



GBC<sup>®</sup> German Business Concepts

- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

**Initial Coverage**

**Driver & Bengsch AG**

**„Wachstumsstarker Finanzdienstleister“**

**Börsennotierung (Entry Standard) geplant für 1. Halbjahr 2006**

**Fairer Wert: 2,76 Euro**

**Datum der Analyse: 31. Januar 2006**



---

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 26**

---



## RESEARCH REPORT

### Driver & Bengsch AG

**Fairer Wert:**  
2,76 Euro

**Kursziel 12 Monate:**  
3,03 Euro

**Analysten:**  
**Manuel Hoelzle**  
hoelzle@gbconcepts.de  
**Markus Lindermayr**  
lindermayr@gbconcepts.de  
**Joerg Grunwald**  
grunwald@gbconcepts.de

**ISIN:**  
DE000ADCB888

**WKN:** ADCB88

**Kürzel:** D8B

**Branche:**  
Finanzdienstleistung

**Anzahl Aktien:**  
20,5 Mio. Stück

**Marktsegment:**  
Entry Standard  
(Freiverkehr)  
Geplant für 1. Halbjahr  
2006

**Rechnungslegung:**  
HGB

**Unternehmenskontakt**

Driver & Bengsch AG  
Fraunhoferstr. 3  
25524 Itzehoe  
  
Tel.: +49-(0)-4821-135544  
Fax.: +49-(0)-4821-135541  
www.driverbensch.de  
vorstand@driverbensch.de

**Unternehmensprofil**

Der Börsenaspirant Driver & Bengsch AG ist rechtlich eine Holdinggesellschaft. Im Juli 2005 erfolgte die Einbringung der „Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG“ (WPH D&B) zu 100% als Sacheinlage in die Driver & Bengsch AG (Holding) und stellt die operative Tochtergesellschaft und den hauptsächlichlichen Wert der Holdinggesellschaft dar. Die Kerngeschäftsfelder der operativen Tochter Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG sind Zinskonten, Wertpapierberatung und Vermögensverwaltung. Zudem wurde im November 2005 der Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH erworben. Diese Gesellschaft ist die zweite operative Tochter der Holding.

WPH D&B ist als Wertpapierhandelshaus und Vermögensverwalter auf die Anlegerzielgruppe mit kleineren Vermögen zwischen 15.000 bis 300.000 Euro spezialisiert. Anleger in dieser Vermögensklasse sind häufig vernachlässigt und fallen durch das Raster der meisten Vermögensverwalter und Banken. Genau hier setzt das Geschäftsmodell der WPH D&B an, denn gerade bei Kunden mit kleineren Vermögen wird zunehmend ein Bedarf an individueller Vermögensverwaltung und –beratung erwartet. Zum 30.09.2005 betreute die Gesellschaft ein Vermögen in Höhe von ca. 210 Mio. Euro.

Zur Kundenansprache und Neukundengewinnung bietet WPH D&B dabei zunächst die Vermittlung von Tagesgeldanlagen zu überdurchschnittlich attraktiven Zinskonditionen von z.Zt. 4% p.a. Durch die Tagesgeldvermittlungskaktionen werden eine Vielzahl potentieller Neukunden durch Zinsvergleiche im Internet sowie in Printmedien auf die Gesellschaft aufmerksam. Im Gegensatz zu Wettbewerbern, die ein hohes Budget für Marketing zur Kundengewinnung einsetzen, stellt die Gesellschaft somit den Produktnutzen in den Vordergrund. Bereits zu Beginn der Kundenbeziehung erhalten die Kunden eine umfassende, unabhängige und bedarfsgerechte Beratung und das Angebot attraktiver Lösungen zur Renditeoptimierung. Der Kundenkontakt erfolgt im Wesentlichen per Telefon oder online, wodurch ein kostenintensiver Außendienst eingespart wird.

Ein wesentlicher Faktor für die hohe Profitabilität ist die klare Strukturierung des Vertriebsprozesses in Kombination mit einem zeitgemäßen Gebührenmodell. Durch die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells und eine schlanke Unternehmensorganisation sieht sich die Gesellschaft in der Lage, das operative Geschäft in den kommenden Jahren deutlich auszubauen.

**Geschäftsjahresvergleich und Prognose  
Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG**

In Mio. Euro	2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e
Kontenzahl	7.200	8.750	10.200	15.000	20.400	25.800
Assets under Advice	66,03	96,72	145,68	225,00	306,00	387,00
Umsatz (Provisionserträge)	1,07	2,02	3,92	8,00	9,50	11,78
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,11	0,23	0,83	3,38	4,11	5,43
Jahresüberschuss	0,08	0,16	0,49	2,09	2,51	3,31

**Aktionärsstruktur Driver & Bengsch AG  
vor Einbeziehung in den Entry Standard der Frankfurter Börse (Stand 09/2005)**

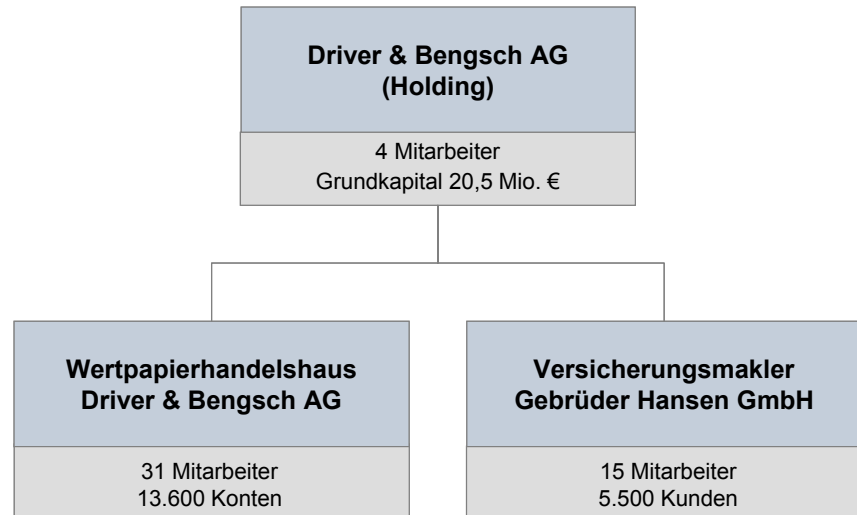
Aktionäre	Anzahl der Aktien am Grundkapital	Anteil am Grundkapital in %
André Driver	9.215.343 Stückaktien	44,95 %
Carsten Bengsch	9.215.343 Stückaktien	44,95 %
Business Capital und Consulting GmbH	1.869.862 Stückaktien	9,13 %
Adriane Blödorn	199.452 Stückaktien	0,97 %



