	9,2%	11,6%			
Min	-197,2%	-14,1%	4,7%	-14,1%	0,3%	-2,1%	7,8%	8,3%	10,4x	9,9x	8,6x
25% Perzentil	4,0%	-0,6%	7,0%	-0,6%	3,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,7x	11,3x	12,7x
Durchschnitt	-13,1%	10,5%	12,0%	10,5%	10,3%	16,6%	19,8%	21,0%	20,4x	18,8x	17,6x
Median	8,2%	4,1%	13,2%	4,1%	7,0%	15,3%	15,6%	15,5%	16,8x	17,5x	17,0x
75% Perzentil	18,4%	17,8%	14,0%	17,8%	15,4%	17,6%	16,5%	23,5%	25,0x	22,8x	21,1x
Max	53,5%	54,1%	24,2%	54,1%	32,0%	45,9%	45,4%	44,8%	43,6x	36,8x	29,7x
Best comparables (Median)	9,8%	9,4%	13,1%	9,4%	8,1%	14,5%	14,0%	12,6%	16,66x	15,79x	16,68x
Best comparables (Durchschnitt)	-10,0%	14,4%	10,2%	14,4%	11,5%	12,6%	13,4%	13,4%	19,57x	16,90x	16,58x

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

547. Analog zu den Umsatz-Multiplikatoren werden die EBIT-Multiplikatoren für den Betrachtungszeitraum 2025 bis 2027 auf Basis der Best Comparables des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA bestimmt.

548. Unter Berücksichtigung des Medians und Durchschnitts der Best Comparables ergibt sich für das Jahr 2025 eine Bandbreite von 16,66x bis 19,57, für das Jahr 2026 von 15,79x bis 16,90x und für das Jahr 2027 von 16,58x bis 16,68x.

Wert des Eigenkapitals anhand von Börsenmultiplikatoren

549. Für die abschließende Bestimmung der aus den Börsenmultiplikatoren resultierenden Wertbandbreite haben wir im Folgenden wie bereits oben erwähnt jeweils auf eine Bandbreite zwischen dem Median und Durchschnitt der Best Comparables abgestellt.

550. Bei der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode werden nach gängiger Bewertungspraxis Prämien (zum Beispiel Übernahmepremien) und Abschläge (zum Beispiel Liquiditätsabschlag) auf die mit Börsenmultiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals berücksichtigt.

551. Konzeptionell liegt der Übernahmepremie die Annahme zugrunde, dass Börsenmultiplikatoren lediglich die Preise von nicht-beherrschenden Anteilen widerspiegeln und Kontrolle an einem Unternehmen einen Wert hat, da dadurch eine suboptimale Geschäftspolitik verändert und Synergien mit dem Erwerber gehoben werden können. Konzeptionell muss die Übernahmepremie in den sog. finanziellen Kontrollwert und den sog. strategischen Kontrollwert untergliedert werden,¹¹⁶ wobei letzterer Rationalisierungs- und Synergieeffekte abbildet. Dementsprechend müssen bei der Betrachtung von Börsenmultiplikatoren die

¹¹⁶ Vgl. Grbenic/Zunk, The Value of Control: Transaktionsorientierte Kontrollprämien für Europa, 2015, S. 16 ff; Eichner, Übernahmepremien bei M&A, 2017, S. 191.

abgeleiteten Unternehmenswerte um einen finanziellen Kontrollaufschlag adjustiert werden. Dies arbeitet z.B. die Studie von Grbenic/Zunk (2015) heraus und legt eine Kontrollprämie im einstelligen bis niedrigen zweistelligen Bereich nahe. Eichner (2017) hingegen untersucht in seiner Studie, inwiefern sich die in Europa beobachtbaren Übernahmeprämien in verschiedene Komponenten zerlegen lassen. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass in etwa ein Viertel bis ein Drittel der gesamten Übernahmeprämie auf die finanzielle Kontrollprämie zurückzuführen ist. Die beobachteten Übernahmeprämien in der Eichner Studie im Bereich von ca. 15% bis ca. 30% decken sich mit den Ergebnissen von Grbenic/Zunk. Somit kann insgesamt der Ansatz einer finanziellen Kontrollprämie i.H.v. 5% bis 10% begründet werden.

552. Da bei Börsenmultiplikatoren naturgemäß börsennotierte Unternehmensanteile verwendet werden und die A-Aktie der HHLA selbst unter anderem im Regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse sowie über das Handelssystem XETRA und zudem keine Anhaltspunkte ersichtlich sind, die gegen eine ausreichende Liquidität der A-Aktien sprechen (vgl. Kapitel 2.1), ist im Falle HHLA kein Liquiditätsabschlag anzusetzen. Studienergebnisse für deutsche Unternehmen ermitteln Liquiditätsabschläge auf Basis unterschiedlicher Untersuchungsansätze. Langemann (2014) ermittelt Liquiditätsabschläge für einen Analysezeitraum von 1959 bis 2013 im Median von 12%, stellt jedoch fest, dass Liquiditätsabschläge seit 2001 im Median bei rd. 5% liegen.¹¹⁷ Dodel (2014) kommt zu dem Ergebnis, dass Liquiditätsabschläge für deutsche nicht börsennotierte Unternehmen insgesamt in einer Bandbreite von ca. 17% bis 30% liegen, jedoch weiterhin in Abhängigkeit der Parameter Branchenzugehörigkeit, angewandeter Multiplikator und weiteren Kriterien variieren. Schiereck et al. (2016) ermitteln für den europäischen Kapitalmarkt Liquiditätsabschläge in Abhängigkeit des Vorhandenseins eines Kreditratings vor dem Börsengang eines Unternehmens in einer Bandbreite von rd. 4% bis 15%.¹¹⁸ Grundsätzlich legen diese Studienergebnisse einen Liquiditätsabschlag von 10% nahe, der in der Bewertungspraxis regelmäßig verwendet wird. Somit kann insgesamt der Ansatz eines Liquiditätsabschlags i.H.v. 10% begründet werden.
553. Auf Basis der gewählten Multiplikatoren resultieren die in folgender Darstellung ausgewiesenen Wertbandbreiten des Unternehmensgesamtwerts. Die dargestellte Bandbreite des Unternehmensgesamtwerts des Teilkonzerns Hafenlogistik wird in einem nächsten Schritt

¹¹⁷ Vgl. Dodel, K. *Calculating Value and Estimating Discounts in the New Market Environment*; 2014; Wiley-Verlag, München

¹¹⁸ Vgl. Schiereck/Kiesel/Sagalin: *Kreditratings und die Kapitalmarktpfperformance von Börsengängen in Kontinentaleuropa*, 352-35

aus dem Durchschnitt aller gezeigten Bandbreitenwerte gebildet und liegt zwischen 3.616,9 Mio. € und 3.882,0 Mio. €:

Wertableitung anhand von Börsenmultiplikatoren

in Mio.€

Börsenmultiplikatoren	Multiplikatoren Bandbreite		Hamburger Hafen und Logistik AG Bezugsgröße	Wertbandbreite	
	Best Comps (Median)	Best Comps (Durchschnitt)		Min	Max
Umsatz Multiplikator 2025	2,21x	2,50x	1.718,8	3.791,0	4.296,4
Umsatz Multiplikator 2026	1,94x	2,13x	1.934,9	3.746,8	4.127,2
Umsatz Multiplikator 2027	1,85x	1,99x	2.096,7	3.886,1	4.167,0
EBITDA Multiplikator 2025	11,40x	11,91x	308,4	3.514,6	3.671,8
EBITDA Multiplikator 2026	10,31x	11,05x	369,5	3.808,4	4.082,6
EBITDA Multiplikator 2027	9,86x	10,18x	464,6	4.580,8	4.730,5
EBIT Multiplikator 2025	16,66x	19,57x	142,1	2.366,4	2.780,2
EBIT Multiplikator 2026	15,79x	16,90x	178,6	2.819,9	3.017,9
EBIT Multiplikator 2027	16,68x	16,58x	243,6	4.038,4	4.064,0
Unternehmensgesamtwert (Ø)				3.616,9	3.882,0
- Verzinsliches Fremdkapital				-1.875,0	-1.875,0
- Minderheiten				-219,3	-219,3
- Kapitalerhöhung 2026				-450,0	-450,0
- Bewertungsabschlag CT Odessa				-28,7	-28,7
+ Steuerliche Verlustvorträge				29,2	29,2
+ Überschüssige Liquidität				90,0	90,0
Wert des Eigenkapitals (Ø)				1.163,2	1.428,2
+ Kontrollprämie (5-10%)				58,2	142,8
Wert des Eigenkapitals nach Anpassungen (Ø)				1.221,4	1.571,0
Aktienanzahl (in Mio.)				72,5	72,5
Wert je Aktie (in €)				16,84	21,67

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

554. Bei der Überleitung vom Unternehmensgesamtwert zum Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik sind die verzinslichen Verbindlichkeiten i.H.v. 1.875,0 Mio. € in Abzug zu bringen.
555. Bei der Multiplikator-Bewertung zum Bewertungsstichtag sind neben der Kontrollprämie i.H.v. 5% bis 10% zusätzlich die Sonderwerte, die nicht in der Planungsrechnung und somit nicht in der Referenzgröße enthalten sind, zu berücksichtigen. Analog zur Ermittlung des Werts des Eigenkapitals anhand der Ertragswertmethode werden Sonderwerte für Wertbeiträge aus Minderheiten, der risikoinduzierte Bewertungsabschlag für das CTO, die Kapitalerhöhung im Jahr 2026, steuerliche Verlustvorträge sowie überschüssige Liquidität erfasst. Die Summe der zum Bewertungsstichtag aufgezinsten Sonderwerte beträgt somit -578,8 Mio. €.
556. Insgesamt ergibt sich so eine Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik nach Anpassungen i.H.v. 1.221,4 Mio. € bis 1.571,0 Mio. €. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 72,5 Mio. A-Aktien ergibt sich ein aus den Börsenmultiplikatoren abgeleiteter Wert je A-Aktie in einer Bandbreite von 16,84 € bis 21,67€.

2.6.3.2. Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen

557. Neben der Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren werden zudem Transaktionsmultiplikatoren verwendet. Der Unternehmenswert wird hierbei mithilfe beobachtbarer Transaktionen von Vergleichsunternehmen bestimmt, welche nicht zwingend börsennotiert sein müssen. Zur Ableitung dieser Multiplikatoren wird der gezahlte Kaufpreis der Vergleichsunternehmen ins Verhältnis zu einer Bezugsgröße gesetzt. Transaktionsmultiplikatoren weisen gegenüber Börsenmultiplikatoren den Unterschied auf, dass sie regelmäßig für Anteilspakete und Mehrheitserwerbe beobachtbar sind.
558. Bei den auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenslagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und andere subjektive Erwartungshaltungen, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion realisierbar werden. Ferner sind Interdependenzen zwischen gezahlten Preisen und der Kaufvertragsgestaltung (zum Beispiel Garantien etc.) vorhanden. So können gezahlte Kaufpreise für Mehrheitsanteile Zuschläge enthalten. Insgesamt wird in diesem Zusammenhang regelmäßig von sog. Übernahmeprämien gesprochen, die diese Effekte berücksichtigen. Im Gegensatz dazu enthalten Börsenmultiplikatoren solche Prämien nicht, sofern vorher keine Übernahmegerüchte existieren. Die angesprochenen Effekte sind in der Praxis häufig beobachtbar, lassen sich jedoch i.d.R. nicht einzeln quantifizieren oder separieren. Teilweise können auch negative Prämien bzw. Abschläge beobachtet werden.
559. Es ist darauf hinzuweisen, dass entsprechend der Rechtsprechung keine individuellen Synergien, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion entstehen (sog. echte Synergien) berücksichtigt werden. Somit kommt den Transaktions-Multiplikatoren nur eine geringe Bedeutung zu.
560. Darüber hinaus ist bei Transaktions-Multiplikatoren auf den Zeitbezug der Transaktion zum Bewertungsstichtag zu achten. Transaktionspreise mit zeitlich großem Abstand zum Bewertungsstichtag sind nur eingeschränkt übertragbar, da sie zum Teil großen (Markt-) Schwankungen unterliegen können.¹¹⁹ Insofern wird die Aussagekraft dieses Ansatzes – v.a. gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt. Zudem besteht, wie auch bei den Börsenmultiplikatoren, die Möglichkeit von Marktverzerrungen, die zu nicht aussagekräftigen Transaktionspreisen führen können, sodass ggf. das Kriterium des Zeitbezugs zum Bewertungsstichtag zugunsten der Vermeidung der Fortschreibung temporärer Verzerrungen abgeschwächt werden muss.
561. Neben diesen Beschränkungen ist zudem regelmäßig die Datenbasis vergleichbarer Transaktionen eingeschränkt, da sie auf öffentlich verfügbaren Informationen beruht, für welche im Unterschied zu Börseninformationen keine vergleichbaren Veröffentlichungspflichten bestehen.
562. Aus M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen wurden diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind.¹²⁰ Der Analysezeitraum umfasst die Jahre ab 2022 bis zum Bewertungsstichtag. Bei der Auswahl an

¹¹⁹ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 218, neben ihrer Kritik auch an Börsen-Multiplikatoren.

¹²⁰ Zugang der Informationen und Kennzahlen über die Datenbank S&P Global Market Intelligence. Es werden insbesondere die impliziten Gesamtkapitalwerte und jeweiligen Bezugsgrößen von dieser Datenbank bezogen und anschließend auf dieser Basis die entsprechenden Multiplikatoren berechnet. Außerdem wurden einige der Multiplikatoren aus der Datenbank MergerMarket entnommen.

vergleichbaren Unternehmen wurde analog zur Peer Group Auswahl vorgegangen¹²¹ und Transaktionen im Markt für Containerumschlag und intermodale Dienstleistungen identifiziert. Dabei wurden grundsätzlich nur Mehrheitstransaktionen aufgenommen.¹²² Außerdem wurden nur Transaktionen ausgewählt, bei denen das Zielunternehmen den Hauptsitz in Europa, den USA oder Kanada, Südamerika, Asien oder Australien hat.

563. Auf Basis ausschließlich öffentlich verfügbarer Informationen ist eine abschließende, fundierte Beurteilung der jeweiligen Transaktionen regelmäßig nicht umfassend möglich. Somit könnten die ausgewählten Transaktionen nicht bzw. nur sehr eingeschränkt vergleichbar sein. Insbesondere können gezahlte Prämien oder Abschläge in direktem Zusammenhang mit gewährten Garantien oder sonstigen Verpflichtungen im Rahmen des Kaufvertrags stehen. Trotz dieser Einschränkungen wurden folgende 11 Transaktionen identifiziert und in Abhängigkeit der Datenverfügbarkeit Multiplikatoren daraus abgeleitet.

Übersicht über die ausgewählten vergleichbaren Transaktionen

in Mio. €

Transaktions Details				Finanzkennzahlen (LTM)				Transaktionsmultiplikatoren	
Käuferunternehmen	Zielunternehmen	Land	Closing	EBITDA-Marge	Umsatz (Mio. €)	Ertragsanteil	Prämie 1 Monat zuvor	EV / Umsatz	EV / EBITDA
UHSuper Limited; Macquarie Asset Management Pty Limited; Pontegadea Shareholdings Luxembourg Sàrl	Qube Holdings Limited	Australien	24.11.2025	15,9%	12.197,5	100,0%	18,5%	2,5x	16,0x
SAS Shipping Agencies Services SÀRL	Wilson Sons S.A.	Brasilien	04.06.2025	42,0%	10.067,0	56,5%	3,2%	3,7x	8,7x
Adani Ports and Special Economic Zone Limited	Gopalpur Ports Limited	Indien	11.10.2024	n/a	14.200,0	95,0%	n/a	4,2x	n/a
JSW Port Logistics Private Limited	Navkar Corporation Limited	Indien	11.10.2024	15,3%	16.533,5	70,4%	-2,8%	3,8x	24,5x
IKO, Inc.	Coyote logistics, LLC	Vereinigte Staaten	16.09.2024	2,7%	1.029,0	100,0%	n/a	0,4x	13,2x
Blue Wolf Capital Partners LLC; Stonepeak Partners LP	Logistec Corporation	Kanada	08.01.2024	8,4%	1.438,8	100,0%	3,9%	1,4x	16,8x
Abu Dhabi Ports Company PISC	Neatum Logistics S.L.	Spanien	03.07.2023	8,0%	2.500,0	100,0%	n/a	0,4x	5,0x
COSCO SHIPPING Ports Limited	HHLA Container Terminal Tollerort GmbH	Deutschland	19.06.2023	n/a	n/a	24,9%	n/a	1,6x	n/a
Gadot Chemical Tankers and Terminals Ltd.; Adani Ports and Special Economic Zone Limited	Haifa Port Company Ltd	Israel	10.01.2023	29,0%	1.968,0	100,0%	n/a	2,6x	8,8x
Congair Express Inc.	JFK Cartage Inc.	Vereinigte Staaten	04.08.2022	n/a	1,7	100,0%	n/a	0,5x	n/a
SAS Shipping Agencies Services SÀRL	Log-In Logística Intermodal S.A.	Brasilien	13.01.2022	25,3%	3.595,1	67,0%	55,7%	2,3x	9,3x
Min				2,7%	1,7	24,9%	-2,8%	0,4x	5,0x
Median				15,6%	3047,5	100,0%	3,9%	2,3x	11,2x
Durchschnitt				18,3%	6353,1	83,1%	15,7%	2,1x	12,8x
Max				42,0%	16533,5	100,0%	55,7%	4,2x	24,5x

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank MergerMarket und S&P Capital IQ

564. Bei sechs der gezeigten Transaktionen handelte es sich bei dem Zielunternehmen um nicht börsennotierte Gesellschaften. Mangels Börsennotierung sind die Anteile dieser Unternehmen nicht frei handelbar und unterliegen daher im Vergleich zu einem börsennotierten Unternehmen mit ausreichender Liquidität wie dem Teilkonzern Hafentlogistik der HHLA AG tendenziell einem Liquiditätsabschlag. Zur Herstellung einer besseren Vergleichbarkeit hinsichtlich der Liquidität wurde daher bei den nicht börsennotierten Gesellschaften ein pauschaler Liquiditätsaufschlag i.H.v. 10% auf den impliziten Eigenkapitalwert vorgenommen.
565. Im Rahmen der Bewertung auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren werden die Umsatzerlöse und EBITDA des Geschäftsjahres 2025 als Bewertungskennzahlen herangezogen. Der Median bzw. Durchschnitt der Umsatzmultiplikatoren beträgt 2,3x bzw. 2,1x; für die EBITDA-Multiplikatoren ergeben sich entsprechende Werte von 11,2x und 12,8x.
566. Im Folgenden wird für die Bewertung anhand der Umsatz- und EBITDA-Transaktionsmultiplikatoren auf eine Bandbreite zwischen dem Median und Durchschnitt aller Transaktionen abgestellt.