## Historie & Überblick

Holdingsgesellschaft mit 2 Tochtergesellschaften

Der Börsenaspirant Driver & Bengsch AG (D&B AG) ist eine Holdinggesellschaft. Gegenstand des Unternehmens ist der Erwerb, das Halten sowie die Verwaltung von Beteiligungen und die Übernahme von Holdingfunktionen gegenüber den Tochtergesellschaften.



Quelle: Driver & Bengsch AG (Stand 01.01.2005)

Die D&B AG hält aktuell die zwei Tochtergesellschaften „Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG (WPH D&B)“ und „Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH“.

Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG bedeutendste operative Tochter

Die **WPH D&B** stellt die bedeutendste operative Tochter und den hauptsächlichsten Wert der Holding dar. Im Rahmen der Gründung der D&B AG erfolgte die Einbringung der Tochtergesellschaft als Sacheinlage mit einer Bewertung von 40 Mio. Euro. Rechtlicher Gegenstand der operativen Tochter WPH D&B ist insbesondere die Anlagevermittlung, Abschlussvermittlung und Finanzportfolioverwaltung. Kerngeschäftsfelder der WPH D&B sind die Vermittlung von Zinskonten, die Wertpapierberatung und Vermögensverwaltung.

Durch Kauf von Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH...

Im November 2005 wurde zudem die **Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH** vollständig übernommen. Der Kaufpreis belief sich auf 0,75 Mio. Euro und wurde in Bar bezahlt. Gebrüder Hansen bietet insbesondere Versicherungsvermittlungsleistungen zu Leben, Berufsunfähigkeit und Sachversicherungen an. Hierzu unterhält die Gesellschaft Geschäftsbeziehungen zu ca. einem Dutzend führender Versicherungen (z.B. Allianz, Nürnberger Versicherungsgruppe, AXA etc.). Gebrüder Hansen beschäftigt derzeit 15 Mitarbeiter, davon 13 Vollzeitkräfte.

... zukünftig Erschließung von Cross-Selling Potenzialen angestrebt

Die Driver & Bengsch AG plant zwischen den Kundenbeziehungen der Gebrüder Hansen GmbH (ca. 5500 Privatkunden) und der WPH D&B (ca. 13.600 Konten) zukünftig Cross-Selling-Potenziale zu erschließen. Da sich die Kunden bislang nicht überschneiden, rechnet die Gesellschaft dabei mit einem hohen Potenzial.



Historische Entwicklung der D&B AG

(Fortsetzung von Seite 3)

Nachfolgende Übersicht zeigt die historische Entwicklung der Gesellschaft:

*Historische Entwicklung im Überblick*

Jahr	Wichtige Meilensteine in der Entwicklung der D&B AG
02/1996	Gründung d&b Finanz- und Versicherungsmakler mbH Grundkapital 50.000 DM Gesellschafter: André Driver und Carsten Bengsch zu je 50%
09/1998	Erlaubnis des Bundesaufsichtsamts für Finanzen (BaFin) nach § 64e Abs. 2 KWG
11/2000	Umwandlung der d&b Finanz- und Versicherungsmakler mbH in die Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG Grundkapital 160.000 Euro Aktionäre: André Driver und Carsten Bengsch zu je 50%
08/2003	Kapitalerhöhung der Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG Grundkapital 730.000 Euro
07/2005	Gründung der Driver & Bengsch AG (Holding)
07/2005	Einbringung der Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG zu 100% als Sacheinlage in die Driver & Bengsch AG Grundkapital 20,5 Mio. Euro
10/2005	Eintragung der Driver & Bengsch AG (Holding) in das Handelsregister B 2548 Itzehoe
11/2005	Kauf (100%) der Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH, Itzehoe

**Quelle: German Business Concepts, Driver & Bengsch AG**

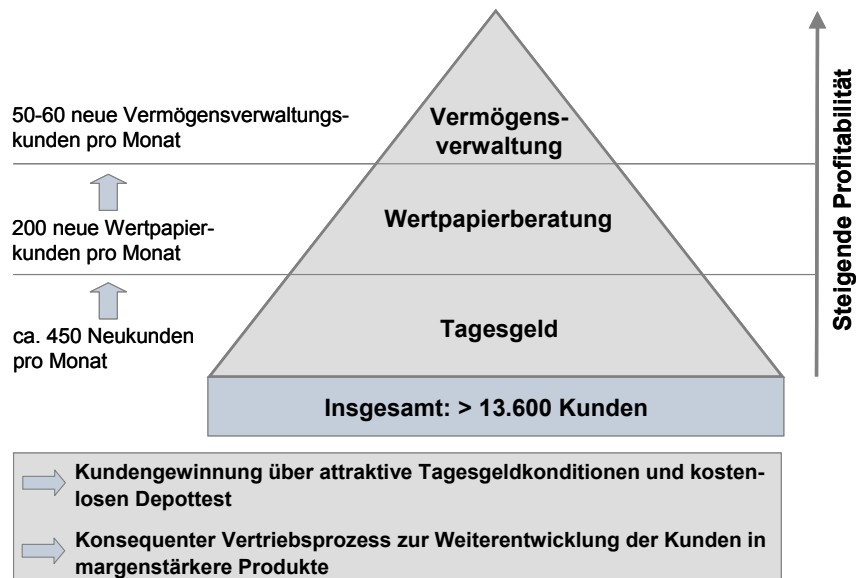
Die operative Tochter WPH D&B AG stellt den Hauptwert der Holding dar und repräsentiert den Großteil der Umsatzerlöse der Gruppe. Im Rahmen der vorliegenden Studie wurde deshalb zur Bewertung der Holding insbesondere auf diese erwartete Entwicklung der Vermögensverwaltungstochter abgestellt.

Die zweite Tochtergesellschaft, die Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH, wurde zu einem Preis von 0,75 Mio. Euro gekauft und in die Holding eingebracht. Ein von der Driver & Bengsch AG beauftragtes Wertgutachten bescheinigt den Wert der Gebrüder Hansen GmbH zwischen 0,8 bis 1,0 Mio. Euro. Wir haben diese Tochtergesellschaft in unserer Studie nicht separat bewertet, sondern mit dem Kaufpreis als Wertansatz berücksichtigt.

Nachfolgend soll das Geschäftsmodell der WPH D&B AG näher beleuchtet werden.



## Geschäftsmodell der Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG



Quelle: Driver&Bensch AG (Stand 30.09.2005)

Fokussierung auf vernachlässigte Anlegerzielgruppe – steigender Bedarf erwartet

Die WPH D&B hat sich als Wertpapierhandelshaus und Vermögensverwalter auf die Anlegerzielgruppe mit kleineren Vermögen zwischen 15.000 bis 300.000 Euro spezialisiert. Anleger in dieser Vermögensklasse sind häufig vernachlässigt und fallen durch das Raster der großen Vermögensverwalter. Und genau hier setzt das Geschäftsmodell der WPH D&B an, denn gerade bei Kunden mit kleineren Vermögen wird zunehmend ein Bedarf an individueller Vermögensverwaltung und –beratung erwartet.

Neukundengewinnung durch Tagesgeldaktionen und Depottest

Zur Kundenansprache und Neukundengewinnung bietet die Gesellschaft die Vermittlung von Tagesgeldanlagen zu überdurchschnittlich attraktiven Zinskonditionen von z.Zt. 4% p.a. Durch die Tagesgeldvermittlungsaktionen werden eine Vielzahl potentieller Neukunden durch Zinsvergleiche im Internet sowie in Printmedien auf die Gesellschaft aufmerksam. Zudem erreicht die Gesellschaft auch durch das Angebot von kostenlosen Depottest eine hohe Anzahl von interessierten Neukunden. Im Gegensatz zu Wettbewerbern, die ein hohes Budget für Marketing zur Kundengewinnung einsetzen, stellt die WPH D&B somit den Produktnutzen in den Vordergrund. Pro Monat werden somit ca. 450 Neukunden für den Tagesgeldbereich gewonnen.

450 Kontoeröffnungen pro Monat

200 Neukunden für Wertpapierberatung und 50-60 für Vermögensverwaltung monatlich...

Die Gesellschaft bietet Kunden bereits mit Anfang der Geschäftsbeziehung eine umfassende, unabhängige und bedarfsgerechte Beratung und das Angebot attraktiver Lösungen zur Renditeoptimierung. Ziel ist es auf Basis der Beratung und einer klaren Strukturierung des Vertriebsprozesses, die Kunden von Tagesgeldkunden zu Vermögensverwaltungskunden weiter zu entwickeln. So gelingt es pro Monat durchschnittlich 200 Neukunden für den Bereich der Wertpapierberatung und daraus weitere 50 bis 60 Kunden für die Vermögensverwaltung zu gewinnen.



...führen zu starkem und nachhaltigem Wachstum

Wichtige Produkte der Gesellschaft im Überblick

Depottest im Rahmen des Beratungsansatzes

Tagesgeld mit 4% Verzinsung zur Neukundengewinnung

ZinsKombiKonto als Kombination zwischen Tagesgeld und Genussschein

Wertpapierberatung für aktienorientierte Kunden

Standardisierte Vermögensverwaltung ab 15.000 Euro  
Individuelle Vermögensverwaltung ab 125.000 Euro

*(Fortsetzung von Seite 5)*

Somit führt die Beratung zu einer hohen Umwandlungsquote der Kunden in margenstärkere Produkte wie die Wertpapierberatung oder Vermögensverwaltung und somit einer stetig steigenden Kundenanzahl. Zum 30.09.2005 betrug die Kontenanzahl bereits ca. 13.600 und das gesamte betreute Volumen lag bei über 210 Mio. Euro.

Nachfolgend sind die wichtigsten Produkte/Dienstleistungen der Gesellschaft im Überblick dargestellt:

#### - **Depottest**

Mit einer kostenlosen und unabhängigen Depotanalyse nach der wissenschaftlich anerkannten Theorie der Risikodiversifikation von Markowitz zeigt die Wertpapierhandelsfirma Driver & Bengsch AG ihren potentiellen Kunden die Möglichkeit zur Risikostreuung und Renditeoptimierung auf. Dies geschieht mittels einer umfassenden Auswertung und anschließender Beratung zur Optimierung der Geldanlage.

#### - **ZinsPlusKonto, derzeit 4 Prozent p.a.**

Bis zu einem Höchstbetrag von 25.000 € (50.000 € bei ehelichen Gemeinschaftskonten) vermittelt die Wertpapierhandelsfirma Driver & Bengsch AG an Neukunden Tagesgeld mit einem Zinssatz von derzeit 4 Prozent p.a. Dieser Zinssatz wird den Kunden für eine Laufzeit von drei Monaten garantiert.