¹²¹ Vgl. Kapitel 2.3.4.

¹²² Obwohl es sich bei dem Erwerb der Beteiligung am CTT durch COSCO um eine Minderheitsbeteiligung in Höhe von 25% handelt, wurde diese Transaktion in die Analyse einbezogen, da eine hohe Vergleichbarkeit zur HHLA besteht. Das CTT ist ein Container Terminal der HHLA und weist damit ein sehr ähnliches operatives Geschäftsprofil auf.

Wert des Eigenkapitals anhand von Transaktionsmultiplikatoren

567. Basierend auf den ausgewählten Transaktionen ergibt sich bei der Verwendung der entsprechenden Umsatz- und EBITDA-Multiplikatoren für den Teilkonzern Hafenlogistik der HHLA AG die im Folgenden dargestellte Wertbandbreite für den Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik analog zur Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis von Börsenmultiplikatoren:

Wertableitung anhand von Transaktionsmultiplikatoren

in Mio. €

Transaktionsmultiplikatoren	Multiplikatoren Bandbreite		Hamburger Hafen und Logistik AG Bezugsgröße	Wertbandbreite	
	Median	Durchschnitt		Min	Max
Unternehmenswert / Umsatz	2,3x	2,1x	1.718,8	3.642,7	4.038,7
Unternehmenswert / EBITDA	11,2x	12,8x	308,4	3.460,0	3.937,7
Unternehmensgesamtwert (Ø)				3.551,4	3.988,2
- Verzinsliches Fremdkapital				-1.875,0	-1.875,0
- Minderheiten				-219,3	-219,3
- Kapitalerhöhung 2026				-450,0	-450,0
- Bewertungsabschlag CT Odessa				-28,7	-28,7
+ Steuerliche Verlustvorträge				29,2	29,2
+ Überschüssige Liquidität				90,0	90,0
Wert des Eigenkapitals (Ø)				1.097,6	1.534,5
Aktienanzahl (in Mio.)				72,5	72,5
Wert je Aktie (in €)				15,14	21,16

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus dextr Datenbank MergerMarket und S&P Capital IQ

568. Zum Bewertungsstichtag liegt die Bandbreite für den Unternehmensgesamtwert des Teilkonzerns Hafenlogistik auf Basis der von vergleichbaren Transaktionen abgeleiteten Umsatz- und EBITDA-Multiplikatoren mit der ausgewählten Multiplikator-Bandbreite zwischen 3.551,4 Mio. € und 3.988,2 Mio. €. Nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals i.H.v. 1.875,0 Mio. € und unter Berücksichtigung der Sonderwerte aus Minderheiten, CT Odessa Risikoadjustierung, Kapitalerhöhung 2026, der steuerlichen Verlustvorträge und überschüssigen Liquidität ergibt sich eine Bandbreite des Werts des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik von 1.097,6 Mio. € bis 1.534,5 Mio. €.

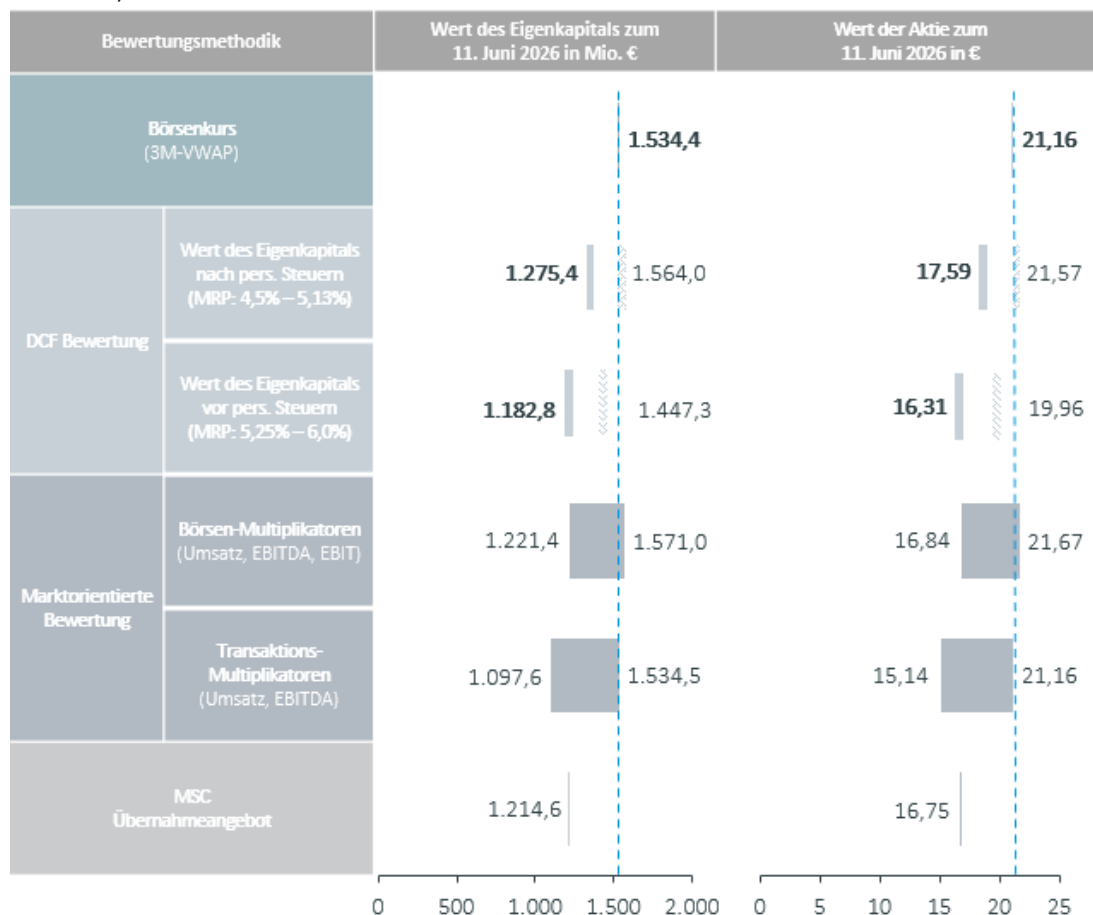
569. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 72,5 Mio. A-Aktien ergibt sich ein aus den Transaktionsmultiplikatoren abgeleiteter Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik in einer Bandbreite von 15,14 € bis 21,16 € je A-Aktie.

2.6.4. Fazit zum Wert des Eigenkapitals

570. Die aus den verschiedenen Bewertungsmethoden und -parametern ermittelten Werte des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik stellen sich zum 11. Juni 2026 wie folgt dar:

Teilkonzern Hafenlogistik der HHLA: Eigenkapitalwert zum 11. Juni 2026

in Mio. € / in €



Quelle: ValueTrust Analyse

571. Der ermittelte 3M-VWAP auf Basis der Börsenkurse im regulierten Markt beträgt gemäß Berechnungen der BaFin zum Zeitpunkt vor Ankündigung des Squeeze Out am 5. Januar 2026 21,16 € je A-Aktie, was bei einer Aktienanzahl von rd. 72,5 Mio. Stück einer Marktkapitalisierung von 1.534,4 Mio. € entspricht. In Bezug auf den Börsenkurs bestehen keine Hinweise auf Marktmissbrauch oder Verstöße gegen Publizitätspflichten. Auch die Liquidität der A-Aktie war im Referenzzeitraum ausreichend. Insofern bestehen keine Anzeichen, dass der Börsenkurs nicht als Indikator für den Verkehrswert der Aktien und somit für die Abfindungsermittlung herangezogen werden kann. Vor dem Hintergrund der rechtlichen Anforderungen stellt der 3M-VWAP der A-Aktie eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA AG sowie der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG dar.

572. Der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern (objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1) wird in der Praxis zur Bestimmung der angemessenen Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen herangezogen, sofern nicht auf den 3M-VWAP abgestellt werden kann.

Dieser ermittelte Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik beträgt zum 11. Juni 2026 unter Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,125% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,09% nach persönlichen Steuern 1.275,4 Mio. € bzw. 17,59 € je A-Aktie. Der 3M-VWAP vor Ankündigung des Squeeze Out liegt damit über dem Ertragswert nach persönlichen Steuern und ist demzufolge maßgeblich für die Bemessung der angemessenen Barabfindung. In der Sensitivitätsberechnung beträgt der Wert unter Verwendung einer niedrigeren Marktrisikoprämie von 4,5% nach persönlichen Steuern 1.564,0 Mio. € bzw. 21,57 € je A-Aktie und bestätigt ebenfalls die Angemessenheit des 3M-VWAP als Grundlage der Abfindung.

573. Daneben wurde der Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik auch vor persönlichen Steuern gemäß den DVFA-Empfehlungen ermittelt. Der zum 11. Juni 2026 resultierende Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik beträgt vor persönlichen Steuern 1.182,8 Mio. € bzw. 16,31 € je A-Aktie und in der Sensitivitätsrechnung 1.447,3 Mio. € bzw. 19,96 € je A-Aktie. Der 3M-VWAP vor Ankündigung des Squeeze Out liegt somit oberhalb des Wertes vor persönlichen Steuern.
574. Die Werte des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik wurden zudem anhand der Börsen- und Transaktionsmultiplikator-Methode ermittelt. Die anhand der Börsenmultiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik beträgt 1.221,4 Mio. € bis 1.571,0 Mio. € bzw. 16,84 € bis 21,67 € je A-Aktie. Die anhand der Transaktionsmultiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik beträgt 1.097,6 Mio. € bis 1.534,5 Mio. € bzw. 15,14 € bis 21,16 € je A-Aktie. Die so ermittelten Bandbreiten des Werts des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik bestätigen ebenfalls die Angemessenheit des 3M-VWAP und den Wert des Eigenkapitals vor und nach persönlichen Steuern anhand der Ertragswert- bzw. DCF-Methode.
575. Die ermittelten Wertbandbreiten bestätigen die Angemessenheit des für die Barabfindung heranzuziehenden 3M-VWAP vor Ankündigung des Squeeze Out.

3. ÜBERSCHLÄGIGE BEWERTUNG DES TEILKONZERNS IMMOBILIEN (S-AKTIE)

3.1. Überblick Teilkonzern Immobilien und Geschäftsmodell

576. Der Teilkonzern Immobilien umfasst die Immobilienaktivitäten der HHLA mit Fokus auf Gewerbeimmobilien am Hamburger Hafencity. Der Schwerpunkt liegt auf der nachhaltigen Entwicklung, Vermietung und der kaufmännischen und technischen Bewirtschaftung von Bestandsimmobilien. Dies umfasst insbesondere die Vermarktung der beiden zentralen Quartiere Hamburger Speicherstadt und des nördlichen Elbufers/Fischereihafenareals sowie der Logistikimmobilien im Hamburger Hafen. Beide Quartiere wurden im Zuge der städtebaulichen Entwicklung aus dem Hafengebiet herausgenommen und werden heute als innerstädtische, gewerblich genutzte Quartiere entwickelt und bewirtschaftet. Die HHLA ist dabei Gebäudeeigentümer, jedoch nicht Eigentümer des Grund und Bodens. Die Grundstücke sind langfristig von der Stadt Hamburg bzw. den städtischen Gesellschaften angemietet. Die angemieteten Flächen in der Speicherstadt dürfen ohne vorherige Zustimmung des Vermieters nicht weitervermietet werden. Ebenso ist es unzulässig, die auf diesen Flächen befindlichen Gebäude ohne eine entsprechende Zustimmung des Vermieters zu veräußern oder zu vermieten.
577. Ein zentrales Element des Geschäftsmodells ist die langfristige Bestandshaltung und nachhaltige Weiterentwicklung von Quartieren mit historischer Bausubstanz. Im Portfolio des Teilkonzerns Immobilien wurde die historische, denkmalgeschützte Speicherstadt im Jahr 2015 durch die UNESCO zum Weltkulturerbe ernannt. In der Speicherstadt liegt ein besonderer Fokus auf der denkmalgerechten Sanierung und Modernisierung. Darüber hinaus werden weitere Immobilienflächen am Fischmarkt in Hamburg-Altona im Umfeld des Fischereihafenareals am nördlichen Elbufer bewirtschaftet.
578. Die Attraktivität des Immobilienportfolios ergibt sich insbesondere aus der Kombination aus historischer Bausubstanz, denkmalgeschützten Gebäuden und attraktiver Wasserlage in der Speicherstadt sowie im Bereich des nördlichen Elbufers. Die HHLA verfügt dabei über internes Know-how in der Entwicklung und Realisierung von Immobilienprojekten, das auf die Balance zwischen marktorientierten Anforderungen der Mieter und den Anforderungen des denkmalgerechten Umgangs mit der geschützten Bausubstanz ausgerichtet ist. Gleichzeitig steht der Teilkonzern im Wettbewerb mit nationalen und internationalen Investoren, die ebenfalls hochwertige Immobilien in vergleichbaren Lagen anbieten.
579. Die Vermietung richtet sich an ein breit diversifiziertes Kundenspektrum. Zu den Mietern zählen unter anderem Unternehmen aus den Bereichen Logistik und Handel, Medien-, Beratungs- und Werbeagenturen, Modeunternehmen, Gastronomie- und Hotelbetriebe sowie Firmen der Kreativwirtschaft. Zum 31. Dezember 2025 beschäftigte der Teilkonzern Immobilien insgesamt 101 Mitarbeitende.
580. Die wirtschaftliche Entwicklung des Teilkonzerns Immobilien wird durch die 2.704.500 S-Aktien der HHLA abgebildet. Die S-Aktien sind nicht börsennotiert und befinden sich vollständig im Eigentum der POH aufgrund einer mit der HGV geschlossenen Vereinbarung zur vorübergehenden Überlassung von Wertpapieren. Für den Fall eines Verlusts im Teilkonzern Immobilien existiert ein Verlustausgleichsvertrag mit der FHH.

3.2. Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage Teilkonzern Immobilien

581. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage des Teilkonzerns Immobilien wird nachfolgend auf die Jahre 2023 bis 2025 eingegangen.

3.2.1. Ertragslage

582. Die nachfolgende Übersicht stellt die Ertragslage des Teilkonzerns Immobilien für die Jahre 2023 bis 2025 nach IFRS dar:

Unbereinigte historische Ertragslage

in Mio. €

	Historisch (unbereinigt)			CAGR
	2023	2024	2025	2023-25
Umsatzerlöse	46,5	46,1	46,3	-0,2%
Wachstum in %	-	-0,8%	0,5%	
Materialaufwand	-9,4	-9,5	-9,3	-0,4%
Personalaufwand	-2,6	-2,8	-2,9	6,8%
Sonstige betriebliche Erträge	8,2	19,9	10,7	14,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-16,9	-28,1	-19,2	6,6%
EBITDA	25,8	25,6	25,6	-0,3%
in % der Umsatzerlöse	55,5%	55,6%	55,2%	
Abschreibungen	-9,6	-9,5	-10,2	2,8%
EBIT	16,1	16,1	15,4	-2,3%
in % der Umsatzerlöse	34,7%	34,9%	33,2%	
Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-2,3	-2,1	-3,4	21,9%
Ergebnis vor Ertragsteuern	13,8	14,0	12,0	-6,9%
Ertragsteuern	-2,8	-4,7	-3,1	5,5%
Effektive Steuerquote (in %)	20,3%	33,8%	26,1%	
Jahresergebnis	11,0	9,3	8,9	-10,4%
in % der Umsatzerlöse	23,7%	20,1%	19,1%	

Quelle: Unternehmensinformationen HHLA

583. Die Umsatzerlöse blieben im historischen Zeitraum nahezu konstant und erreichten im Jahr 2025 46,3 Mio. €. Die Umsatzerlöse enthalten überwiegend Mieteinnahmen aus der gewerblichen Vermietung und zu einem geringen Anteil Umsatzerlöse aus Fischhandel im Fischmarktquartier. Der größte Teil der Umsatzerlöse stammt dabei aus der Vermietung der Gebäude in der Speicherstadt und im Fischmarktareal. Dies umfasst gewerbliche Mietverträge, überwiegend in Form von Staffelmieten oder indexbasierten Verträgen. Die im Fischmarktareal entstehenden Umsatzerlöse aus fischwirtschaftlichen Aktivitäten dienen primär der Unterstützung der ansässigen Fischgroßhändler. Die HHLA übernimmt hier Aufgaben wie die Beschaffung bestimmter Waren, die einzelnen Händler nicht selbst einkaufen können, sowie Dienstleistungen in der Fischverarbeitung und -verpackung.

584. Die Materialaufwandsquote blieb in den Jahren 2023 und 2025 zwischen 20,1% bis 20,6% ebenfalls nahezu unverändert. Unter dem Materialaufwand, der absolut zwischen 9,3 Mio. € und 9,5 Mio. € betrug, werden insbesondere Betriebskosten nach Betriebskostenverordnung, Energiekosten sowie die Materialkosten aus der Fischverarbeitung im Fischmarktareal abgebildet, welche im historischen Verlauf nur minimal schwankten.