#### - **ZinsKombiKonto, zurzeit ca. 6,5 Prozent p.a.**

Bei einer Mindestanlage von 5.000 € und einem nicht begrenzten Maximalbetrag können die Kunden eine Rendite von derzeit ca. 6,5 Prozent erzielen. Durch die Kombination mit einem Genussschein beispielsweise einer Immobilien AG, wird der Anlagebetrag jeweils hälftig zu einem Zinssatz von derzeit 5 Prozent p.a. in Tagesgeld (ein Jahr garantiert) und prognostizierten 8 Prozent p.a. in einen Genussschein investiert.

#### - **Wertpapier-Online-Beratung**

Die Wertpapierhandelsfirma Driver & Bengsch AG bietet ihren Kunden eine Wertpapierberatung durch erfahrene Bankkaufleute. Dabei ist das Unternehmen frei und unabhängig in der Auswahl der Produkte.

#### - **Vermögensverwaltung**

Je nach Risikopräferenz und Anlageziel des Kunden werden vier standardisierte Anlagevarianten bereits ab einer Anlagesumme von 15.000 € angeboten. Ab einer Anlagesumme von 125.000 € bietet die Wertpapierhandelsfirma Driver & Bengsch AG ihren Kunden eine individuelle Vermögensver-



Vier verschiedene Anlagevarianten im Rahmen der Vermögensverwaltung

(Fortsetzung von Seite 6)

waltung an. Mit den niedrigen Einstiegssummen unterscheidet sich die Vermögensverwaltung gegenüber Wettbewerbern.

Die Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG bietet im Rahmen der Vermögensverwaltung folgende Anlagevarianten an, aus denen der Kunde auch mehr als nur eine auswählen kann:

- o d&b bond market (A)  
Das Portfolio investiert überwiegend in Anleihemärkte, bei einer Aktienquote von max. 30 Prozent.
- o d&b global growth (B)  
Kombination aus Anleihe- und Aktieninvestitionen, bei einer Aktienquote von max. 70 Prozent.
- o d&b trend market (C)  
Risiko- und ertragsorientiertes Portfolio mit einem Aktienanteil bis zu 100 Prozent.
- o d&b trading portfolio (D)  
Risikoorientiertes Portfolio, das verschiedene innovative und spekulative Finanzprodukte beinhaltet.

**Graphik: Produkte und Dienstleistungen im Überblick**

<p><b>Zinskonten:</b></p> <p>ZinsPlusKonto, 4% p.a.</p> <p>ZinsKombiKonto, 6,5% p.a. (mit Genussschein gekoppelt)</p>	<p><b>Beratung per Telefon &amp; Internet</b></p>
<p><b>Wertpapier-Online-Beratung:</b></p> <p>Handel von Aktien, Anleihen, Fonds &amp; Zertifikaten mit Beratung</p>	
<p><b>Vermögensverwaltung (Einstieg ab 15.000 EUR):</b></p> <p>d&amp;b bond market (Aktienquote max. 30%)</p> <p>d&amp;b global growth (Aktienquote max. 70%)</p> <p>d&amp;b trend market (Aktienquote max. 100%)</p> <p>d&amp;b trading portfolio (Aktienquote max. 100%)</p>	
<p><b>Individuelle Vermögensverwaltung ab 125.000 EUR</b></p>	



Quelle: Driver & Bengsch AG



Der Vorstand der Gesellschaft

## Organe der Gesellschaft

### Vorstand:

Gründer, Vorstände und Hauptanteilseigner der Gesellschaft sind:

André Driver, geb. April 1971

Carsten Bengsch, geb. Dezember 1970

Die Vorläufergesellschaft der im Jahr 2000 gegründeten Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG war die d&b Finanz- und Versicherungsmakler GmbH, die im Jahr 1996 ebenfalls von den beiden heutigen Vorständen ins Leben gerufen wurde.

Gesellschaft profitiert von Netzwerkkontakten der Vorstände

Auf Basis ihres beruflichen Hintergrunds, der Ausbildung zum Versicherungsfachmann von Herrn Bengsch bzw. die mehrjährige Tätigkeit als Wertpapierberater von Herrn Driver, haben die Vorstände das Kundensegment kleinerer Vermögen frühzeitig erkannt. Mit der eigenen Gesellschaft wurde dieser Markt dann konsequent besetzt. Durch ihre Erfahrung, insbesondere im Vertrieb, sind die Vorstände heute auch hauptverantwortlich in der Akquise der vertriebenen Produkte. Dabei profitiert die Gesellschaft vom umfangreichen Netzwerk der beiden Vorstände zu mittelständischen Unternehmen, Versicherungen, Banken und Beratern.

### Aufsichtsrat:

Der Aufsichtsrat der Driver & Bengsch AG setzt sich derzeit aus folgenden Personen zusammen:

Prof. Dr. Rolf Walter Thiel (Vorsitzender):

- Gründer und Hauptgesellschafter der Sozietät Rechtsanwälte Thiel & Klein
- Professor für Wirtschafts- und Europäisches Recht an der University of Western European Enschede, Niederlande
- Geschäftsführer des Verbands Unabhängiger Finanzdienstleistungsunternehmen in Europa e.V. (VOTUM)
- Aufsichtsratsvorsitzender der tecis Holding AG

Dr. Jürgen Weinknecht (Stellvertreter)

- Rechtsanwalt
- Mitgründer und Mitglied von MAI—MedienAnwälte International
- Mitglied von GCLN—Global CyberLaw Network

Robert Weiher:

- Prokurist DAB Bank AG, München
- Verwaltungsratsmitglied DAB Adviser I Funds, Société d'Investissement à Capital Variable, Luxembourg
- Aufsichtsratsmitglied SRQ Finanzpartner AG, Berlin
- von Mai 05 - Oktober 05 Geschäftsführer der Fondsservicebank GmbH, Unterhaching

Der Aufsichtsrat der Gesellschaft



Demographische Entwicklung...