585. Die Personalaufwandsquote stieg leicht von ursprünglich 5,5% im Jahr 2023 auf 6,3% im Jahr 2025, getrieben von einem moderaten Anstieg der Aufwendungen für Gehälter und

Sozialabgaben. Absolut bewegte sich der Personalaufwand zwischen 2,6 Mio. € und 2,9 Mio. €. ¹²³

586. Die sonstigen betrieblichen Erträge umfassen im Wesentlichen Betriebskostenerstattungen der Mieter, insbesondere Vorauszahlungen sowie Abrechnungssalden für Heiz- und Betriebskosten, und bewegten sich in den Jahren 2023 bis 2025 in einer Bandbreite von 8,2 Mio. € bis 19,9 Mio. €. Der Anteil der sonstigen betrieblichen Erträge an den Umsatzerlösen variierte im Zeitraum 2023 bis 2025 zwischen 17,6% und 43,2%. Der Anstieg der Quote auf 43,2% im Jahr 2024 ist auf einen einmaligen Sondereffekt im Zusammenhang mit einer strukturellen Umgestaltung innerhalb des Konzerns zurückzuführen. In diesem Zusammenhang wurde die HHLA von einer angenommenen Grunderwerbsteuerbelastung freigestellt. Die daraus resultierende Entlastung wurde ergebnisneutral durch die Erfassung eines korrespondierenden Postens in gleicher Höhe von 10,5 Mio. € in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen berücksichtigt.
587. Die Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhte sich infolge dieses einmaligen Sondereffekts auf 61,0% im Jahr 2024 und normalisierte sich im darauffolgenden Jahr auf 41,5%. Der absolute Umfang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen bewegte sich in den betrachteten Jahren zwischen 16,9 Mio. € und 28,1 Mio. €. Der überwiegende Anteil entfiel dabei in allen drei Jahren auf Fremdleistungen für Instandhaltung sowie auf Beratungs-, Dienstleistungs- und Versicherungsaufwendungen. Aufgrund der weitgehend konstanten Aufwandsquoten sowie der nur geringfügig schwankenden Umsatzerlöse blieb auch die EBITDA-Marge im historischen Zeitraum konstant und bewegte sich zwischen 55,2% und 55,6%. Absolut bewegte sich das EBITDA zwischen 25,6 Mio. € und 25,8 Mio. €.
588. Bei absoluten Abschreibungen zwischen 9,5 Mio. € und 10,2 Mio. € ergab sich eine historische EBIT-Marge zwischen 33,2% und 34,9% in den vergangenen drei historischen Jahren. Dies entspricht einem absoluten EBIT zwischen 15,4 Mio. € und 16,1 Mio. €.
589. Nach Abzug des Zinsergebnisses und der Ertragssteuern ergab sich im Jahr 2023 ein Jahresüberschuss von 11,0 Mio. €, welcher sich zum Jahr 2025 auf 8,9 Mio. € reduzierte, was einer Entwicklung der Marge von 23,7% auf 19,1% entspricht.

3.2.2. Vermögenslage

590. Im Folgenden wird die historische Vermögens- und Finanzlage des Segments Immobilien der HHLA zum 31. Dezember der Jahre 2023 bis 2025 nach IFRS dargestellt. Dabei wird die Entwicklung der Aktiv- sowie der Passivseite der Jahre 2023 bis 2025 beschrieben:

Beschreibung der historischen Vermögens- und Finanzlage – Aktiva

591. Die nachfolgende Übersicht stellt die unbereinigte Vermögenslage des Segments Immobilien zum 31. Dezember der Jahre 2023 bis 2025 nach IFRS dar:

¹²³ Hierbei ist anzumerken, dass der Personalaufwand im Verhältnis zur Mitarbeiterzahl vergleichsweise niedrig ausfällt, da ein Teil der entsprechenden Kosten mit der Holding verrechnet bzw. dieser in Rechnung gestellt wird.

Historische Vermögenslage - Aktiva

in Mio. €

	Historisch (unbereinigt)		
	2023	2024	2025
Sachanlagen	258,3	269,7	293,7
Finanzanlagen	4,2	3,8	2,6
Anlagevermögen	262,5	273,6	296,3
Vorräte	0,0	0,0	0,0
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	1,8	12,9	15,4
Liquide Mittel	67,8	55,6	16,2
Sonstige Vermögenswerte	1,3	1,2	0,9
Umlaufvermögen	70,9	69,7	32,5
Summe Aktiva	333,3	343,3	328,8

Quelle: Unternehmensinformationen HHLA

592. Die Sachanlagen inkl. Vermögenswerte aus Nutzungsrechten stiegen von 258,3 Mio. € im Jahr 2023 auf 293,7 Mio. € im Jahr 2025 an. Grund für den Anstieg waren Investitionen, vor allem im Rahmen der Projektentwicklung innerhalb der Speicherstadt, welche sich auch in der Planung weiter fortsetzen. Hierbei handelt es sich um umfassende Modernisierungs- und Sanierungsprojekte ganzer Gebäudekomplexe, welche nach Abschluss in die Vermietung überführt werden. Die Investitionen in Sachanlagen (exkl. IFRS-16) beliefen sich im Jahr 2023 auf 18,6 Mio. €, im Jahr 2024 auf 20,7 Mio. € und im Jahr 2025 auf 33,0 Mio. €. Dies entspricht einer Investitionsquote von 39,9% im Jahr 2023, 44,8% im Jahr 2024 und 71,2% im Jahr 2025.
593. Die Forderungen und sonstigen Vermögenswerte entwickeln sich ausgehend von 1,8 Mio. € im Jahr 2023 auf 12,9 Mio. € im Jahr 2024 und steigen anschließend weiter auf 15,4 Mio. € in 2025 an.
594. Die liquiden Mittel verzeichneten ausgehend von 67,8 Mio. € im Jahr 2023 einen Rückgang auf 55,6 Mio. € im Folgejahr. Im Jahr 2025 kam es zu einem starken Rückgang auf 16,2 Mio. €. Dies ist im Wesentlichen auf eine erhöhte Investitionstätigkeit sowie einen Rückgang der Darlehensverbindlichkeiten.
595. Die Gesamtkтива veränderten sich in der Folge nur geringfügig, ausgehend von 333,3 Mio. € im Jahr 2023 auf 328,8 Mio. € im Jahr 2025.

Historische Vermögenslage - Passiva

in Mio. €

	Historisch (unbereinigt)		
	2023	2024	2025
Eigenkapital	76,5	80,0	85,0
Sonstige Rückstellungen	0,1	11,1	11,1
Abbruchkostenrückstellungen	3,6	3,7	3,9
Rückstellungen	3,6	14,8	15,0
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	186,3	185,8	165,2
Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen	10,1	7,7	6,0
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	7,3	6,6	6,4
Pensionsrückstellungen	4,7	4,5	4,3
Verzinsliche Verbindlichkeiten	208,4	204,6	181,8
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	12,4	12,5	18,9
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	4,3	2,2	1,9
Sonstige Verbindlichkeiten	28,0	29,1	26,2
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	44,8	43,9	47,0
Summe Passiva	333,3	343,3	328,8

Quelle: Unternehmensinformationen HHLA

596. Das Eigenkapital verzeichnete einen moderaten Anstieg von 76,5 Mio. € im Jahr 2023 auf 85,0 Mio. € im Jahr 2025, insbesondere getrieben durch die positiven Jahresergebnisse.
597. Die Rückstellungen stiegen ausgehend von 3,6 Mio. € im Jahr 2023 auf 15,0 Mio. € im Jahr 2025, maßgeblich beeinflusst durch einen Anstieg der sonstigen Rückstellungen.
598. Die verzinslichen Verbindlichkeiten fielen von ursprünglich 208,4 Mio. € im Jahr 2023 auf 181,8 Mio. € im Jahr 2025, getrieben durch den Rückgang der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sowie der Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen.
599. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten blieben innerhalb des Betrachtungszeitraums relativ konstant und entwickelten sich von 44,8 Mio. € im Jahr 2023 auf 43,9 Mio. € im Jahr 2024 und 47,0 Mio. € im Jahr 2025.
600. Die Gesamtpassiva entwickelten sich ausgehend von 333,3 Mio. € im Jahr 2023 auf 328,8 Mio. € im Jahr 2025.

3.2.3. Planungsrechnung des Segments Immobilien

601. Nachfolgend erfolgt eine kurze Analyse der Planungsrechnung des Segments Immobilien der HHLA.

Gewinn- und Verlustrechnung: Historie und Planungsrechnung 2023-2030

in € Mio.

	Historisch (unbereinigt)			Planung					CAGR 2025-30
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Umsatzerlöse	46,5	46,1	46,3	46,2	45,7	47,6	52,5	58,3	4,7%
Wachstum in %	-	-0,8%	0,5%	-0,2%	-1,1%	4,1%	10,3%	11,0%	
Materialaufwand	-9,4	-9,5	-9,3	-9,3	-9,5	-9,8	-11,4	-11,4	4,1%
Personalaufwand	-2,6	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	3,1%
Sonstige betriebliche Erträge	8,2	19,9	10,7	7,5	7,6	7,8	8,4	8,7	-4,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-16,9	-28,1	-19,2	-16,7	-17,3	-17,9	-18,9	-20,6	1,4%
EBITDA	25,8	25,6	25,6	24,7	23,3	24,5	27,3	31,6	4,3%
in % der Umsatzerlöse	55,5%	55,6%	55,2%	53,5%	51,1%	51,5%	52,0%	54,3%	
Abschreibungen	-9,6	-9,5	-10,2	-10,9	-11,0	-11,9	-10,3	-11,4	2,3%
EBIT	16,1	16,1	15,4	13,8	12,3	12,6	17,0	20,2	5,6%
in % der Umsatzerlöse	34,7%	34,9%	33,2%	29,9%	26,9%	26,5%	32,4%	34,7%	
Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-2,3	-2,1	-3,4	-4,3	-5,6	-10,7	-13,2	-14,9	34,2%
Ergebnis vor Ertragsteuern	13,8	14,0	12,0	9,5	6,7	1,9	3,8	5,3	-15,0%
Ertragsteuern	-2,8	-4,7	-3,1	-2,8	-1,7	-0,2	-0,8	-1,1	-19,2%
Effektive Steuerquote (in %)	20,3%	33,8%	26,1%	29,3%	25,1%	10,3%	19,7%	20,3%	
Jahresergebnis	11,0	9,3	8,9	6,7	5,0	1,7	3,1	4,2	-13,7%
in % der Umsatzerlöse	23,7%	20,1%	19,1%	14,6%	11,0%	3,6%	5,9%	7,3%	

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen

602. Die Umsatzerlöse verzeichnen im Planungszeitraum ein moderates jährliches Wachstum von rd. 4,7% zwischen 2025 und 2030 und sollen von 46,3 Mio. € auf 58,3 Mio. € ansteigen. Primärer Treiber ist der Anstieg der der Umsatzerlöse aus der Vermietung der Gebäude in der Speicherstadt und im Fischmarktareal. Die überwiegende Mehrheit der Mietverträge ist hierbei als gewerbliche Staffelmiete ausgestattet, was zu einer sukzessiven Erhöhung der jährlichen Mieteinnahmen führt. In der Vergangenheit lag die Leerstandsquote durchgehend auf einem niedrigen Niveau von unter 5,0%. Auch für den Planungszeitraum bestehen keine konkreten Hinweise darauf, dass mit einer wesentlichen Veränderung dieser Quote zu rechnen ist. Zudem werden modernisierte Mietflächen in die Vermietung überführt und tragen hierdurch zum Wachstum der Umsatzerlöse bei. In den Jahren 2029 und 2030 kommt es nach der Fertigstellung mehrerer größerer Entwicklungsprojekte in der Speicherstadt zu zusätzlichen signifikanten Umsatzanstiegen.

603. Der Materialaufwand soll von 9,3 Mio. € im Jahr 2025 auf 11,4 Mio. € im Jahr 2030 ansteigen. Die Materialaufwandsquote soll sich im Planungszeitraum von 20,1% im Jahr 2025 auf 19,6% im Jahr 2030 verringern, einhergehend mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate der absoluten Materialaufwendungen von 4,1%. Die Reduktion der Quote zum Ende des Planungszeitraums im Jahr 2030 auf 19,6% lässt sich auf den Umsatzanstieg in Verbindung mit der Fertigstellung mehrerer großer Entwicklungsprojekte in der Speicherstadt zurückführen, die ab 2029/30 in die Vollvermietung gehen.

604. Der Personalaufwand soll sich von 2,9 Mio. € im Jahr 2025 auf 3,4 Mio. im Jahr 2030 entwickeln. Die Personalaufwandsquote soll im Planungszeitraum zunächst leicht ansteigen von 6,3% im Jahr 2025 auf 6,8% im Jahr 2027 und anschließend nach Fertigstellung der Entwicklungsprojekte in der Speicherstadt auf 5,8% im Jahr 2030 zurückgehen.

605. Die sonstigen betrieblichen Erträge sollen von 10,7 Mio. € im Jahr 2025 auf 8,7 Mio. € im Jahr 2030 fallen.
606. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen umfassen im Planungszeitraum im Wesentlichen Fremdleistungen für Instandhaltungen sowie Beratungen, Dienstleistungen und Versicherungen. Diese sollen von 19,2 Mio. € im Jahr 2025 leicht auf 20,6 Mio. € im Jahr 2030 ansteigen.
607. Vor dem Hintergrund der einzelnen Aufwandsposten ergibt sich eine leichte Verbesserung des EBITDA, das von 25,6 Mio. € im Jahr 2025 auf 31,6 Mio. € im Jahr 2030 ansteigen soll. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 4,3%. Damit ist ein leichter Rückgang der EBITDA-Marge von 55,2% auf 54,3% geplant.
608. Das EBIT entwickelt sich entsprechend der EBITDA-Entwicklung positiv und soll ausgehend von 15,4 Mio. € im Jahr 2025 auf 20,2 Mio. € im Jahr 2030 ansteigen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 5,6%. Die EBIT-Marge soll sich im selben Zeitraum von 33,2% auf 34,7% erhöhen.
609. Der Jahresüberschuss sinkt hingegen von rd. 8,9 Mio. € im Jahr 2025 auf 4,2 Mio. € im letzten Planjahr. Grund hierfür ist der Anstieg der Zinsaufwendungen im Rahmen des Zinsergebnisses, welches von -3,4 Mio. € im letzten historischen Jahr auf -14,9 Mio. € im Jahr 2030 ansteigt. Dies lässt sich auf die Finanzierung des umfangreichen Investitionsprogramms, insbesondere der Modernisierungen, Sanierungen und Projektentwicklungen zurückführen. In diesem Zuge wird während des Planungszeitraums zusätzliches Fremdkapital aufgenommen. Darüber hinaus erfolgt die Verlängerung der Mietverträge für die Grundstücke, wodurch die Zinsen für Leasingverbindlichkeiten planmäßig ansteigen.

Aktiva: Historie und Planungsrechnung 2023-2030

in € Mio.

	Historisch (unbereinigt)			Planung					CAGR 2025-30
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Sachanlagen	258,3	269,7	293,7	314,4	326,3	427,0	485,6	515,3	11,9%
Finanzanlagen	4,2	3,8	2,6	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	8,3%
Anlagevermögen	262,5	273,6	296,3	318,3	330,2	430,9	489,4	519,1	11,9%
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,7%
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	1,8	12,9	15,4	11,7	11,4	11,7	12,8	14,5	-1,2%
Liquide Mittel	67,8	55,6	16,2	5,1	3,5	5,8	4,5	4,8	-21,6%
Sonstige Vermögenswerte	1,3	1,2	0,9	1,1	1,1	1,2	1,3	1,5	9,6%
Umlaufvermögen	70,9	69,7	32,5	18,0	16,0	18,8	18,6	20,8	-8,5%
Summe Aktiva	333,3	343,3	328,8	336,3	346,2	449,7	508,1	539,9	10,4%

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen

610. Die Sachanlagen und immateriellen Vermögenswerte wachsen im Planungszeitraum von 293,7 Mio. € im Jahr 2025 auf 515,3 Mio. € im letzten Planjahr. Die geplanten Investitionen beziehen sich hierbei insbesondere auf die Projektentwicklungen innerhalb der Speicherstadt. Hierbei werden weitere umfassende Modernisierungs- und Sanierungsprojekte ganzer Gebäudekomplexe, geplant, welche nach Abschluss in die Vermietung überführt werden. Die Investitionen in das Sachanlagevermögen (exkl. IFRS 16) bewegen sich im Planungszeitraum von 2025 bis 2030 in einer Bandbreite von 22,9 Mio. € bis 47,7 Mio. €. Dies entspricht einer Investitionsquote zwischen 50,0% und 100,3%. Die Investitionsquote schwankt im Planungszeitraum erheblich aufgrund der laufenden Entwicklung der Speicherstadt und des Fischmarktareals im Rahmen der entsprechenden Projektzyklen. Die Nutzungsrechte innerhalb

der Sachanlagen steigen aufgrund der Verlängerung der langfristigen Pachtverträge für die Speicherstadt und das Fischmarktareal auf rd. 103,7 Mio. € bis zum Jahr 2030 an.

611. Die Entwicklung des Umlaufvermögens wird maßgeblich vom Rückgang der liquiden Mittel geprägt. Ausgehend von 16,2 Mio. € im Jahr 2025 erfolgt ein Rückgang auf 4,8 Mio. € im Jahr 2030. Grund hierfür ist der Verbrauch der liquiden Mittel im Zuge der Projektentwicklung während des Planungszeitraums.
612. Primär getrieben durch den Anstieg des Sachanlagevermögens steigen die Gesamtaktiva von 328,8 Mio. € im Jahr 2025 auf 539,9 Mio. € im letzten Planjahr 2030.

Passiva: Historie und Planungsrechnung 2023-2030

in € Mio.

	Historisch (unbereinigt)			Planung					CAGR 2025-30
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Eigenkapital	76,5	80,0	85,0	80,7	82,0	81,3	83,6	86,1	0,3%
Sonstige Rückstellungen	0,1	11,1	11,1	5,8	6,1	6,1	6,5	7,1	-8,5%
Abbruchkostenrückstellungen	3,6	3,7	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	0,0%
Rückstellungen	3,6	14,8	15,0	9,7	10,0	10,0	10,4	11,0	-6,0%
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	186,3	185,8	165,2	185,9	195,5	236,1	261,7	289,3	11,9%
Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen	10,1	7,7	6,0	3,5	1,3	64,9	94,2	93,9	73,4%
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	7,3	6,6	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	0,0%
Pensionsrückstellungen	4,7	4,5	4,3	4,4	4,4	4,3	4,1	3,9	-1,8%
Verzinsliche Verbindlichkeiten	208,4	204,6	181,8	200,3	207,7	311,8	366,4	393,5	16,7%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	12,4	12,5	18,9	6,9	7,5	7,4	7,9	8,8	-14,2%
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	4,3	2,2	1,9	10,7	10,8	10,9	11,3	11,9	44,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	28,0	29,1	26,2	28,1	28,2	28,3	28,5	28,6	1,8%
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	44,8	43,9	47,0	45,6	46,5	46,6	47,7	49,3	1,0%
Summe Passiva	333,3	343,3	328,8	336,3	346,2	449,7	508,1	539,9	10,4%

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen

613. Das Eigenkapital verzeichnet nur einen moderaten Anstieg von 85,0 Mio. € im Jahr 2025 auf 86,1 Mio. € im Jahr 2030, getrieben durch die positiven Jahresüberschüsse und als gegenläufigen Effekt die planmäßig gezahlten Dividenden.
614. Die Rückstellungen sollen sich auf konstantem Niveau bewegen und sich von 15,0 Mio. € im Jahr 2025 auf 11,0 Mio. € im Jahr 2030 entwickeln.
615. Der Anstieg der verzinslichen Verbindlichkeiten von 181,8 Mio. € im Jahr 2025 auf 393,5 Mio. € im Jahr 2030 ist maßgeblich auf einen Zuwachs der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sowie der Leasingverbindlichkeiten infolge der Verlängerung von Erbbaurechtsverträgen im Planungszeitraum zurückzuführen.
616. Im Zeitraum von 2025 bis 2030 wird mit der Aufnahme neuer Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten in Höhe von insgesamt rund 124 Mio. € zur Finanzierung des umfangreichen Investitionsprogramms gerechnet, insbesondere für Modernisierungen, Sanierungen und Projektentwicklungen. Der durchschnittliche Zinssatz auf diese Verbindlichkeiten beträgt in den Planungsperioden 3,3%. Der Loan-to-Value-Ratio¹²⁴ beträgt im Planungszeitraum von 2025 bis 2030 durchschnittlich 68,7%.
617. Darüber hinaus ist ein deutlicher Anstieg der Leasingverbindlichkeiten von 1,3 Mio. € im Jahr 2027 auf 94,2 Mio. € im Jahr 2029 zu erwarten. Dieser ist insbesondere auf die geplanten

¹²⁴ Loan-to-Value-Ratio wird als Quotient aus den verzinslichen Verbindlichkeiten (exkl. IFRS 16) und dem Buchwert des Anlagevermögens (exkl. IFRS 16) ermittelt

Verlängerungen der Erbbaurechtsverträge für die Speicherstadt sowie den Fischmarkt zurückzuführen. Der durchschnittliche Zinssatz auf diese Leasingverbindlichkeiten beträgt ab dem Jahr 2027 4,6%.

- 618. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistung bewegen sich ausgehend von 18,9 Mio. € im Jahr 2025 rückläufig auf 8,8 Mio. € im Jahr 2030.
- 619. Die Verbindlichkeiten ggü. verbundenen Unternehmen sollen sich von 1,9 Mio. € im Jahr 2025 auf 11,9 Mio. € im Jahr 2030 entwickeln.
- 620. Die sonstigen Verbindlichkeiten sollen ausgehend von 26,2 Mio. € im Jahr 2025 auf 28,6 Mio. € im Jahr 2030 steigen.
- 621. Der Anstieg der Gesamtpassiva von 328,8 Mio. € im Jahr 2025 auf 539,9 Mio. € im letzten Planjahr 2030 ergibt sich insbesondere durch die vermehrte Aufnahme von Fremdkapital im Planungszeitraum in Form einer Erhöhung der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sowie höherer Leasingverbindlichkeiten.

3.2.4. Konvergenz- und Fortführungsphase 2031-2038

- 622. In der Konvergenzphase werden die im letzten Detailplanungsjahr 2030 erzielten Umsätze aus Mieterlösen der bewirtschafteten Immobilien in Höhe von 51,6 Mio. € über einen Zeitraum von sechs Jahren auf das für die ewige Rente angenommene nachhaltige Niveau von 76,7 Mio. € überführt.
- 623. In der Konvergenzphase wird das nachhaltige Niveau der Umsätze aus Mieterlösen unter Berücksichtigung der getätigten Modernisierungsmaßnahmen sowie der hieraus erwarteten Mietsteigerungen abgeleitet.
- 624. %Die Umsatzerlöse aus dem Fischhandel werden ab dem ersten Jahr der Konvergenzphase mit einer Inflationsrate von 2,0% fortgeschrieben. Insgesamt ergibt sich hieraus ein nachhaltiges Umsatzniveau von 84,2 Mio. € am Ende der Konvergenzphase.
- 625. In der Konvergenzphase werden die Aufwandsposten mit einer Inflationsrate von 2% fortgeschrieben. Diese Annahme basiert im Wesentlichen darauf, dass der Anstieg der Umsatzerlöse in dieser Phase primär aus steigenden Mieterlösen infolge der geplanten Investitionen resultiert. Eine proportionale Skalierung der Aufwandsposten ist hiermit nicht verbunden, sodass unterstellt wird, dass sich die bestehenden Aufwendungen ausschließlich inflationsbedingt erhöhen.
- 626. Infolgedessen verbessert sich die EBITDA-Marge von 54,3% im Jahr 2030 auf ein nachhaltiges Niveau von 67,7% im Jahr 2036, dem letzten Jahr der Konvergenzphase. Dieses Niveau liegt zudem innerhalb der mittleren Bandbreite der Peer Group für das Jahr 2027, welches das letzte belastbare Jahr mit hinreichender Datenverfügbarkeit darstellt.
- 627. Das nachhaltige Finanzergebnis der HHLA ergibt sich aus der Fortschreibung der verzinslichen Verbindlichkeiten, insbesondere der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, der Leasingverbindlichkeiten sowie der Pensionsrückstellungen.

VALUETRUST

628. Die nachhaltige effektive Steuerquote auf Konzernebene beträgt 20,3% und wurde entsprechend der vereinfachten Steuerplanung der HHLA fortgeschrieben.
629. Das Jahresergebnis der HHLA steigt in der Konvergenzphase mit einer annualisierten Wachstumsrate von 23,5%. Die Nettomarge bewegt sich in diesem Zeitraum in einer Bandbreite von 11,4% bis 26,7%.
630. Der ROCE wird im letzten Konvergenzjahr 2036 auf 7,8% überführt. Damit liegt der ROCE über dem WACC von 5,6% und weist folglich eine Überrendite auf, die sich aus der Fortschreibung der Planung der HHLA ergibt.
631. Aufgrund des Denkmalschutzes können die Investitionskosten nicht vollständig auf die Mieter umgelegt werden, da die Speicherstadt im Wettbewerb zu nicht denkmalgeschützten Flächen in der Hamburger Innenstadt sowie der HafenCity steht. Vor diesem Hintergrund erscheint langfristig eine nachhaltige, inflationsinduzierte Wachstumsrate von 1,0% p. a. für den Teilkonzern Immobilien der HHLA als angemessen. Modelltechnisch wird diese nachhaltige Wachstumsrate von 1,0% jedoch erst ab dem Jahr 2036 angesetzt, sodass die implizite effektive Wachstumsrate im Zeitraum ab 2031 entsprechend höher ausfällt.

Gewinn- und Verlustrechnung Teilkonzern Immobilien: 2023-2038

in € Mio.

	Historisch (unbereinigt)			Planung					Konvergenz						TV	
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036		2037
Umsatzerlöse	46,5	46,1	46,3	46,2	45,7	47,6	52,5	58,3	62,6	66,9	71,2	75,6	79,9	84,2	85,1	85,9
Wachstum in %	-	-0,8%	0,5%	-0,2%	-1,1%	4,1%	10,3%	11,0%	7,4%	6,9%	6,5%	6,1%	5,7%	5,4%	1,0%	1,0%
Materialaufwand	-9,4	-9,5	-9,3	-9,3	-9,5	-9,8	-11,4	-11,4	-11,6	-11,9	-12,1	-12,4	-12,6	-12,9	-13,0	-13,1
Personalaufwand	-2,6	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-3,5	-3,5	-3,6	-3,7	-3,8	-3,8	-3,9	-3,9
Sonstige betriebliche Erträge	8,2	19,9	10,7	7,5	7,6	7,8	8,4	8,7	9,4	10,0	10,7	11,3	12,0	12,6	12,8	12,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-16,9	-28,1	-19,2	-16,7	-17,3	-17,9	-18,9	-20,6	-21,0	-21,4	-21,8	-22,3	-22,7	-23,2	-23,4	-23,6
EBITDA	25,8	25,6	25,6	24,7	23,3	24,5	27,3	31,6	35,9	40,1	44,4	48,6	52,8	57,0	57,6	58,1
in % der Umsatzerlöse	55,5%	55,6%	55,2%	53,5%	51,1%	51,5%	52,0%	54,3%	57,3%	60,0%	62,3%	64,3%	66,1%	67,7%	67,7%	67,7%
Abschreibungen	-9,6	-9,5	-10,2	-10,9	-11,0	-11,9	-10,3	-11,4	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,4	-11,5	-11,7
EBIT	16,1	16,1	15,4	13,8	12,3	12,6	17,0	20,2	24,8	29,0	33,3	37,5	41,7	45,6	46,0	46,5
in % der Umsatzerlöse	34,7%	34,9%	33,2%	29,9%	26,9%	26,5%	32,4%	34,7%	39,6%	43,4%	46,7%	49,6%	52,2%	54,1%	54,1%	54,1%
Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-2,3	-2,1	-3,4	-4,3	-5,6	-10,7	-13,2	-14,9	-15,8	-16,1	-16,9	-17,2	-17,4	-17,4	-17,5	-17,7
Ergebnis vor Ertragsteuern	13,8	14,0	12,0	9,5	6,7	1,9	3,8	5,3	8,9	12,9	16,4	20,3	24,3	28,2	28,5	28,8
Ertragsteuern	-2,8	-4,7	-3,1	-2,8	-1,7	-0,2	-0,8	-1,1	-1,8	-2,6	-3,3	-4,1	-4,9	-5,7	-5,8	-5,8
Effektive Steuerquote (in %)	20,3%	33,8%	26,1%	29,3%	25,1%	10,3%	19,7%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%
Jahresergebnis	11,0	9,3	8,9	6,7	5,0	1,7	3,1	4,2	7,1	10,3	13,0	16,2	19,4	22,5	22,7	22,9
in % der Umsatzerlöse	23,7%	20,1%	19,1%	14,6%	11,0%	3,6%	5,9%	7,3%	11,4%	15,4%	18,3%	21,4%	24,3%	26,7%	26,7%	26,7%

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Bilanz Aktiva Teilkonzern Immobilien: 2023-2038

in € Mio.

	Historisch (unbereinigt)			Planung					Konvergenz						TV	
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036		2037
Sachanlagen	258,3	269,7	293,7	314,4	326,3	427,0	485,6	515,3	529,8	561,3	581,7	604,9	621,2	627,4	633,7	640,0
Finanzanlagen	4,2	3,8	2,6	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	4,0
Anlagevermögen	262,5	273,6	296,3	318,3	330,2	430,9	489,4	519,1	533,7	565,2	585,6	608,8	625,1	631,3	637,6	644,0
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	1,8	12,9	15,4	11,7	11,4	11,7	12,8	14,5	15,6	16,6	17,7	18,8	19,9	20,9	21,1	21,4
Liquide Mittel	67,8	55,6	16,2	5,1	3,5	5,8	4,5	4,8	5,1	5,5	5,9	6,2	6,6	6,9	7,0	7,1
Sonstige Vermögenswerte	1,3	1,2	0,9	1,1	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2
Umlaufvermögen	70,9	69,7	32,5	18,0	16,0	18,8	18,6	20,8	22,3	23,9	25,4	27,0	28,5	30,0	30,3	30,6
Summe Aktiva	333,3	343,3	328,8	336,3	346,2	449,7	508,1	539,9	556,0	589,0	611,1	635,7	653,6	661,4	668,0	674,7

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Bilanz Passiva Teilkonzern Immobilien: 2023-2038

in € Mio.

	Historisch (unbereinigt)			Planung					Konvergenz						TV	
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036		2037
Eigenkapital	76,5	80,0	85,0	80,7	82,0	81,3	83,6	86,1	93,2	103,5	116,5	132,7	148,8	154,7	156,5	158,3
Sonstige Rückstellungen	0,1	11,1	11,1	5,8	6,1	6,1	6,5	7,1	7,6	8,1	8,7	9,2	9,7	10,3	10,4	10,5
Abbruchkostenrückstellungen	3,6	3,7	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Rückstellungen	3,6	14,8	15,0	9,7	10,0	10,0	10,4	11,0	11,5	12,1	12,6	13,1	13,6	14,2	14,3	14,4
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	186,3	185,8	165,2	185,9	195,5	236,1	261,7	289,3	296,5	317,4	324,6	331,3	331,3	331,3	334,6	337,9
Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen	10,1	7,7	6,0	3,5	1,3	64,9	94,2	93,9	93,6	93,2	92,9	92,5	92,2	91,8	92,8	93,7
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	7,3	6,6	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,5	6,5
Pensionsrückstellungen	4,7	4,5	4,3	4,4	4,4	4,3	4,1	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0
Verzinsliche Verbindlichkeiten	208,4	204,6	181,8	200,3	207,7	311,8	366,4	393,5	400,4	420,9	427,8	434,1	433,7	433,4	437,7	442,1
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	12,4	12,5	18,9	6,9	7,5	7,4	7,9	8,8	9,0	9,2	9,3	9,5	9,7	9,9	10,0	10,1
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	4,3	2,2	1,9	10,7	10,8	10,9	11,3	11,9	12,8	13,7	14,5	15,4	16,3	17,2	17,4	17,5
Sonstige Verbindlichkeiten	28,0	29,1	26,2	28,1	28,2	28,3	28,5	28,6	29,2	29,7	30,3	30,9	31,4	32,0	32,1	32,2
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	44,8	43,9	47,0	45,6	46,5	46,6	47,7	49,3	50,9	52,6	54,2	55,8	57,4	59,1	59,5	59,9
Summe Passiva	333,3	343,3	328,8	336,3	346,2	449,7	508,1	539,9	556,0	589,0	611,1	635,7	653,6	661,4	668,0	674,7

Quelle: HHLA Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

3.3. Kapitalkosten

632. Für den Teilkonzern Immobilien werden die Kapitalkosten grundsätzlich nach denselben methodischen Grundsätzen wie im zuvor dargestellten Kapitel zum Teilkonzern Hafenlogistik hergeleitet. Die Berechnungslogik folgt ebenfalls den Vorgaben des IDW S 1, sodass sowohl in der Vorsteuer-DCF-Betrachtung (Cashflow to Equity) als auch in der Nachsteuer-Ertragswertbetrachtung die den Eigenkapitalgebern zufließenden finanziellen Überschüsse maßgeblich sind. Die zugrunde gelegten Kapitalmarktparameter – insbesondere Basiszinssatz, Marktrisikoprämie und steuerliche Typisierung – entsprechen vollständig den dort ausführlich dargestellten Annahmen, da diese segmentübergreifend gelten und nicht vom operativen Geschäftsmodell des jeweiligen Teilkonzerns abhängig sind.
633. Für den Immobilienbereich wird ein gesondert abgeleiteter Betafaktor auf Basis einer Peer Group börsennotierter Immobilienbestandhalter abgeleitet. Für die Immobilien-Peer-Group ergibt sich ein durchschnittlicher unverschuldeter Betafaktor von rund 0,40.

Peer Group Betafaktoren

Unternehmen	Index	Beta verschuldet		Verschuldungsgrad		Beta unverschuldet	
		5 Jahre 2026 - 2021 monatlich	2 Jahre 2026 - 2024 wöchentlich	5 Jahre 2026 - 2021 monatlich	2 Jahre 2026 - 2024 wöchentlich	5 Jahre 2026 - 2021 monatlich	2 Jahre 2026 - 2024 wöchentlich
Castellum AB (publ)	OMX Stockholm 30 (Total Return) Index	1,23	0,54	1,1x	1,0x	0,66	0,33
Branicks Group AG	CDAX Index (Total Return)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kallebäck Property Invest AB (publ)	OMX Stockholm 30 (Total Return) Index	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Hamborner REIT AG	CDAX Index (Total Return)	0,53	n.a.	1,2x	n.a.	0,31	n.a.
DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG	CDAX Index (Total Return)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PSP Swiss Property AG	Swiss Performance Index (Total Return)	0,61	n.a.	0,6x	n.a.	0,44	n.a.
AGP Málaga Socimi, S.A.	STOXX Spain Total Market (Composite)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
BENO Holding AG	CDAX Index (Total Return)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Aquaticus Real Estate AB (publ)	OMX Stockholm 30 (Total Return) Index	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Veracruz Properties SOCIMI, S.A.	STOXX Spain Total Market (Composite)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Hispanotels Inversiones Socimi S.A.	STOXX Spain Total Market (Composite)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Swiss Prime Site AG	Swiss Performance Index (Total Return)	0,59	0,28	0,8x	0,7x	0,39	0,22
Aroundtown SA	S&P Luxembourg BMI Index	0,75	n.a.	2,2x	n.a.	0,33	n.a.
Min		0,53	0,28	0,6x	0,7x	0,31	0,22
Median		0,61	0,41	1,1x	0,9x	0,39	0,28
Durchschnitt		0,74	0,41	1,2x	0,9x	0,43	0,28
Max		1,23	0,54	2,2x	1,0x	0,66	0,33

Quelle: ValueTrust Analyse, S&P Capital IQ.

634. Unter Berücksichtigung der Betrachtungszeiträume¹²⁵ kann für die Peer-Group-Unternehmen der HHLA zum Kapitalmarktstichtag ein durchschnittlicher unverschuldeter Betafaktor von 0,4 abgeleitet werden.
635. Die übrigen Parameter entsprechen dem bereits hergeleiteten Kapitalisierungszins: Der risikolose Basiszinssatz beträgt 3,5% vor persönlichen Steuern bzw. 2,58% nach persönlichen Steuern. Auch die Marktrisikoprämien werden unverändert mit 6,0% vor persönlichen Steuern bzw. 5,13% nach persönlichen Steuern angesetzt. Unter Verwendung des immobilienbezogenen Betafaktors von 0,40 ergeben sich für den Teilkonzern Immobilien damit unverschuldete Eigenkapitalkosten von 6,50% vor persönlichen Steuern sowie 5,15% nach persönlichen Steuern.
636. In der Fortführungsphase wird der bereits hergeleitete Wachstumsabschlag angesetzt, der das langfristige nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse reflektiert. Dieser beträgt auch

¹²⁵ Aufgrund der Datenverfügbarkeit insbesondere unter Berücksichtigung des fünfjährigen Betrachtungszeitraums.

für den Teilkonzern Immobilien 1,0% vor persönlichen Steuern bzw. 0,87% nach persönlichen Steuern.

637. Insgesamt erfolgt die Ableitung der Kapitalkosten des Teilkonzerns Immobilien damit vollständig konsistent mit den im vorangegangenen Kapitel dargestellten Kapitalmarktparametern. Die einzige segmentspezifische Anpassung betrifft den Betafaktor, der aufgrund der immobilienbezogenen Peer-Group ein niedrigeres Risikoprofil widerspiegelt.