...macht private Altersvorsorge unumgänglich

Nachholbedarf in Deutschland ist gegeben

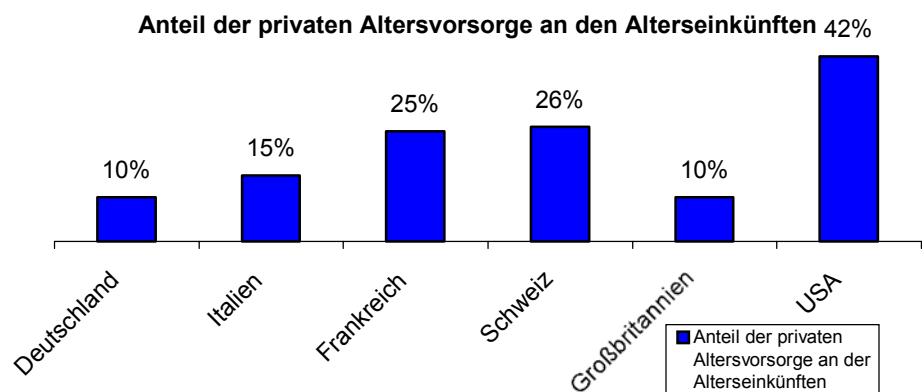
Private Vorsorge und Erbgeneration kommen qualifizierter Anlageberatung zu gute

## Das Marktumfeld

### Gesamtwirtschaftliche und gesellschaftliche Entwicklungen und deren Auswirkung auf die Nachfrage nach privater Altersvorsorge

Die demographische Entwicklung in Deutschland ist durch den zunehmenden Alterungsprozess innerhalb der Bevölkerung geprägt. Es ist kein Geheimnis, dass die umlagefinanzierten Sicherungssysteme, vor allem die gesetzliche Rentenversicherung (GRV), in ihrer augenblicklichen Ausgestaltung in naher Zukunft an die Grenzen ihrer Finanzierbarkeit stoßen werden. Des Weiteren wird das Rentenniveau der GRV durch die Implementierung des Nachhaltigkeitsfaktors in die aktuelle Rentenformel, insbesondere für zukünftige Rentnerjahrgänge, deutlich zurückgehen.

Sollen die Alterseinkünfte in etwa auf dem heutigen Stand stabilisiert werden, ist eine Ergänzung der Altersvorsorge um eine verstärkte private Altersvorsorge unumgänglich. In Deutschland jedoch hat die private Altersvorsorge bislang erst einen geringen Stellenwert. Die Alterseinkünfte stammen in Deutschland derzeit nur zu ca. 10 Prozent aus der privaten Altersvorsorge.



Quelle: Börsch-Supan (2005)

Gerade im internationalen Vergleich wird ersichtlich, dass Deutschland auf dem Gebiet der privaten Eigenvorsorge deshalb noch erhebliches Aufholpotential besitzt. Obige Graphik zeigt den Anteil der privaten Renten an den gesamten Alterseinkünften in einer Reihe ausgewählter OECD-Länder. Deutschland bildet das Schlusslicht unter den OECD-Ländern, was die Altersversorgung aus privaten Mitteln angeht.

Ein weiterer Trend wird der Nachfrage nach privater Vorsorge und qualifizierter Anlageberatung zu Gute kommen. In den kommenden Jahren werden Milliardenbeträge an die sog. Erbgeneration weitergegeben. Diese zusätzlich frei werdenden Mittel stehen für die Geldanlage zur Verfügung. Dies wiederum geht einher mit einem steigenden Bedarf nach Beratung, auch ausgelöst durch die immer komplexeren Anlageformen (Zertifikate, Hedge Fonds etc.).



Vermögensverwalter müssen hohe Renditen bei attraktiven Kostenkonditionen bieten

Deutliches Wachstum des Geldvermögens deutscher privater Haushalte

Wachstum sollte auch weiterhin anhalten

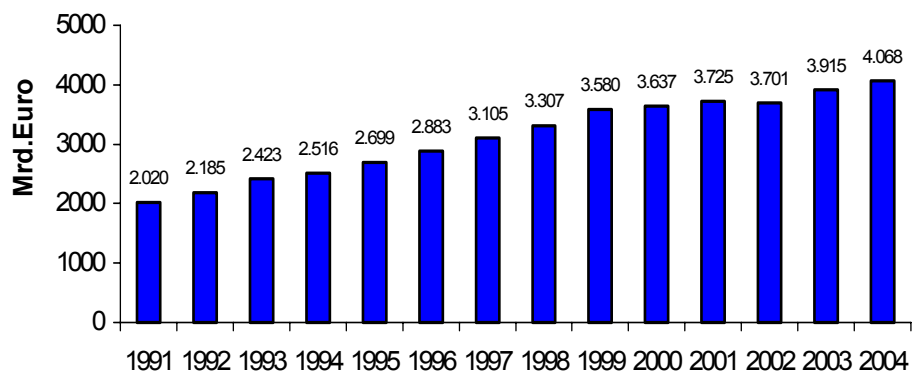
(Fortsetzung von Seite 9)

Beide Entwicklungen werden dafür Sorge tragen, dass der Bedarf des privaten Sektors an zusätzlicher privater Eigenvorsorge auch zukünftig weiter zunehmen wird. Gerade Vermögensverwalter die in der Lage sind, für ihre Kunden hohe Renditen bei gleichzeitig attraktiven Kostenkonditionen zu erzielen, werden von diesen langfristigen Entwicklungen profitieren.

**Entwicklung des Geldvermögens und der Sparquote privater Haushalte in Deutschland**

Das Geldvermögen deutscher Haushalte hat sich seit der Wiedervereinigung mehr als verdoppelt und lag Ende 2004 bei ca. 4,1 Billionen Euro. Damit verzeichneten die privaten Haushalte in den 90er Jahren eine durchschnittliche jährliche Steigerungsrate in Höhe von rund 7,5%. Dieser Wachstumstrend wurde zwar kurzzeitig durch den starken Rückgang an den Börsen in den Jahren 2001 und 2002 unterbrochen.

**Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland**



Quelle: Allianz Group (2005)

Es ist jedoch davon auszugehen, dass der Wachstumstrend des Geldvermögens der privaten Haushalte auch in den kommenden Jahren weiter anhalten wird.

Ein Blick auf die historische Entwicklung der Sparquote verdeutlicht, dass der anfängliche Aufbau des Geldvermögens der privaten Haushalte auf den starken Anstieg der Sparquote zurückzuführen ist. Eine höhere gesamtwirtschaftliche Sparquote wirkt sich in der Regel immer positiv auf den Vermögensbildungsprozess in einer Volkswirtschaft aus. Lag die gesamtwirtschaftliche Sparquote 1950 noch bei 3,2%, so betrug sie im Jahre 1960 schon 8,8%. In den 90er Jahren schwankte die Sparquote in einem Korridor zwischen 10% und 14%. Ende 2004 lag sie bei 10,4%.



(Fortsetzung von Seite 10)

Der Anstieg des Geldvermögens der Haushalte in den letzten 15 Jahren ist jedoch weniger auf die Sparquote als vielmehr auf Veränderungen in der Portfoliozusammensetzung der Haushalte zurückzuführen. Insbesondere das wachsende Engagement in Aktien im Zusammenhang mit dem Börsenaufschwung in den 90er Jahren führte zu einem starken Vermögensanstieg der Haushalte, welcher der rückläufigen Sparquote entgegenwirkte und diese sogar überkompensieren konnte.

**Verteilung des Geldvermögens auf die einzelnen Bevölkerungsschichten**

Vermögen sehr ungleich verteilt

Ein Blick auf die Verteilung des Vermögens bei den Haushalten macht schnell klar, dass die Vermögen alles andere als gleichmäßig verteilt sind. Die oberen 10% der Haushalte besitzen gut die Hälfte des Vermögens, während dagegen die unteren 50% der Haushalte lediglich 5% des Vermögens besitzen. Diese Ungleichverteilung der Vermögen hat zwischen 1993 und 2003 sukzessive zugenommen.

Einteilung in drei Segmente möglich...

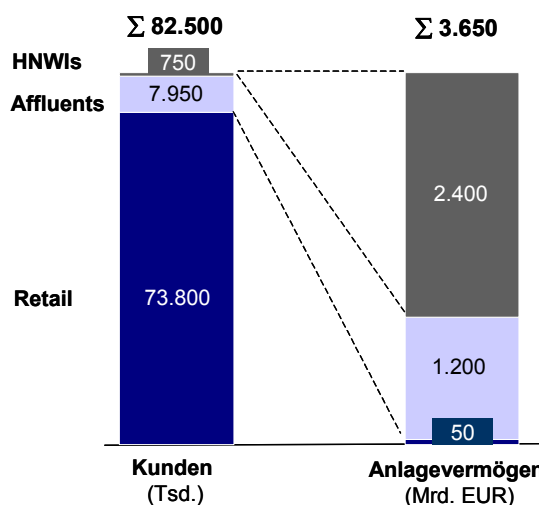
Generell lassen sich die Haushalte je nach Vermögenslage in drei Segmente untergliedern:

1. Retail bis 50.000 € Anlagevermögen
2. Affluents bis 1.000.000 € Anlagevermögen (davon Mass Affluents bis 300.000 €)
3. High Networth Individuals (HNWIs) ab 1.000.000 € Anlagevermögen

...und für Vermögensverwalter als Kundengruppe interessant

Alle drei Endkundensegmente sind für Vermögensverwalter von Interesse und kommen als potentielle Kundengruppe in Betracht.

**Graphik: Verteilung Anlagevermögen in Deutschland 2003**



Quelle: Datamonitor Global Wealth Model 2003; World Wealth Report 2003; Deutsche Bundesbank; Statistisches Bundesamt; Roland Berger Analyse



(Fortsetzung von Seite 11)

Wie oben beschrieben und in obiger Graphik auch nochmals verdeutlicht, befinden sich fast zwei Drittel des Anlagevermögens im Besitz der High Networth Individuals. Um diese Zielgruppe bemühen sich deshalb auch die großen Banken und Vermögensverwalter. Damit ist die Zielgruppe hart umkämpft.

Bedarf nach privater  
Vorsorge und Beratung  
wächst im unteren und  
mittleren Vermögensseg-  
ment

Aber auch insbesondere bei den Retails sowie bei den Mass Affluents wird der Bedarf nach privater Vorsorge und damit auch Beratung aufgrund der oben beschriebenen Entwicklungen in Zukunft weiter zunehmen. In diesem Bereich dürfte der Wettbewerb um potentielle Neukunden zunächst noch geringer ausfallen, da sich insbesondere Groß- und Privatbanken weiterhin überwiegend auf das Segment der HNWIs konzentrieren.