3.4. Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern

638. Im Folgenden werden die finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern auf Basis der Planungsrechnung abgeleitet. In der Detailplanungsphase, der Konvergenzphase sowie in der Phase der ewigen Rente wird auf Basis der durchschnittlichen jährlichen Ausschüttungsquote der S-Aktien in der Vergangenheit sowie auf Basis der Peer Group eine gerundete Dividendenausschüttungsquote von 60% unterstellt.

Ableitung der finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern

in Mio. €

	Planung					Konvergenz						TV	
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036		2037
Jahresergebnis	6,7	5,0	1,7	3,1	4,2	7,1	10,3	13,0	16,2	19,4	22,5	22,7	22,9
Dividende (vor pers. Steuern)	4,0	3,0	1,0	0,8	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3	13,5	13,6	13,8
Pers. Steuern auf Dividende	1,1	0,8	0,3	0,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	3,6	3,6	3,6
Dividende nach pers. Steuern	3,0	2,2	0,8	0,6	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	9,9	10,0	10,1
Gewinnthesaurierung	(4,3)	1,3	(0,8)	2,3	2,5	7,1	10,3	13,0	16,2	16,0	5,9	1,8	1,8
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	7,0	0,7	1,5	-	-	-	-	-	-	-	3,1	7,3	7,4
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13,19%)	0,9	0,1	0,2	-	-	-	-	-	-	-	0,4	1,0	1,0
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	6,1	0,6	1,3	-	-	-	-	-	-	-	2,7	6,3	6,4
Effektive pers. Steuerbelastung bezogen auf das Jahresergebnis	29,47%	17,57%	27,08%	6,65%	10,63%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,55%	17,62%	20,06%	20,06%
Finanzieller Überschuss (nach pers. Steuern)	9,0	2,8	2,0	0,6	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	12,6	16,4	16,5

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

639. In Bezug auf die Kapitalkosten nach Tax-CAPM sind der risikolose Basiszinssatz und die Marktrisikoprämie jeweils nach persönlichen Steuern zu ermitteln. Der risikolose Basiszins beträgt nach persönlichen Steuern 2,58%. Für Bewertungszwecke wird von einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. von 5,125% ausgegangen. Bei Berücksichtigung der unmittelbaren Typisierung erfolgt ein Abzug der effektiven persönlichen Steuern auf die wachstumsbedingte Thesaurierung, sodass der Wachstumsabschlag vor persönlichen Steuern i.H.v. 1,0% in der Nachsteuerbetrachtung 0,87% beträgt.
640. Auf Basis der angesetzten Marktrisikoprämie i.H.v. 5,125% nach persönlichen Steuern ergeben sich folgende verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern:

Ableitung der Kapitalkosten nach persönlichen Steuern

	Planung					Konvergenz						TV	
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036		2037
Risikoloser Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Persönliche Steuern (26,38%)	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%	-0,92%
Risikoloser Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%	5,13%
Verschuldeter Betafaktor	1,21	1,24	0,95	1,33	1,43	1,42	1,35	1,31	1,25	1,19	1,13	1,11	1,11
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	8,79%	8,93%	7,42%	9,41%	9,93%	9,87%	9,30%	8,97%	8,67%	8,39%	8,27%	8,27%	8,27%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,87%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	8,79%	8,93%	7,42%	9,41%	9,93%	9,87%	9,48%	9,30%	8,97%	8,67%	8,39%	8,27%	7,40%

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

641. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern liegen in einer Bandbreite von gerundet 8,3% bis 9,9% bzw. bei 7,4% nach Abzug des Wachstumsabschlag von 0,87% in der ewigen Rente.

642. Unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 5,125% nach persönlichen Steuern, ergibt sich ein Ertragswert i.H.v. 105,0 Mio. € zum 31. Dezember 2025:

Ertragswert nach persönlichen Steuern

in Mio. €

	Planung					Konvergenz							TV
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	9,0	2,8	2,0	0,6	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	12,6	16,4	16,5
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	8,79%	8,93%	7,42%	9,41%	9,93%	9,87%	9,48%	9,30%	8,97%	8,67%	8,39%	8,27%	8,27%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,87%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	8,79%	8,93%	7,42%	9,41%	9,93%	9,87%	9,48%	9,30%	8,97%	8,67%	8,39%	8,27%	7,40%
Barwertfaktor	0,92	0,84	0,79	0,72	0,65	0,59	0,54	0,50	0,46	0,42	0,39	0,36	4,83
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	8,3	2,4	1,6	0,4	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	4,9	5,8	79,8
Wert des Eigenkapitals 31. Dezember 2025	105,0												

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

643. Unter Berücksichtigung des entsprechenden Ertragswerts zum 31. Dezember 2025 i.H.v. 105,0 Mio. € beträgt der Wert des Eigenkapitals des Teilkonzern Immobilien der HHLA nach persönlichen Steuern zum 11. Juni 2026 insgesamt 109,0 Mio. €. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 2,7 Mio. S-Aktien der HHLA ergibt sich ein Wert i.H.v. 40,31 € je S-Aktie der HHLA:

Wert je S-Aktie der HHLA nach persönlichen Steuern

in Mio. €

Wert des Eigenkapitals 31. Dezember 2025	105,0
Aufzinsungsfaktor	1,0
Wert des Eigenkapitals zum 11. Juni 2026	109,0
Aktienanzahl (in Mio.)	2,7
Wert je Aktie (in EUR)	40,31

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

4. WÜRDIGUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE

644. Die POH als Hauptaktionärin der HHLA AG beabsichtigt, gemäß §§ 327a ff. AktG die A-Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf sie gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung übertragen zu lassen (aktienrechtlicher Squeeze Out). Die Beschlussfassung soll im Rahmen einer ordentlichen Hauptversammlung der HHLA AG am 11. Juni 2026 erfolgen. Die angemessene Abfindung wird vom Vorstand der POH festgelegt.
645. Bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung für Aktien an einer börsennotierten Gesellschaft kann der Börsenkurs als alleiniger Indikator für den Verkehrswert der Aktie nach höchstrichterlicher Rechtsprechung berücksichtigt werden. Der Dreimonatsdurchschnittskurs (3M-VWAP) vor Veröffentlichung der Absicht der Durchführung des Squeeze Out am 5. Januar 2026 auf Basis der Börsenkurse im regulierten Markt beträgt 21,16 € je A-Aktie, was einer Marktkapitalisierung des Teilkonzerns Hafenlogistik von 1.534,4 Mio. € entspricht. Unter Berücksichtigung der Anforderungen der Rechtsprechung und aus ökonomischer Sicht bestehen keine Anzeichen, dass der Börsenkurs nicht als Indikator für den Verkehrswert der A-Aktien und somit für die Abfindungsermittlung herangezogen werden kann. Insofern stellt der 3M-VWAP des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA AG eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der A-Aktien der HHLA AG sowie der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG dar.
646. Zur Plausibilisierung der Feststellung in Bezug auf den Börsenkurs haben wir auftragsgemäß Bandbreiten des Werts des Teilkonzerns Hafenlogistik auf Basis weiterer in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannter Bewertungsmethoden ermittelt. Hiernach haben wir eine Bandbreite der objektivierten Unternehmenswerte des Teilkonzerns Hafenlogistik nach dem IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1, Stand: 11. Februar 2026) in der Funktion eines neutralen Gutachters abgeleitet. Darüber hinaus haben wir die DVFA-Empfehlungen berücksichtigt. Vor diesem Hintergrund haben wir eine vollumfassende Plausibilisierung der Planung des Teilkonzerns Hafenlogistik vorgenommen. Auf dieser Basis haben wir Werte des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik gemäß IDW S 1 vor und nach persönlichen Steuern sowie nach den DVFA-Empfehlungen vor persönlichen Steuern ermittelt und Bandbreiten abgeleitet. Zudem wurden vergleichende Bewertungsverfahren wie Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren angewandt.
647. In der Praxis wird zur Bestimmung der angemessenen Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen gewöhnlich der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern auf Basis des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 herangezogen. Dabei gelangt regelmäßig eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern zum Ansatz, die in der Mitte der vom FAUB vorgeschlagenen Bandbreite von derzeit 4,5% bis 5,75% liegt. Bei Anwendung dieser mittleren Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,125% ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Hafenlogistik i.H.v. 1.275,4 Mio. €. Unter Berücksichtigung von 72,5 Mio. ausstehenden A-Aktien beträgt der objektivierte Unternehmenswert des Teilkonzerns Hafenlogistik nach IDW S 1 demnach 17,59 € je A-Aktie.
648. Dieser Wert liegt unterhalb des 3M-VWAP vor Veröffentlichung der Absicht der Durchführung des Squeeze Out am 5. Januar 2026 i.H.v. 21,16 € je A-Aktie. Vor dem Hintergrund der Bandbreite des Ertragswerts nach persönlichen Steuern sowie der Bandbreite des Werts des

Eigenkapitals vor persönlichen Steuern gemäß den DVFA-Empfehlungen bestehen keine Anzeichen, dass der 3M-VWAP nicht dem Verkehrswert der A-Aktien entspricht. Insofern kann dieser alleinig zur Bestimmung der angemessenen Abfindung des Teilkonzerns Hafenlogistik herangezogen werden. Die POH hat sich in Kenntnis der Wertbandbreiten dazu entschlossen, die Abfindung des Teilkonzerns Hafenlogistik auf den Wert von 21,16 € je A-Aktie festzulegen.

649. Für die nicht börsennotierten S-Aktien wurde in Anlehnung an den IDW S 1 als Zukunftserfolgswert überschlägig der Wert des Eigenkapitals des Teilkonzerns Immobilien ermittelt. Der für den Teilkonzern Immobilien ermittelte Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern beträgt überschlägig 109,0 Mio. €. Unter Berücksichtigung von 2,7 Mio. ausstehenden S-Aktien beträgt der Wert des Teilkonzerns Immobilien in Anlehnung an IDW S 1 demnach 40,31 € je S-Aktie. Die POH hat sich entsprechend dazu entschlossen, die Abfindung des Teilkonzerns Hafenlogistik auf den Wert von 40,31 € je S-Aktie festzulegen. Eine Übertragung der S-Aktien im Rahmen des Squeeze Out an die POH wird nicht erfolgen.
650. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung im Sinne von § 293a Abs. 1 S. 2 AktG sind nicht aufgetreten.
651. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Arbeiten am 20. April 2026 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der HHLA AG am 11. Juni 2026 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung der Bandbreiten für die angemessene Abfindung auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.
652. Wir erstatten diese Gutachtliche Stellungnahme nach bestem Wissen und Gewissen aufgrund unserer sorgfältigen Analysen sowie unter Bezugnahme auf die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte.

München, den 20. April 2026

Prof. Dr. Christian Aders
Senior Managing Director
ValueTrust Financial Advisors
Deutschland GmbH

Dennis Muxfeld
Managing Director
ValueTrust Financial Advisors
Deutschland GmbH

5. ANLAGEN

5.1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen

Für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme wurden uns von der HHLA verschiedene Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Planungsrechnung der HHLA auf Ebene des Konzerns, des Teilkonzerns Hafenlogistik und des Teilkonzerns Immobilien der Geschäftsjahre 2026 bis 2030, die am 11. November 2025 vom Vorstand verabschiedet und am 8. Dezember 2025 vom genehmigt wurde
- Geschäftsberichte der HHLA der Geschäftsjahre 2023 bis 2025
- Internes Reporting zu den Plan-Ist Abweichungen im Zeitraum von 2023 bis 2025
- Informationen zum Prozessablauf der Budget- und Planungserstellung
- Unterstützungsmaterial zu den historischen und geplanten Finanzaahlen
- Tagesordnungen und Protokolle von Vorstand- bzw. der Aufsichtsratssitzungen für die Jahre 2023 bis 2025
- Aktuelles Organigramm

5.2. Ansprechpartner

Im Rahmen unserer Tätigkeit standen uns im Wesentlichen folgende Personen als Ansprechpartner seitens der HHLA zur Verfügung:

- Jeroen Eijsink, Chief Executive Officer (CEO)
- Annette Geiß, Chief Financial Officer (CFO)
- Holger Heinzl, Head of Finance & Controlling
- Thomas Werner, Deputy Head of Finance & Controlling
- Stefan Täger, Head of Mergers & Acquisitions
- Dr. Markus Wolbold, Head of Group Controlling
- Dr. Andre Nolting, Group General Counsel, Executive Head of Corporate Office and M&A

5.3. Kapitalmarktbezogene Veröffentlichungen der HHLA (Januar 2025 bis März 2026)

Datum	Mitteilungstyp	Kurzbeschreibung
26.03.2026	Geschäftsbericht	Geschäftsbericht 2025 der HHLA
26.03.2026	Finanzmitteilungen	HHLA wächst in schwierigem Marktumfeld
18.02.2026	Finanzmitteilungen	HHLA wächst solide in unsicherem Umfeld – steuerliche Einmaleffekte belasten Jahresüberschuss stark
18.02.2026	Ad-hoc-Mitteilungen	HHLA wächst solide in unsicherem Umfeld – steuerliche Einmaleffekte belasten Jahresüberschuss stark
05.01.2026	Ad-hoc-Mitteilungen	Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE übermittelt Verlangen zur Durchführung eines Squeeze-out der Minderheitsaktionäre der HHLA
13.11.2025	Finanzmitteilungen	HHLA trotz schwierigem Umfeld mit deutlichem Umsatz- und Erlöszuwachs
13.11.2025	Quartalsmitteilung	Quartalsmitteilung Januar bis September 2025 der HHLA
27.10.2025	Ad-hoc-Mitteilungen	HHLA passt Prognose an und erwartet weniger starken Mengen- und Ergebniszuwachs für 2025
01.10.2025	Finanzmitteilungen	Jeroen Eijnsink ist CEO der HHLA
02.09.2025	Finanzmitteilungen	Veränderungen im HHLA-Aufsichtsrat
14.08.2025	Finanzmitteilungen	HHLA schließt erstes Halbjahr 2025 sehr erfolgreich ab
14.08.2025	Halbjahresfinanzbericht	Halbjahresfinanzbericht Januar bis Juni 2025 der HHLA
30.07.2025	Ad-hoc-Mitteilungen	HHLA bestellt Jeroen Eijnsink ab 1. Oktober 2025 zum Vorstandsvorsitzenden
30.07.2025	Finanzmitteilungen	Jeroen Eijnsink wird Vorstandsvorsitzender der HHLA
03.07.2025	Finanzmitteilungen	HHLA informiert auf Hauptversammlung über Jahresverlauf und strategische Entwicklung
23.06.2025	Finanzmitteilungen	HHLA-Vorstandsvorsitzende scheidet spätestens zum Jahresende aus
23.06.2025	Ad-hoc-Mitteilungen	HHLA-Vorstandsvorsitzende scheidet spätestens zum Jahresende aus
18.06.2025	Ad-hoc-Mitteilungen	Mehrheitsaktionärin stellt Gegenantrag auf Reduzierung der Dividende
04.06.2025	Finanzmitteilungen	HHLA stärkt Engagement in der Ukraine: Mehrheitsbeteiligung an Eurobridge Intermodal Terminal Batiovo
26.05.2026	Finanzmitteilungen	Bekanntmachung der Einberufung zur Hauptversammlung mit dem Ziel der europaweiten Verbreitung gemäß §121 AktG
15.05.2025	Quartalsmitteilung	Quartalsmitteilung Januar bis März 2025 der HHLA
15.05.2025	Finanzmitteilungen	HHLA startet mit starker Umsatz- und Ergebnisentwicklung ins Geschäftsjahr
26.03.2025	Finanzmitteilungen	HHLA stärkt Position als europäischer Netzwerk-Logistiker in dynamischem Marktumfeld
26.03.2025	Geschäftsbericht	Geschäftsbericht 2024 der HHLA
18.02.2025	Finanzmitteilungen	HHLA schließt Geschäftsjahr 2024 mit positiver Umsatz- und Ergebnisentwicklung ab

5.5. Peer Group Auswahl

Im Rahmen der Peer Group Auswahl ergab sich nach einem ersten Screening eine Grundgesamtheit von 473 Unternehmen sowie eine anschließende Shortlist von 22 Unternehmen, die wir nach detaillierter Analyse der Unternehmen und unter Berücksichtigung der Selektionskriterien auf eine Peer Group von 15 möglichen Vergleichsunternehmen eingrenzen:

Unternehmensinformationen	Finale Peer Group
Unternehmensname	Peer-Group
A.P. Møller - Mærsk A/S (CPSE:MAERSK B)	
Adani Ports and Special Economic Zone Limited (NSEI:ADANIPORTS)	✓
BREMER LAGERHAUS-GESELLSCHAFT -Aktiengesellschaft von 1877- (DB:BLH)	✓
China Merchants Port Holdings Company Limited (SEHK:144)	
Container Corporation of India Limited (NSEI:CONCOR)	✓
COSCO SHIPPING Ports Limited (SEHK:1199)	✓
EUROKAI GmbH & Co. KGaA (DB:EUK3)	✓
Gateway Distriparks Limited (NSEI:GATEWAY)	✓
Hapag-Lloyd Aktiengesellschaft (XTRA:HLA)	
Hutchison Port Holdings Trust (SGX:NS8U)	✓
International Container Terminal Services, Inc. (PSE:ICT)	
Irish Continental Group plc (LSE:ICGC)	✓
Log-In Logistica Intermodal S.A. (BOVESPA:LOGN3)	✓
Luka Koper d.d. (LJSE:LKPG)	✓
Navkar Corporation Limited (NSEI:NAVKARCORP)	✓
Ningbo Zhoushan Port Company Limited (SHSE:601018)	✓
OT Logistics S.A. (WSE:OTS)	✓
Qingdao Port International Co., Ltd. (SEHK:6198)	
Qube Holdings Limited (ASX:QUB)	✓
Shanghai International Port (Group) Co., Ltd. (SHSE:600018)	
Tianjin Port Development Holdings Limited (SEHK:3382)	
Kamigumi Co., Ltd. (TSE:9364)	✓

5.6. Überleitungsrechnung HHLA Planung (Teilkonzern Hafenlogistik) auf bewertungstechnisch angepasste Planung

Gewinn- und Verlustrechnung des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA

	Ist Planung HHLA						Ist Anpassungen						Ist Bewertungstechnische Planung					
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Umsatzerlöse	1.724,9	1.937,8	2.099,7	2.264,7	2.463,0	2.588,9	-	-	-	-	-	-	1.724,9	1.937,8	2.099,7	2.264,7	2.463,0	2.588,9
Materialaufwand	-586,8	-683,6	-734,0	-803,0	-911,6	-959,7	-	-	-	-	-	-	-586,8	-683,6	-734,0	-803,0	-911,6	-959,7
Rohhertrag	1.138,1	1.254,2	1.365,7	1.461,7	1.551,4	1.629,2	-	-	-	-	-	-	1.138,1	1.254,2	1.365,7	1.461,7	1.551,4	1.629,2
Personalaufwand	-680,9	-740,4	-749,3	-781,7	-810,5	-845,6	8,7	-	-	-	-	-	-672,1	-740,4	-749,3	-781,7	-810,5	-845,6
Sonstige betriebliche Erträge	64,0	59,1	42,1	41,3	35,5	35,8	-11,4	-	-	-	-	-	52,6	59,1	42,1	41,3	35,5	35,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-210,2	-203,3	-193,9	-200,7	-210,3	-213,9	-	-	-	-	-	-	-210,2	-203,3	-193,9	-200,7	-210,3	-213,9
EBITDA	311,0	369,5	464,6	520,7	566,1	605,5	-2,6	-	0,0	-	-	-	308,4	369,5	464,6	520,7	566,1	605,5
Abschreibungen	-166,3	-190,9	-221,0	-238,2	-257,7	-275,8	-	-	-	-	-	-	-166,3	-190,9	-221,0	-238,2	-257,7	-275,8
EBIT	144,7	178,6	243,6	282,4	308,3	329,7	-2,6	-	0,0	-	-	-	142,1	178,6	243,6	282,4	308,3	329,7
Zinsergebnis	-59,1	-68,3	-78,3	-82,0	-82,3	-77,8	-	3,8	4,0	4,1	4,3	4,6	-59,1	-64,5	-74,3	-77,9	-78,0	-73,2
EBT (operativ)	85,6	110,3	165,3	200,4	226,0	251,9	-2,6	3,8	4,0	4,1	4,3	4,6	83,0	114,0	169,4	204,6	230,3	256,5
Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	-	-	-	2,6	-	-	-	-	-	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erträge aus Beteiligungen	7,5	2,5	2,1	3,2	5,6	7,7	-	-	-	-	-	-	7,5	2,5	2,1	3,2	5,6	7,7
Ergebnis vor Ertragsteuern	93,1	112,7	167,5	203,6	231,6	259,6	-	3,8	4,0	4,1	4,3	4,6	93,1	116,5	171,5	207,7	235,9	264,1
Ertragsteuern	-70,0	-35,6	-53,4	-62,6	-68,2	-73,3	-	-	-	-	-	-	-70,0	-35,6	-53,4	-62,6	-68,2	-73,3
Jahresergebnis	23,0	77,2	114,1	141,0	163,4	186,2	-	3,8	4,0	4,1	4,3	4,6	23,0	80,9	118,1	145,1	167,7	190,8

Bilanz des Teilkonzerns Hafenlogistik der HHLA

	Ist						Anpassungen						Bewertungstechnische Planung					
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Immaterielle Vermögensgegenstände													238,9	265,6	268,6	261,0	254,4	270,1
Sachanlagen													2.246,1	2.461,6	2.665,1	2.754,8	2.717,2	2.653,0
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien													7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Sachanlagen (inkl. immaterielle VW)	2.492,2	2.737,3	2.946,4	3.032,2	2.988,7	2.941,3	0,0	-3,0	-5,6	-9,3	-10,0	-11,1	2.492,2	2.734,3	2.940,8	3.022,9	2.978,7	2.930,2
Sonstige langfristige Vermögenswerte	39,2	101,7	105,7	105,2	106,6	110,1	-	-	-	-	-	-	39,2	101,7	105,7	105,2	106,6	110,1
Anlagevermögen	2.531,3	2.839,0	3.052,1	3.137,4	3.095,3	3.051,5	0,0	-3,0	-5,6	-9,3	-10,0	-11,1	2.531,3	2.836,0	3.046,4	3.128,1	3.085,3	3.040,3
Vorräte	38,6	41,9	44,1	47,1	51,0	52,9	-	-	-	-	-	-	38,6	41,9	44,1	47,1	51,0	52,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	204,2	203,9	257,2	272,9	306,9	273,0	-	-	-	-	-	-	204,2	203,9	257,2	272,9	306,9	273,0
Forderungen gegen nahestehende Unternehmen und Personen	29,1	23,7	32,6	37,8	41,8	46,5	-	-0,7	-14,7	-13,0	-7,2	-23,1	29,1	23,0	17,9	24,9	34,7	23,4
davon Ford. aus LuL innerhalb des Konzerns	0,0	15,2	24,8	30,1	34,0	38,5	-	-0,7	-14,7	-13,0	-7,2	-23,1	0,0	14,5	10,2	17,1	26,8	15,4
davon Ford. außerhalb des Konzerns	29,1	8,5	7,8	7,8	7,9	8,0	-	-	-	-	-	-	29,1	8,5	7,8	7,8	7,9	8,0
Forderungen	233,4	227,6	289,8	310,7	348,7	319,5	-	-0,7	-14,7	-13,0	-7,2	-23,1	233,4	226,9	275,1	297,8	341,6	296,4
Liquide Mittel	180,0	236,8	207,1	146,3	54,9	162,5	293,7	18,3	4,6	16,4	11,2	42,1	473,7	255,1	211,7	162,6	66,0	204,6
Aktive latente Steuern	89,3	114,0	93,7	92,7	91,7	90,6	-	-24,7	-4,4	-3,4	-2,4	-1,3	89,3	89,3	89,3	89,3	89,3	89,3
Sonstige kurzfristige Forderungen und Vermögenswerte	102,7	74,6	80,4	86,5	94,6	135,6	-	-	-	-	-	-	102,7	74,6	80,4	86,5	94,6	135,6
Umlaufvermögen	643,9	694,8	715,1	683,2	640,9	761,1	293,7	-7,1	-14,5	0,0	1,6	17,7	937,6	687,7	700,6	683,3	642,5	778,8
Summe Aktiva	3.175,3	3.533,8	3.767,1	3.820,6	3.736,2	3.812,6	293,7	-10,1	-20,1	-9,2	-8,4	6,5	3.469,0	3.523,7	3.747,0	3.811,4	3.727,8	3.819,1
Eigenkapital	759,5	1.276,9	1.340,0	1.411,9	1.491,5	1.573,5	360,0	-116,9	-120,9	-120,3	-116,0	-102,6	1.119,5	1.160,0	1.219,1	1.291,6	1.375,5	1.470,9
Sonstige Rückstellungen	64,4	68,6	66,8	64,5	64,1	63,8	-	-	-	-	-	-	64,4	68,6	66,8	64,5	64,1	63,8
Abbruchkostenrückstellungen	88,4	94,5	100,9	103,7	108,6	114,1	-	-6,2	-12,6	-15,3	-20,2	-25,7	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4	88,4
Rückstellungen	152,7	163,1	167,7	168,2	172,7	177,9	-	-6,2	-12,6	-15,3	-20,2	-25,7	152,7	156,9	155,2	152,8	152,5	152,2
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	670,9	689,3	845,9	838,5	688,2	714,3	-	-	-	-	-	-	670,9	689,3	845,9	838,5	688,2	714,3
Verbindlichkeiten aus Leasingverhältnissen	736,5	715,6	693,2	646,3	607,4	574,0	-	15,6	15,6	27,2	27,2	32,6	736,5	731,2	708,7	673,5	634,6	606,6
Sonstige finanzielle Verbindlichkeiten	132,8	43,7	43,7	43,7	43,7	43,7	-11,8	77,3	77,3	77,3	77,3	77,3	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0
Pensionsrückstellungen	346,5	363,6	379,9	387,1	391,5	395,5	-	-	-	-	-	-	346,5	363,6	379,9	387,1	391,5	395,5
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.886,8	1.812,2	1.962,6	1.915,6	1.730,8	1.727,4	-11,8	92,9	92,9	104,5	104,5	110,0	1.875,0	1.905,1	2.055,4	2.020,1	1.835,3	1.837,4
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	149,3	134,9	148,7	165,6	164,1	166,5	-	-	-	-	-	-	149,3	134,9	148,7	165,6	164,1	166,5
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	101,0	14,5	10,2	17,1	26,8	15,4	-66,3	-	-	-	-	-	34,7	14,5	10,2	17,1	26,8	15,4
Sonstige Verbindlichkeiten	87,5	102,1	108,3	113,9	123,5	126,4	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	99,3	113,9	120,1	125,7	135,3	138,2
Passive latente Steuern	38,5	30,2	29,8	28,4	27,0	25,4	-	8,3	8,7	10,0	11,5	13,0	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	376,2	281,6	296,9	325,0	341,3	333,7	-54,5	20,1	20,5	21,8	23,3	24,8	321,7	301,7	317,4	346,8	364,6	358,6
Summe Passiva	3.175,3	3.533,8	3.767,1	3.820,6	3.736,2	3.812,6	293,7	-10,1	-20,1	-9,3	-8,4	6,5	3.469,0	3.523,7	3.747,0	3.811,4	3.727,8	3.819,1

5.7. Definition wesentlicher Kennzahlen

Anlagenumschlagshäufigkeit _t =	Umsatzerlöse _t
	Sachanlagevermögen _{t-1}
CAPEX-Quote _t =	CAPEX _t
	Umsatzerlöse _t
EK-Quote (zu Buchwerten) _t =	Buchwert des Eigenkapitals _t
	Bilanzsumme _t
FK-Quote (zu Marktwerten) _t =	Verzinsliche Verbindlichkeiten _t
	Unternehmensgesamtwert _t
Eigenkapitalrendite _t =	Jahresergebnis _t
	Buchwert des Eigenkapitals _{t-1}
Gesamtkapitalrendite _t =	NOPLAT _t
	Buchwert des Gesamtkapitals _{t-1}
Return on Invested Capital (ROIC) _t =	NOPLAT _t
	Invested Capital (IC) _{t-1}
Return on Capital Employed (ROCE) _t =	EBIT _t
	Invested Capital (IC) _{t-1}
Verschuldungsgrad (Bw.) _t =	Verzinsliche Verbindlichkeiten _t
	Buchwert des Eigenkapitals _t
Verschuldungsgrad (Mw.) _t =	Verzinsliche Verbindlichkeiten _t
	Wert des Eigenkapitals ¹²⁷ _t

¹²⁷ Wert des Eigenkapitals zu Marktwerten innerhalb der DCF-Methode bzw. Ertragswert-Methode

PORT OF HAMBURG BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT SE

Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE | Gustav-Mahler Platz 1 | 20354 Hamburg

Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft
Herr Jeroen Eijsink
Bei St. Annen 1
20457 Hamburg

Hamburg, 5. Januar 2026

Verlangen zur Beschlussfassung über einen aktienrechtlichen Squeeze-Out

An den Vorstand der
Hamburger Hafen und Logistik
Aktiengesellschaft
Bei St. Annen 1
20457 Hamburg

Sehr geehrter Herr Eijsink,

die Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE, eine Europäische Gesellschaft (*Societas Europaea*) mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 183205 und mit Geschäftsadresse in Gustav-Mahler-Platz 1, 20354 Hamburg („PoH“), hält derzeit unmittelbar insgesamt 71.460.539 nennwertlose Stückaktien an der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft, einer Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 1902 und mit Geschäftsadresse in Bei St. Annen 1, 20457 Hamburg, („HHLA“).

Geschäftsführender Direktor: Dr. Helge Schäfer, Nils Kahn
Vorsitzende des Verwaltungsrates: Senatorin Dr. Melanie Leonhard
Firmen- und Geschäftssitz Hamburg
Amtsgericht Hamburg HRB 183205

Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE | Gustav -Mahler Platz 1 | 20354 Hamburg

Hamburg, 5. January 2026

Request for a resolution on a squeeze-out under stock corporation law

To the Executive Board of
Hamburger Hafen und Logistik
Aktiengesellschaft
Bei St. Annen 1
20457 Hamburg

Dear Mr. Eijsink,

Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE, a European company (*Societas Europaea*) with its registered seat in Hamburg, registered in the commercial register of the Hamburg Local Court under HRB 183205 and with its registered office at Gustav-Mahler-Platz 1, 20354 Hamburg (“PoH”), currently directly holds a total of 71,460,539 no-par value shares in Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft, a stock corporation with its registered seat in Hamburg, Germany, registered in the commercial register of the Hamburg Local Court under HRB 1902 and with its business address at Bei St. Annen 1, 20457 Hamburg, (“HHLA”).



PORT OF HAMBURG BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT SE

Zudem teilt die PoH hiermit gemäß §§ 67 ff. AktG mit, dass sie nunmehr insbesondere Inhaberin von 2.704.500 S-Aktien (*Namensaktien*) ist. Wir bitten höflich darum, dies unverzüglich in das Aktienregister der HHLA einzutragen.

Damit besteht die Beteiligung der PoH an der HHLA aus 68.756.039 A-Aktien und 2.704.500 S-Aktien der HHLA.

Die Beteiligung der PoH an der HHLA in Form der 68.756.039 A-Aktien ergibt sich aus der als Anlage 1 beigefügten Bestätigung der Commerzbank AG.

Die Beteiligung der PoH an der HHLA in Form der 2.704.500 S-Aktien ergibt sich aus der als Anlage 2 beigefügten Bestätigung der Commerzbank AG.

Die HHLA hat ein Grundkapital von EUR 75.219.438,00, das in 75.219.438 Stückaktien (*Aktien ohne Nennwert*), davon 72.514.938 A-Aktien und 2.704.500 S-Aktien (*Aktiengattungen*) eingeteilt ist, auf die jeweils ein rechnerischer Anteil von EUR 1,00 am Grundkapital der HHLA entfällt. Die Beteiligung der PoH entspricht daher zum heutigen Tag gerundet 95,003% des Grundkapitals der HHLA. Die PoH hält damit mehr als 95% des Grundkapitals der HHLA. Die PoH ist daher Hauptaktionärin der HHLA im Sinne des § 327a Abs. 1 AktG.

Wir richten hiermit das Verlangen an den Vorstand der HHLA, über die Übertragung der Aktien der

Geschäftsführender Direktor: Dr. Heige Schäfer, Nils Kahn
Vorsitzende des Verwaltungsrates: Senatorin Dr. Melanie Leonhard
Firmen- und Geschäftssitz Hamburg
Amtsgericht Hamburg HRB 183205

Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE | Gustav -Mahler Platz 1 | 20354 Hamburg

In addition, PoH hereby announces in accordance with Sections 67 et seq. of the German Stock Corporation Act ("**AktG**"), that it is now the owner of, inter alia, 2,704,500 S-Shares (*registered shares*). We kindly request that this be entered into HHLA's share register without delay.

Therefore, PoH's shareholding in HHLA consists of 68,756,039 A-Shares and 2,704,500 S-Shares of HHLA.

PoH's shareholding in HHLA in terms of 68,756,039 A-Shares is evidenced by the securities confirmation from Commerzbank AG attached as Annex 1.

PoH's shareholding in HHLA in terms of 2,704,500 S-Shares is evidenced by the securities confirmation from Commerzbank AG attached as Annex 2.

HHLA has a share capital of EUR 75,219,438.00, which is divided into 75,219,438 no-par value shares (*shares without nominal value*), of which 72,514,938 are A-Shares and 2,704,500 are S-Shares (*share classes*), each representing a notional share of EUR 1.00 in HHLA's share capital. PoH's shareholding therefore corresponds to approximately 95.003% of HHLA's share capital. PoH thus holds more than 95% of HHLA's share capital. Therefore, PoH is the main shareholder of HHLA within the meaning of Section 327a para. 1 AktG.

We hereby request the Executive Board of HHLA to cause the general meeting, to be convened

PORT OF HAMBURG BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT SE

übrigen Aktionäre (*Minderheitsaktionäre*) der HHLA auf die PoH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG in einer nach Zugang des konkretisierenden zweiten Squeeze-Out Verlangens noch einzuberufenden Hauptversammlung beschließen zu lassen (*aktienrechtlicher Squeeze-Out*).

Die Höhe der angemessenen Barabfindung je auf den Inhaber lautender Stückaktie der HHLA werden wir unter anderem auf der Grundlage einer noch abzuschließenden Unternehmensbewertung festlegen und Ihnen noch separat in dem konkretisierenden zweiten Squeeze-Out Verlangen mitteilen.

Wir bitten Sie als Vorstand der HHLA, alle für die Fassung des Übertragungsbeschlusses gemäß §§ 327a ff. AktG erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen und uns gemäß § 327b Abs. 1 S. 2 AktG alle für die Festlegung der Barabfindung notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen sowie Auskünfte zu erteilen.

Vor der Einberufung der Hauptversammlung werden wir Ihnen entsprechend den gesetzlichen Bestimmungen folgende zusätzliche Unterlagen gesondert übermitteln:

- Beschlussvorlage an die Hauptversammlung zum Übertragungsbeschluss;
- Mitteilung der festgelegten Höhe der angemessenen Barabfindung je Aktie beider Aktiengattungen;
- Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG; und

Geschäftsführender Direktor: Dr. Helge Schäfer, Nils Kahn
Vorsitzende des Verwaltungsrates: Senatorin Dr. Melanie Leonhard
Firmen- und Geschäftssitz Hamburg
Amtsgericht Hamburg HRB 183205

Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE | Gustav -Mahler Platz 1 | 20354 Hamburg

after receipt of the specified second squeeze-out request, to resolve on the transfer of the shares of the remaining shareholders (*minority shareholders*) of HHLA to PoH in return for an adequate cash compensation pursuant to Sections 327a et seqq. AktG (*squeeze-out under stock corporation law*).

We will determine the amount of the adequate cash compensation per no-par value bearer share of HHLA, inter alia, on the basis of a company valuation yet to be completed, and will notify you of this separately in the specified second squeeze-out request.

We kindly ask you, as the Executive Board of HHLA, to take all measures required for the adoption of the transfer resolution in accordance with Sections 327a et seqq. AktG and to provide us with all documents necessary for determining the cash compensation and with all necessary information in accordance with Section 327b para. 1 sentence 2 AktG.

Prior to the convocation of the general meeting and in accordance with statutory provisions, we will submit the following additional documents separately:

- Draft resolution for the general meeting on the transfer resolution;
- Notification of the amount of the adequate cash compensation per share for both share classes;
- Confirmation of a credit institution pursuant to Section 327b para. 3 AktG; and



PORT OF HAMBURG BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT SE

- Übertragungsbericht des Hauptaktionärs im Sinne von § 327c Abs. 2 S. 1 AktG mit einer Darlegung der Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre sowie einer Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung.

Die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wird durch einen vom Landgericht Hamburg auszuwählenden und zu bestellenden sachverständigen Prüfer geprüft. Einen entsprechenden Antrag wird die PoH zeitnah beim Landgericht Hamburg stellen.

Gemäß Handelsregisterauszug der PoH vom heutigen Tag, der als Anlage 3 beigelegt ist, sind die Unterzeichnenden berechtigt, die PoH zu vertreten.

Wir bitten Sie, uns den Empfang dieses Schreibens schriftlich zu bestätigen.

Ausschließlich die deutsche Version dieses Verlangens ist verbindlich.

- Written report by the main shareholder pursuant to Section 327c para. 2 sentence 1 AktG setting out the prerequisites for the transfer of the minority shareholders' shares and providing an explanation and justification of the adequacy of the cash compensation.

The adequacy of the determined cash compensation will be reviewed by an auditor selected and appointed by the Regional Court of Hamburg. PoH will file a corresponding application with the Regional Court of Hamburg in a timely manner.

According to today's extract from the commercial register of PoH, which is attached as Annex 3, the signatories are authorized to represent PoH.

We kindly ask you to confirm receipt of this document in writing.

Solely the German version of this request shall prevail.

Geschäftsführender Direktor: Dr. Helge Schäfer, Nils Kahn
Vorsitzende des Verwaltungsrates: Senatorin Dr. Melanie Leonhard
Firmen- und Geschäftssitz Hamburg
Amtsgericht Hamburg HRB 183205

Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE | Gustav-Mahler Platz 1 | 20354 Hamburg

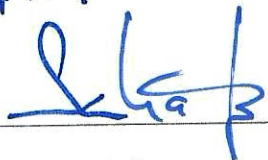


PORT OF HAMBURG BETEILIGUNGSGESELLSCHAFT SE

Port of Haburg Beteiligungsgesellschaft SE

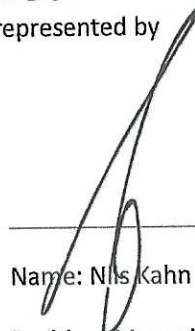
vertreten durch / represented by

Hamburg, d. 1. 2026



Name: Dr. Helge Schäfer

Position: Managing Director
(Geschäftsführender Direktor)



Name: Nils Kahn

Position: Managing Director
(Geschäftsführender Direktor)

Geschäftsführender Direktor: Dr. Helge Schäfer, Nils Kahn
Vorsitzende des Verwaltungsrates: Senatorin Dr. Melanie Leonhard
Firmen- und Geschäftssitz Hamburg
Amtsgericht Hamburg HRB 183205

Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE | Gustav -Mahler Platz 1 | 20354 Hamburg

Portfolio Navigator

Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE

Mittelstandsbank

Die Bank an Ihrer Seite

Inhalt

- 01 Basisdaten
- 02 Bestandsübersicht
- 03 Glossar

Basisdaten

Die vorliegende Analyse Ihres Wertpapierportfolios bezieht sich auf das folgende Depot:

Kontonummer	Status Depot	In der Analyse nicht berücksichtigte Depotpositionen / Geldanlagen	
		WKN	Name
Kundenummer 2006306294 · Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE			
Bankleitzahl 20040000			
200630629400	-		

Neben den aktuell im Bestand befindlichen Wertpapierpositionen sind, je nach Betrachtungszeitraum, auch solche Wertpapierpositionen in die vorliegende Analyse einbezogen, welche zum aktuellen Zeitpunkt bereits veräußert sind.

Bitte beachten Sie, dass die Umrechnung in Euro eines in Fremdwährung notierten Wertpapiers zum zuletzt bekannten Devisenkurs erfolgt. Bitte beachten Sie außerdem, dass die Bewertung der Wertpapierpositionen im Portfolio Navigator und andere Informationen ganz oder teilweise nicht auf amtliche Kursinformationen zurückgreift und lediglich die Einschätzung der Commerzbank über den Wert des betreffenden Finanzinstruments unter den vorherrschenden Marktbedingungen wiedergibt und sich entweder vom Mid Market-Preis oder, wenn als Geld- und Briefkurs ausgedrückt, vom indikativen Preis, zu dem die Commerzbank das Finanzinstrument beendet und abgeschlossen bzw. zurückgekauft und verkauft hätte, und zwar jeweils zum Geschäftsschluss bzw. zu einem anderen mit Ihnen vereinbarten Zeitpunkt am relevanten Finanzplatz am jeweils angegebenen Bewertungstag ableitet.

Die Bewertungen können nicht als Nachweis dafür verstanden werden, dass es einen liquiden Markt gibt. Wenn sich die Commerzbank zu einem späteren Zeitpunkt bereit erklären sollte, einen festen Preis für eine Beendigung oder einen Rückkauf, Abschluss bzw. Verkauf eines Finanzinstruments zu stellen, kann dieser feste Preis von der Bewertung abweichen und für Sie weniger vorteilhaft sein.

Diese Portfolioanalyse dient ausschließlich Informationszwecken und soll den Konto- oder Depotauszug nicht ersetzen. Sie stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar und ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung. Diese Portfolioanalyse und sämtlich darin enthaltenen Informationen stellen eine Gefälligkeit dar und begründet kein Vertragsverhältnis. Die Zurverfügungstellung begründet keine Pflicht, Sie über Änderungen zu informieren oder weiterhin Bewertungen zur Verfügung zu stellen.

Die in der Analyse enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Dies gilt insbesondere auch für die dargestellten Ratings von S&P und Moody's. Die Ratingagenturen schließen eine Haftung für ihre Ratings aus. Weder S&P, Moody's noch die Commerzbank übernehmen eine Verantwortung für die Aktualität, Richtigkeit u. Vollständigkeit der Informationen und lehnen jede Haftung ab. Die Ratings sind kein Garant für die Zukunft und dürfen daher keinesfalls als Empfehlung verstanden werden, ein bestimmtes Finanzinstrument zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen.

Bestandsübersicht

Die folgende Tabelle gibt Ihnen einen Überblick über den Bestand Ihres Depots (200630629400) am 05.01.2026.

Name	Stücke/ Nominale	Kurs	Devisen- kurs	Kurswert (EUR)	Rendite p.a. Restlaufzeit	Gewinn/Verlust absolut (EUR)	Fällig- keit	S&P Rating
WKN	ØEinstandswert	Datum	ØDevisen- einstand	Stückzinsen (EUR)	Kupon p.a.	Gewinn/Verlust relativ	1. Kauf- datum	Moody's Rating
HAMBURG.HAFEN LOG.A-SP NA	68.756.039,000	21,200 EUR	1,00000 EUR	1.457.628.026,80	-	240.161.677,08	-	-
A0S848	-	02.01.26	-	-	-	20,22%	20.11.24	-
Gesamt	-	-	-	1.457.628.026,80	-	240.161.677,08	-	
	-	-	-	0,00	0,000 %	20,22%	20.11.24	

In der Summe ergibt sich zum Bewertungstag am 05.01.2026 ein Gesamtwert von 1.457.628.026,80 EUR. Bitte beachten Sie, dass dabei die Umrechnung in Euro von in Fremdwährung notierten Wertpapieren bzw. Geldanlagen in Fremdwährung zum zuletzt bekannten Devisenkurs erfolgt.

Glossar

Rendite p.a. Restlaufzeit

Die Rendite p.a. Restlaufzeit gibt die effektive Rendite einer Anleihe oder eines Geldanlagekontos vom Bewertungstag ausgehend bis zum Fälligkeitsdatum in annualisierter Form an. Sofern es sich um keine Anleihen handelt oder wenn ein Wertpapier respektive Geldanlagekonto mit variabler Verzinsung oder ein Tagesgeld betrachtet wird, wird kein Wert an dieser Stelle ausgewiesen. Bei staffelverzinsten Geldanlagen ist der aktuell gültige Zinssatz maßgebend. Die Berechnung der Rendite erfolgt in der jeweiligen Währung des Wertpapiers oder Termingelds.

In der Portfoliosicht werden die erwarteten, in Euro umgerechneten Zahlungsströme aller relevanten Anleihen und Termingelder betrachtet und hieraus eine effektive annualisierte Gesamrendite abgeleitet. Die Umrechnung erfolgt dabei mit dem zum Bewertungstag aktuellsten Devisenkurs.

Commerzbank AG, 20349 Hamburg

Port of Hamburg
Beteiligungsgesellschaft SE
Gustav-Mahler-Platz 1
20354 Hamburg

Firmenkunden

Bereichsvorstand Mittelstandsbank NordWest

Dr. Stefan Otto

Postanschrift: Lübeckertordamm 5, 20099 Hamburg

Telefon: +49 40 3683 6400

E-Mail: stefan.otto@commerzbank.com

5. Januar 2026

Depot-Nr. 200630829400 der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE

Hiermit bestätigen wir, dass wir, die Commerzbank Aktiengesellschaft, 2.704.500 (in Worten: zwei Millionen siebenhundertviertausendfünfhundert) S-Aktien (*Namensaktien*) der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft per 5. Januar 2026 für die Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE verwahren.

Außerdem teilen wir hiermit gemäß §§ 67 ff. AktG mit, dass die Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE mit Sitz in Hamburg und Geschäftsanschrift in Gustav-Mahler-Platz 1, 20354 Hamburg, Inhaberin von 2.704.500 (in Worten: zwei Millionen siebenhundertviertausendfünfhundert) S-Aktien (*Namensaktien*) der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft ist.

Mit freundlichen Grüßen
Commerzbank AG



Dr. Stefan Otto
Bereichsvorstand
Mittelstandsbank Nordwest



Uwe Weiß
Großkundenbetreuer

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Jens Weidmann
Vorstand: Bettina Orlopp (Vorsitzende),
Michael Kotzbauer, Sabine Mlnarsky, Thomas Schaufler,
Carsten Schmitt, Bernhard Spalt, Christiane Vorspel-Rüter

Commerzbank Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main
Handelsregister: Amtsgericht Frankfurt am Main, HRB 32000
USt-IdNr.: DE 114 103 514

Nummer der Eintragung	a) Firma b) Sitz, Niederlassung, inländische Geschäftsanschrift, empfangsberechtigte Person, Zweigniederlassungen c) Gegenstand des Unternehmens	Grund- oder Stammkapital	a) Allgemeine Vertretungsregelung b) Vorstand, Leitungsorgan, geschäftsführende Direktoren, persönlich haftende Gesellschafter, Geschäftsführer, Vertretungsberechtigte und besondere Vertretungsbefugnis	Prokura	a) Rechtsform, Beginn, Satzung oder Gesellschaftsvertrag b) Sonstige Rechtsverhältnisse	a) Tag der Eintragung b) Bemerkungen
1	2	3	4	5	6	7
1	a) <u>Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE</u> b) Hamburg <u>Geschäftsanschrift:</u> <u>Am Sandtorkai 31, 20457 Hamburg</u> c) <u>Die Verwaltung eigenen Vermögens.</u>	<u>120.000,00</u> <u>EUR</u>	a) Ist nur ein geschäftsführender Direktor bestellt, so vertritt er allein. Sind mehrere geschäftsführende Direktoren bestellt, vertreten zwei gemeinsam oder ein geschäftsführender Direktor mit einem Prokuristen. Alleinvertretungsbefugnis kann erteilt werden. Geschäftsführende Direktoren können ermächtigt werden, im Namen der Gesellschaft mit sich als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte vorzunehmen. b) <u>Nicht mehr</u> <u>Geschäftsführender Direktor:</u> <u>Kahn, Nils, Hamburg, *07.08.1972</u> <u>Bestellt</u> <u>Geschäftsführender Direktor:</u> <u>Berger, Kristin, Hamburg, *07.04.1985</u> <u>vertretungsberechtigt gemäß allgemeiner Vertretungsregelung; mit der Befugnis, im Namen der Gesellschaft mit sich als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen.</u> .		a) Europäische Aktiengesellschaft (SE) Satzung vom 14.08.2023, mehrfach zuletzt durch Beschluss der Hauptversammlung vom 27.09.2023 geändert. Die Hauptversammlung vom 27.09.2023 hat die Änderung der Satzung in § 1 (2) und mit ihr die Sitzverlegung von München (bisher: Amtsgericht München HRB 287027) nach Hamburg beschlossen.	a) 11.10.2023 Reiche b) Tag der ersten Eintragung: 01.09.2023 Fall 1
2	a) Berichtigt: Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE					a) 13.10.2023 Reiche b) Eintragung Nr. 1 Spalte 2 a) vom 11.10.2023 von Amts wegen berichtigt. Fall 2
3					b) Die Gesellschaft hat am 18.11.2024 mit der wirtschaftlichen Neugründerin SAS Shipping Agencies Services S.à r.l. mit Sitz in Luxemburg, eingetragen im Luxemburgischen	a) 19.11.2024 Dr. Hess

Nummer der Eintragung	a) Firma b) Sitz, Niederlassung, inländische Geschäftsanschrift, empfangsberechtigte Person, Zweigniederlassungen c) Gegenstand des Unternehmens	Grund- oder Stammkapital	a) Allgemeine Vertretungsregelung b) Vorstand, Leitungsorgan, geschäftsführende Direktoren, persönlich haftende Gesellschafter, Geschäftsführer, Vertretungsberechtigte und besondere Vertretungsbefugnis	Prokura	a) Rechtsform, Beginn, Satzung oder Gesellschaftsvertrag b) Sonstige Rechtsverhältnisse	a) Tag der Eintragung b) Bemerkungen
1	2	3	4	5	6	7
					Handelsregister unter B113456, im Wege der Nachgründung einen Vertrag über den Erwerb von 10.462.325 Aktien der Aktiengattung A an der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 1902, geschlossen. Die Hauptversammlung vom 18.11.2024 hat diesem Vertrag zugestimmt.	b) Fall 3
4		<u>17.787.691,00</u> EUR			a) Die Hauptversammlung vom 18.11.2024 hat die Erhöhung des Grundkapitals gegen Bar- und Sacheinlagen um 17.667.691,00 EUR auf 17.787.691,00 EUR, davon gegen Bareinlagen um 7.205.366,00 EUR durch die Ausgabe von 7.205.366 neuen auf den Namen lautenden Stückaktien und gegen Sacheinlagen um weitere 10.462.325,00 EUR durch die Ausgabe von 10.462.325 neuen auf den Namen lautenden Stückaktien, und die Änderung der Satzung in den §§ 4 (Grundkapital) und 8 beschlossen. Die Kapitalerhöhung ist durchgeführt.	a) 20.11.2024 Dr. Hess b) Fall 4
5			b) <u>Nicht mehr</u> <u>Geschäftsführender Direktor:</u> <u>Berger, Kristin, Hamburg, *07.04.1985</u> Bestellt Geschäftsführender Direktor: Kahn, Nils, Hamburg, *07.08.1972 vertretungsberechtigt gemäß allgemeiner Vertretungsregelung; mit der Befugnis, im Namen der Gesellschaft mit sich als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen. Bestellt Geschäftsführender Direktor: Dr. Schäfer, Helge, Hamburg, *23.09.1959 vertretungsberechtigt gemäß allgemeiner Vertretungsregelung; mit der Befugnis, im Namen der Gesellschaft mit sich als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen.		b) Die Gesellschaft hat am 25.11.2024 mit der Aktionärin HGV Hamburger Gesellschaft für Vermögens- und Beteiligungsmanagement mbH, mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 16106, im Wege der Nachgründung einen Vertrag über den Erwerb von 50.215.336 Aktien der Aktiengattung A an der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 1902, geschlossen. Die Hauptversammlung vom 28.11.2024 hat diesem Vertrag zugestimmt.	a) 29.11.2024 Dr. Hess b) Fall 5

Nummer der Eintragung	a) Firma b) Sitz, Niederlassung, inländische Geschäftsanschrift, empfangsberechtigte Person, Zweigniederlassungen c) Gegenstand des Unternehmens	Grund- oder Stammkapital	a) Allgemeine Vertretungsregelung b) Vorstand, Leitungsorgan, geschäftsführende Direktoren, persönlich haftende Gesellschafter, Geschäftsführer, Vertretungsberechtigte und besondere Vertretungsbefugnis	Prokura	a) Rechtsform, Beginn, Satzung oder Gesellschaftsvertrag b) Sonstige Rechtsverhältnisse	a) Tag der Eintragung b) Bemerkungen
1	2	3	4	5	6	7
6	c) Die Verwaltung der Beteiligung an der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft.	<u>68.003.027,00</u> EUR			a) Die Hauptversammlung vom 28.11.2024 hat die Neufassung der Satzung beschlossen, insbesondere in den jetzigen Ziffern 2 (Gegenstand des Unternehmens) und 4 (Grundkapital und Aktien) und mit ihr die Erhöhung des Grundkapitals gegen Sacheinlage um 50.215.336,00 EUR auf 68.003.027,00 EUR durch die Ausgabe von 50.215.336 neuen auf den Namen lautenden Stückaktien. Die Kapitalerhöhung ist durchgeführt.	a) 02.12.2024 Dr. Hess b) Fall 6
7	b) Änderung zur Geschäftsanschrift: Gustav-Mahler-Platz 1, 20354 Hamburg					a) 08.01.2025 Landherr
8		68.756.039,00 EUR			a) Die Hauptversammlung vom 29.09.2025 hat die Erhöhung des Grundkapitals gegen Sacheinlage um 753.012,00 EUR auf 68.756.039,00 EUR und die Änderung der Satzung in Ziffer 4 (Grundkapital und Aktien) beschlossen. Die Kapitalerhöhung ist durchgeführt.	a) 06.10.2025 Niedlich b) Fall 9

COMMERZBANK 

Avalcenter Inland

Geschäftsräume:
FRIEDRICHSTR. 22
70140 STUTTGART

Swift: COBADEFF600

InlandsavaleStuttgart@commerzbank.com

Internet: www.commerzbank.de

Port of Hamburg
Beteiligungsgesellschaft SE
Gustav-Mahler-Platz 1
20354 Hamburg

Datum: 15. April 2026

Gewährleistungserklärung gem. § 327b Abs. 3 AktG SCOAV70780410001

zur Übermittlung an den Vorstand der

Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft
Bei St. Annen 1
20457 Hamburg**Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft, Hamburg, gemäß § 327a AktG – Gewährleistungserklärung gemäß § 327b Abs. 3 AktG zur Übermittlung an den Vorstand der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft**

Sehr geehrte Damen und Herren,

die Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE, mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter der Nummer HRB 183205, hat uns mitgeteilt, dass sie derzeit unmittelbar 71.460.539 der insgesamt ausgegebenen 75.219.438 auf den Namen lautenden Stückaktien (Aktien ohne Nennwert), eingeteilt in 72.514.938 A-Aktien und 2.704.500 S-Aktien, auf die jeweils ein rechnerischer Anteil von EUR 1,00 am Grundkapital der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft entfällt, und damit rund 95,003 Prozent des Grundkapitals der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft in Höhe von Euro 75.219.438,00 hält und somit den in § 327a Abs. 1 AktG genannten Schwellenwert von 95 Prozent überschreitet („Hauptaktionärin“).