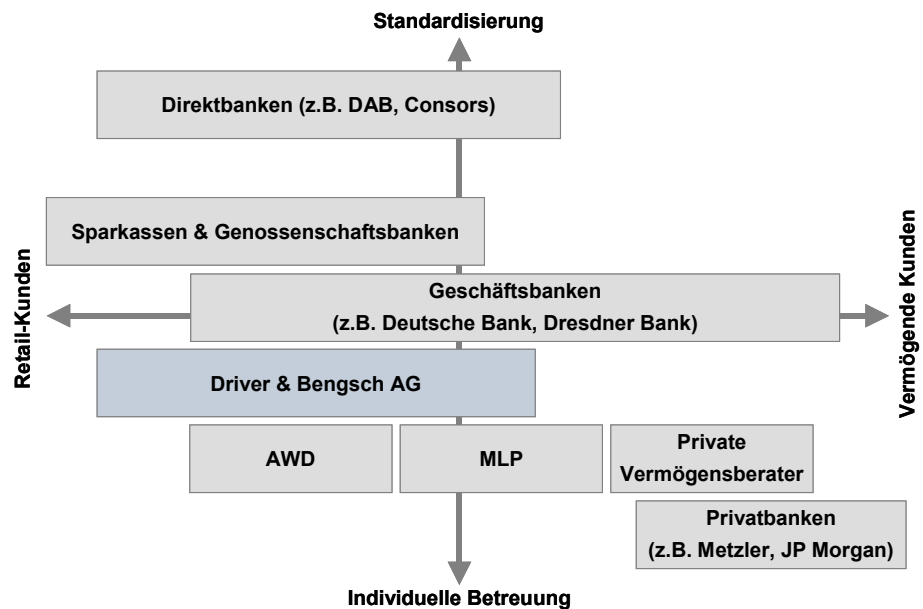
Retail und Mass-  
Affluents rücken in den  
Fokus unabhängiger Ver-  
mögensverwalter

Dagegen handelt es sich bei den Retails und den Affluents um Kundengruppen, die zukünftig verstärkt in den Fokus unabhängiger Vermögensverwalter rücken werden.

Driver & Bensch setzt bereits jetzt erfolgreich auf diese Zielgruppe von Retail bis Mass-Affluents, also auf Kunden mit einem Vermögen zwischen 15.000 und 300.000 Euro.

Positionierung von WPH  
D&B zwischen Retail  
und Mass-Affluent-  
Kunden

**Graphik: Positionierung der Wertpapierhandelshaus Driver&Bensch AG im Marktumfeld**



Quelle: Driver & Bensch, Präsentation auf der GBC Munich Investor Conference, 01.12.2005



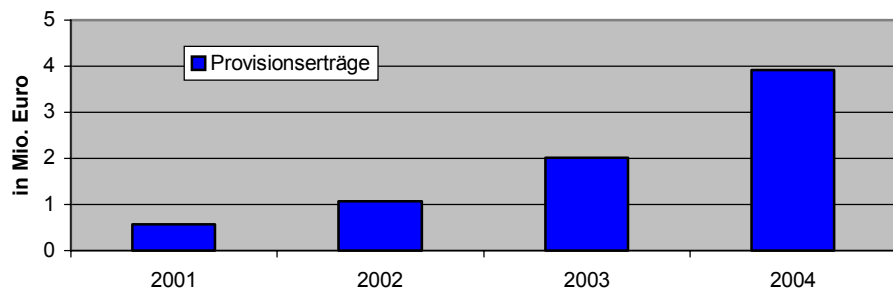
## Geschäftsentwicklung Wertpapierhandelshaus Driver&Bensch AG

### Entwicklung im Geschäftsjahr 2004

Anlageberatung und Vermögensverwaltung weiter ausgebaut

Das Geschäftsjahr 2004 der Wertpapierhandelshaus Driver&Bensch AG ist entsprechend den Erwartungen der Gesellschaft sehr positiv verlaufen. Die seit Gründung des Unternehmens planmäßig aufgebaute Anlageberatung und Vermögensverwaltung konnte auch im Jahr 2004 weiter deutlich ausgebaut werden.

#### Entwicklung der Provisionserträge



Quelle: Geschäftsbericht 2004 Wertpapierhandelshaus Driver & Bensch AG

Provisionserträge +94% gegenüber Vorjahr

Dabei stiegen die Provisionserträge im Jahr 2004 um 1,9 Mio. Euro bzw. 94% auf 3,92 Mio. Euro. Somit konnte das hohe Wachstum der vergangenen Jahre weiterhin fortgesetzt und sogar beschleunigt werden.

Gemäß Unternehmensangabe konnte somit der ursprüngliche Planumsatz von rd. 3 Mio. Euro für das Geschäftsjahr 2004 deutlich übertroffen werden. Dies gelang zum einen durch die Neugewinnung einer Vielzahl neuer Kunden. Des Weiteren konnten durch die starke Standardisierung der vier Strategieportfolios weiterhin sehr viele neue Vermögensverwaltungsmandate gewonnen werden.

Kundenanzahl und Volumen steigt weiterhin stark

Zum 31. Dezember 2004 verwaltete die Gesellschaft insgesamt 9.462 Anlage- und Abschluss-Depots. Die Einlage inklusive dem Wertpapierbestand belief sich dabei auf rd. 116,5 Mio. Euro. Zusätzlich befanden sich in den standardisierten Strategie-Depots der Vermögensverwaltung zu diesem Zeitpunkt 671 Kunden (Vorjahr 264 Kunden) mit einer Einlage und einem Wertpapierbestand von rd. 31,1 Mio. Euro (im Vorjahr 11,4 Mio. Euro).

Hohe Umwandlungsquote von Tagesgeldkunden in höhermargige Investments

Im Jahr 2004 ist es der Gesellschaft durch den sehr starken Ausbau der eigenen Beratungsdienstleistung gelungen, dass eine nicht unerhebliche Quote der zunächst in Tagesgeld investierten Kunden schließlich in sicherheitsorientierte oder teilweise auch spekulative Investments anlegte. Dabei vermittelte die Gesellschaft Genussscheine sowie Anleihen, aber auch Fondsanteile, Zertifikate unterschiedlichster Art sowie Aktien und erzielte daraus ihre Provisionserträge.

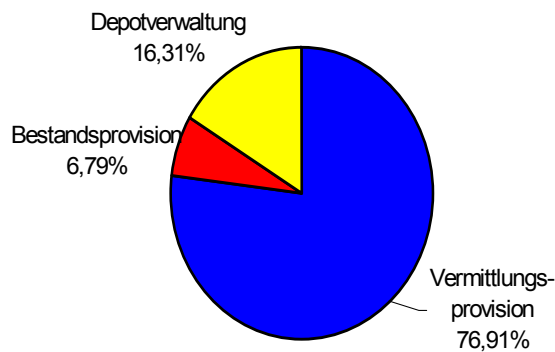


Vermittlungsprovision weiterhin dominantester Posten...