Die Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE hat uns darüber hinaus ihre Absicht mitgeteilt, als Hauptaktionärin die Aktien sämtlicher übrigen Aktionäre der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft („Minderheitsaktionäre“) im Rahmen eines Verfahrens zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zu erwerben.

Auf Verlangen der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE soll in der ordentlichen Hauptversammlung der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft am 11. Juni 2026 gemäß § 327a Abs. 1 AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer von der Port of Hamburg

Fortsetzung auf Seite -2-

Commerzbank Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main
Handelsregister: Amtsgericht Frankfurt am Main (HRB 32000)
Vorsitzender des Aufsichtsrates: Jens Weidmann
Vorstand: Bettina Orlopp (Vorsitzende),
Michael Kotzbauer, Sabine Minarsky, Thomas Schaufler,
Carsten Schmitt, Bernhard Spalt, Christiane Vorspel-Rüter
UID: DE 114 103 514

Seite -2- zu unserer Garantie vom 15. April 2026. Referenz: SCOAV70780410001

Beteiligungsgesellschaft SE festgelegten Barabfindung in Höhe von Euro 21,16 (in Worten einundzwanzig Euro und sechzehn Eurocent) je auf den Namen lautende A-Aktie und in Höhe von Euro 40,31 (in Worten vierzig Euro und einunddreißig Eurocent) je auf den Namen lautende S-Aktie der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft beschlossen werden. Die Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE hält sämtliche S-Aktien.

Mit dem Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses gehen kraft Gesetzes alle Namensaktien der Minderheitsaktionäre auf die Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE als Hauptaktionärin über und die Minderheitsaktionäre erhalten im Gegenzug den Anspruch gegen die Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE auf unverzügliche Zahlung der festgelegten Barabfindung.

Gemäß § 327b Abs. 3 AktG hat die Hauptaktionärin dem Vorstand der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft vor Einberufung der Hauptversammlung die Erklärung eines im Geltungsbereich des deutschen Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen.


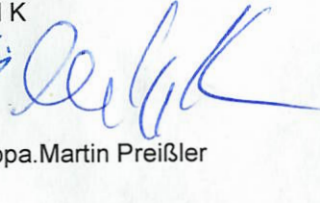
Dies vorausgeschickt übernimmt die COMMERZBANK Aktiengesellschaft mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts unter HRB 32000, als im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut hiermit unbeding und unwiderruflich nach § 327b Abs. 3 AktG die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE, den Minderheitsaktionären der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses gemäß § 327a Abs. 1 AktG in das Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von Euro 21,16 (in Worten einundzwanzig Euro und sechzehn Eurocent) je auf die Hauptaktionärin übergegangene auf den Namen lautende A-Aktie und in Höhe von Euro 40,31 (in Worten vierzig Euro und einunddreißig Eurocent) je auf die Hauptaktionärin übergegangene auf den Namen lautende S-Aktie der Hamburger Hafen und Logistik Aktiengesellschaft zu zahlen. Diese Gewährleistung erstreckt sich auch auf die Verpflichtung der Port of Hamburg Beteiligungsgesellschaft SE zur Zahlung von gesetzlichen Zinsen auf die Barabfindung gemäß § 327b Abs. 2 AktG.

Aus dieser Garantie erwirbt jeder Minderheitsaktionär im Wege eines echten Vertrages zugunsten Dritter (§ 328 BGB) einen unaufhebbaren Zahlungsanspruch unmittelbar gegen uns.

Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär sind Einwendungen und Einreden aus unserem Verhältnis zur Hauptaktionärin ausgeschlossen.

Diese Gewährleistungserklärung unterliegt ausschließlich dem Recht der Bundesrepublik Deutschland.

COMMERZBANK
Aktiengesellschaft
Avalcenter Inland

 
ppa. Jonas Herling ppa. Martin Preißler

DR. MALTE IVO
DR. JENS-OLAF LENSCHOW, LL.M. (COLUMBIA)
DR. JAN-THOMAS OSKIERSKI, LL.M. (CAMBRIDGE)
DR. BENJAMIN KARRAS



NOTARE
NEUER WALL 43

Neuer Wall 43 • 20354 Hamburg
Tel.: 040 36 98 99-0 • Fax: 040 37 23 06
E-Mail: notare@nw-43.de • www.notare-nw43.de

Urkundenverzeichnis-Nr. 463/2026 Ka

Hiermit beglaubige ich, der Hamburgische Notar

Dr. Benjamin Karras,
Neuer Wall 43, 20354 Hamburg,

die vorstehenden, heute vor mir vollzogenen Unterschriften von

1. Herr Jonas Maximilian **Herling**,
geb. am 23. Juli 1988,
geschäftsansässig in 20099 Hamburg, Lübeckertordamm 5,
dem Notar von Person bekannt,
2. Herr Martin **Preißler**,
geb. am 14. Juni 1973,
geschäftsansässig in 20099 Hamburg, Lübeckertordamm 5,
ausgewiesen durch Bundespersonalausweis.

Gleichzeitig bescheinige ich in meiner vorgenannten amtlichen Eigenschaft aufgrund heutiger elektronischer Einsichtnahme in das Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt/Main unter HR B 32 000, dass die Vorgenannten gemeinschaftlich vertretungsberechtigte Prokuristen der

COMMERZBANK Aktiengesellschaft

mit dem Sitz in Frankfurt/Main sind.

Hamburg, den 15. April 2026



Dr. Benjamin Karras

Anteilsbesitzliste der HHLA nach Geschäftsfeldern zum 31. Dezember 2025

Name und Sitz des Unternehmens	Höhe des Anteils am Kapital	
	direkt (in %)	indirekt (in %)
Teilkonzern Hafenlogistik		
Segment Container		
HCCR Hamburger Container- und Chassis-Reparatur-Gesellschaft mbH, Hamburg ^{1, 4b, 5}	100,0	
HHLA Container Terminal Burchardkai GmbH, Hamburg ^{1, 4b, 5}	100,0	
Service Center Burchardkai GmbH, Hamburg ^{1, 4c, 5}		100,0
HHLA International GmbH, Hamburg ^{1, 4b, 5}	100,0	
HHLA TK Estonia AS, Tallinn/Estland ¹		100,0
SC Container Terminal Odessa, Odessa/Ukraine ¹		100,0
HHLA PLT Italy S.r.l., Triest/Italien ¹		75,0
Logistica Giuliana S.r.l., Triest/Italien ¹		75,0
HHLA-Personal-Service GmbH, Hamburg ^{1, 4b, 5}	100,0	
HHLA Container Technik GmbH (vormals: SCA Service Center Altenwerder GmbH), Hamburg ^{1, 4b, 5}	100,0	
HHLA Container Terminal Tollerort GmbH, Hamburg ¹	75,01	
HHLA Rosshafen Terminal GmbH, Hamburg ^{1, 5}		75,01
HHLA Container Terminal Altenwerder GmbH, Hamburg ¹	74,9	
Kombi-Transeuropa Terminal Hamburg GmbH, Hamburg ²		37,5
HVCC Hamburg Vessel Coordination Center GmbH, Hamburg ²	66,0	
Cuxcargo Hafenbetrieb GmbH & Co. KG, Cuxhaven ³	50,0	
Cuxcargo Hafenbetrieb Verwaltungs-GmbH, Cuxhaven ³	50,0	
DHU Gesellschaft Datenverarbeitung Hamburger Umschlagsbetriebe mbH, Hamburg ²	40,4	
CuxPort GmbH, Cuxhaven ²	25,1	
Segment Intermodal		
CTD Container-Transport-Dienst GmbH, Hamburg ^{1, 4c, 5}	100,0	
Hera Logistics Holding GmbH, Wien/Österreich ¹	100,0	
Roland Spedition GmbH, Schwechat/Österreich ¹		51,0
HHLA Project Logistics LLC, Poti/Georgien ¹		75,0
TOO "HHLA Project Logistics Kazakhstan", Almaty/Kasachstan ¹		75,0
Eurobridge Intermodal Terminal LLC, Svoboda/Ukraine ¹		60,0
LLC „HHLA Intermodal Ukraine“, Odessa/Ukraine ¹		100,0
LLC „Ukrainian Intermodal Company“, Odessa/Ukraine ¹		100,0
METRANS a.s., Prag/Tschechien ¹	100,0	
METRANS Adria D.O.O., Koper/Slowenien ¹		100,0
METRANS ADRIA RAIL d.o.o. (vormals: Adria Rail operator d.o.o.), Rijeka/Kroatien ^{1, 3}		100,0
METRANS (Danubia) a.s., Dunajská Streda/Slowakei ¹		100,0
METRANS (Danubia) Kft., Budapest/Ungarn ¹		100,0
METRANS Danubia Krems GmbH, Krems an der Donau/Österreich ¹		100,0
METRANS DYKO Rail Repair Shop s.r.o., Prag/Tschechien ¹		100,0
METRANS ISTANBUL STI, Istanbul/Türkei ¹		100,0
METRANS Konténer Kft., Budapest/Ungarn ¹		100,0
METRANS (Polonia) Sp.z o.o, Warschau/Polen ¹		100,0
METRANS Rail s.r.o., Prag/Tschechien ¹		100,0
METRANS Rail (Deutschland) GmbH, Leipzig ¹		100,0
METRANS Rail Belgium B.V., Antwerpen/Belgien ^{1, 3}		100,0
METRANS Rail Netherlands B.V., Rotterdam/Niederlande ¹		100,0
METRANS Rail sp. z o.o., Gadki/Polen ¹		100,0

Name und Sitz des Unternehmens	Höhe des Anteils am Kapital	
	direkt (in %)	indirekt (in %)
METRANS Rail Slovakia s.r.o., Dunajská Streda/Slowakei ¹		100,0
METRANS Railprofi Austria GmbH, Krems an der Donau/Österreich ¹		100,0
METRANS Szeged Kft., Budapest/Ungarn ¹		100,0
METRANS Deutschland GmbH (vormals: METRANS Umschlagsgesellschaft mbH), Hamburg ¹		100,0
METRANS Zalaegerszeg Kft., Budapest/Ungarn ¹		100,0
CL EUROPORT Sp. z o.o., Malaszewicze/Polen ¹		100,0
Eurotrans spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, Malaszewicze Duże/Polen ¹		100,0
TIP Žilina, s.r.o., Dunajská Streda/Slowakei ¹		100,0
UniverTrans Kft., Budapest/Ungarn ¹		100,0
METRANS ADRIA d.o.o. (vormals: Adria rail d.o.o.), Rijeka/Kroatien ¹		100,0
METRANS Panonija d.o.o. Indija, Indija/Serbien ¹		100,0
Umschlagsgesellschaft Königs Wusterhausen mbH, Königs Wusterhausen ³		50,0
TIP Košice s.r.o., Košice/Slowakei ³		50,0
EMA RAIL S.R.L., Arad/Rumänien ³		33,3
M-RAIL doo za železnički prevoz robe Krnješevci, Krnješevci/Serbien ³		33,3
IPN Inland Port Network Verwaltungsgesellschaft mbH, Hamburg ³	50,0	
IPN Inland Port Network GmbH & Co. KG, Hamburg ³	50,0	
Segment Logistik		
CERP Solution, a.s., Prag/Tschechien ¹	100,0	
HHLA Next GmbH, Hamburg ¹	100,0	
HHLA Digital Next GmbH, Hamburg ¹		100,0
HHLA Sky GmbH, Hamburg ¹		100,0
Aviello AG, Muri bei Bern/Schweiz ^{1, 3}		100,0
hubload GmbH, Hamburg ¹		100,0
RailSync GmbH, Hamburg ¹		90,0
heyport GmbH, Hamburg ¹		80,0
iSAM AG, Mülheim an der Ruhr ^{1, 5}		88,9
iSAM Asia Pacific Pty Ltd, Paddington, Queensland/Australien ¹		88,9
iSAM Automation Canada Corp., Port Moody, British Columbia/Kanada ¹		88,9
iSAM North America Corp., Mobile, Alabama/USA ¹		88,9
passify GmbH, Hamburg ¹		80,0
Survey Compass GmbH, Treben ¹		51,0
SURVEY COMPASS DIGITAL+ S.R.L., Bukarest/Rumänien ^{1, 3}		51,0
VesCo Systems ApS, Svendborg/Dänemark ³		25,0
Spherie GmbH, Hamburg ²		22,7
HPC Hamburg Port Consulting GmbH, Hamburg ^{1, 4a, 5}	100,0	
omoqo GmbH, Hamburg ¹		100,0
Bionic Production GmbH i.L., Lüneburg ³	85,0	
UNIKAI Lagerei- und Speditionsgesellschaft mbH, Hamburg, Hamburg ¹	51,0	
ARS-UNIKAI GmbH, Hamburg ^{1, 3}		51,0
HHLA Frucht- und Kühl-Zentrum GmbH, Hamburg ²	51,0	
Ulrich Stein Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Hamburg ²	51,0	
Hansaport Hafenbetriebsgesellschaft mit beschränkter Haftung, Hamburg ²	49,0	
Holding/Übrige		
GHL Zweite Gesellschaft für Hafen- und Lagereimmobilien-Verwaltung mbH, Hamburg ^{1, 4c, 5}	100,0	

Name und Sitz des Unternehmens	Höhe des Anteils am Kapital	
	direkt (in %)	indirekt (in %)
Teilkonzern Immobilien		
Segment Immobilien		
Fischmarkt Hamburg-Altona Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Hamburg ^{1, 4a, 5}	100,0	
HHLA Immobilien Speicherstadt GmbH, Hamburg ^{1, 3}	100,0	
HHLA 1. Speicherstadt Immobilien GmbH & Co. KG, Hamburg ^{1, 4d}	100,0	
HHLA 2. Speicherstadt Immobilien GmbH & Co. KG, Hamburg ^{1, 4d}	100,0	

1 Beherrschte Unternehmen.

2 At-equity bilanzierte Unternehmen.

3 Wegen der insgesamt untergeordneten Bedeutung dieser Gesellschaften werden sie im Konzernabschluss nicht konsolidiert bzw. nicht nach der Equity-Methode bewertet, sondern als Anteil an verbundene Unternehmen bzw. als sonstige Beteiligung ausgewiesen.

4a Bei diesen Unternehmen wird die Befreiung von der Offenlegungsverpflichtung gem. § 264 Abs. 3 HGB in Anspruch genommen.

4b Bei diesen Unternehmen wird die Befreiung von der Offenlegungsverpflichtung sowie der Erstellungspflicht für den Lagebericht gem. § 264 Abs. 3 HGB in Anspruch genommen.

4c Bei diesen Unternehmen wird die Befreiung von der Offenlegungsverpflichtung sowie der Erstellungspflicht für den Lagebericht und den Anhang gem. § 264 Abs. 3 HGB in Anspruch genommen.

4d Bei diesen Unternehmen wird die Befreiung von der Offenlegungsverpflichtung gem. § 264b HGB in Anspruch genommen.

5 Mit diesen Unternehmen bestanden 2025 Ergebnisabführungsverträge.



BaFin | Postfach 12 53 | 53002 Bonn

Allen Overy Shearman Sterling LLP
Frau Rechtsanwältin Louisa Graupner
Ballindamm 17
20095 Hamburg
DE

GZ: WA 16-Wp 7005/00009#00002 (Bitte stets angeben)

24.02.2026

Gewichteter durchschnittlicher inländischer Börsenkurs der Aktie der
Hamburger Hafen und Logistik AG gemäß WpÜG

Ihr Schreiben vom 24.02.2026

Sehr geehrte Frau Graupner,

mit Schreiben vom 24.02.2026 erbitten Sie die Mitteilung des gewichteten
Drei-Monats-Durchschnittskurses gemäß § 5 WpÜG-AngebotsVO für die
Aktie der **Hamburger Hafen und Logistik AG** (DE000A0S8488). Sie
erklärten, dass die Information für die Durchführung eines beabsichtigten
Squeeze-out gemäß §§ 327a ff. AktG benötigt wird.

Ich darf Sie darauf hinweisen, dass es nicht zu den gesetzlichen Aufgaben
der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gehört, für
andere Zwecke als dem WpÜG Mindestpreisberechnungen nach § 5 WpÜG-
AngebotsVO vorzunehmen. Deshalb kann seitens der BaFin für den
nachfolgend ausnahmsweise mitgeteilten Drei-Monats-Durchschnittskurs
keine Gewähr für Vollständigkeit und Richtigkeit übernommen werden.
Etwaige Haftungsansprüche aufgrund dieser Mitteilung sind
ausgeschlossen.

Der von der BaFin nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-AngebotsVO
berechnete gültige Mindestpreis der Aktie der **Hamburger Hafen und
Logistik AG** (DE000A0S8488) betrug für den Drei-Monats-Zeitraum vor
dem 05.01.2026, also zum

Stichtag 04.01.2026 (einschließlich) **€ 21,16.**

Mit freundlichen Grüßen

**Wertpapieraufsicht |
Asset-Management**

Hausanschrift:
Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108
53117 Bonn | Deutschland

Kontakt:
Sandra Lauschke
Referat WA 16
Tel. +49 228 4108 2727
Fax +49 228 4108 1550
Sandra.Lauschke@bafin.de
www.bafin.de

Zentrale:
Fon +49 228 4108 0
Fax +49 228 4108 1550

Dienstsitze:
53117 Bonn
Graurheindorfer Str. 108

53121 Bonn
Justus-von-Liebig-Straße 28

53175 Bonn
Dreizehnmorgenweg 13-15

60439 Frankfurt
Marie-Curie-Str. 24-28
Lurgiallee 10

Zugang für die rechtswirk-
same Übersendung qualifi-
ziert elektronisch signierter
Dokumente (§ 3a VwVfG)
ausschließlich über:
qes-posteingang@bafin.de

Im Auftrag

Sandra Lauschke