(Fortsetzung von Seite 13)

Die Provisionserträge gliederten sich im Geschäftsjahr 2004 prozentual ähnlich wie im Jahr 2003. Die Vermittlungsprovision stellte erneut den Löwenanteil mit 76,91%, wobei die Dominanz etwas gegenüber dem Vorjahr zurückging (VJ: 85,92%). Die Provisionen aus der Depotverwaltung konnten in der Bedeutung deutlich zulegen und stellten einen Ertragsanteil von 16,31% (VJ: 5,68%). Die Bestandsprovisionen stellten 6,79% (VJ: 8,43%).

**Aufgliederung Provisionserträge 2004**

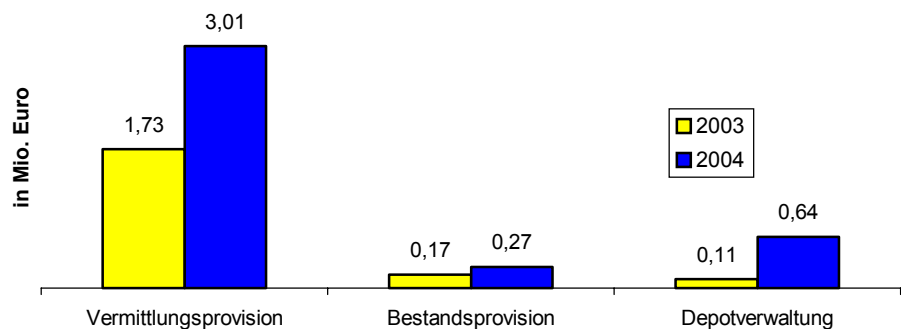


Quelle: Geschäftsbericht 2004 Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG

... auch Depotverwaltung legt deutlich zu

Am stärksten konnten in absoluten Zahlen die Vermittlungsprovisionen zulegen und auch prozentual zeigte sich mit über 70% Steigerung ein hohes Wachstum gegenüber dem Vorjahr. Beim prozentualen Wachstum zeigten die Depotverwaltungsprovisionen das stärkste Wachstum und konnten fast verfünffacht werden.

**Entwicklung Provisionsarten 2004 vs. 2003**



Quelle: Geschäftsbericht 2004 Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG

Dynamische Ergebnisentwicklung: Gewinn verdreifacht

Auch die Ergebnisentwicklung zeigte sich wie in den vergangenen Jahren äußerst dynamisch. Im Geschäftsjahr 2004 konnte ein Jahresüberschuss in Höhe von 0,487 Mio. Euro erzielt und der Gewinn gegenüber dem Vorjahr damit mehr als verdreifacht werden.



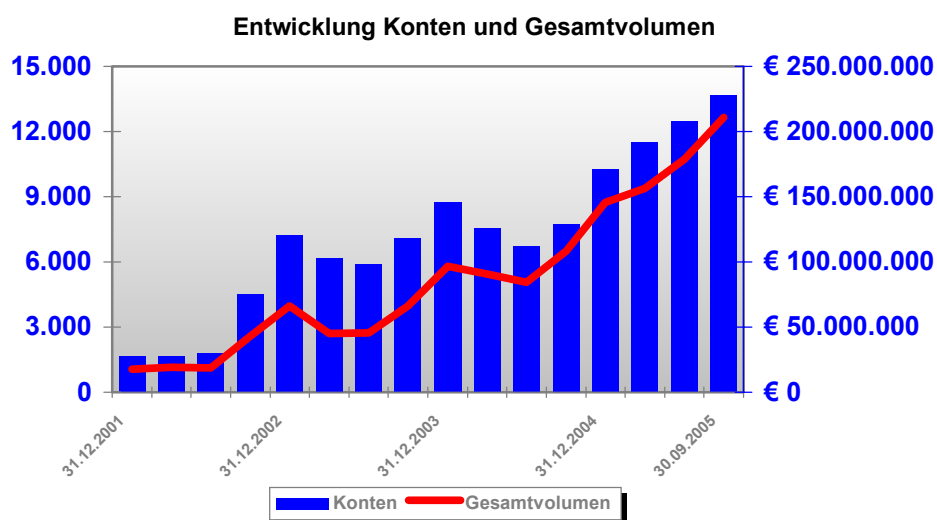
Erfolgreicher Trend in 2005 fortgesetzt

Betreutes Gesamtvolumen steigt um ca. 45%

Bereits nach 9 Monaten Verdoppelung gegenüber Vorjahr beim Gewinn

### Entwicklung im Geschäftsjahr 2005

Nach dem sehr erfolgreichen Geschäftsjahr 2004 setzte die WPH D&B AG auch in den ersten 9 Monaten des Geschäftsjahres 2005 ihren dynamischen Aufwärtstrend fort. Ein Blick auf die Kontenentwicklung und das Gesamtvolumen zeigt erneut starke Steigerungen. So stieg das betreute Gesamtvolumen in den ersten drei Quartalen um etwa 45% auf über 210 Mio. Euro.



Quelle: Driver & Bengsch, Präsentation auf der GBC Munich Investor Conference, 01.12.2005

Auch bei den Erlösen übertraf die Gesellschaft nach 9 Monaten die Zahlen des Gesamtjahres 2004 bereits deutlich. Die Provisionserträge wuchsen um fast 34% auf 5,24 Mio. Euro. Damit gelang es der WPH D&B AG einen Jahresüberschuss in Höhe von 0,99 Mio. Euro zu erzielen. Dies entspricht bereits einer Verdoppelung des Gewinns gegenüber dem Geschäftsjahr 2004.

### Graphik: Entwicklung der Unternehmenskennzahlen bis 9/2005

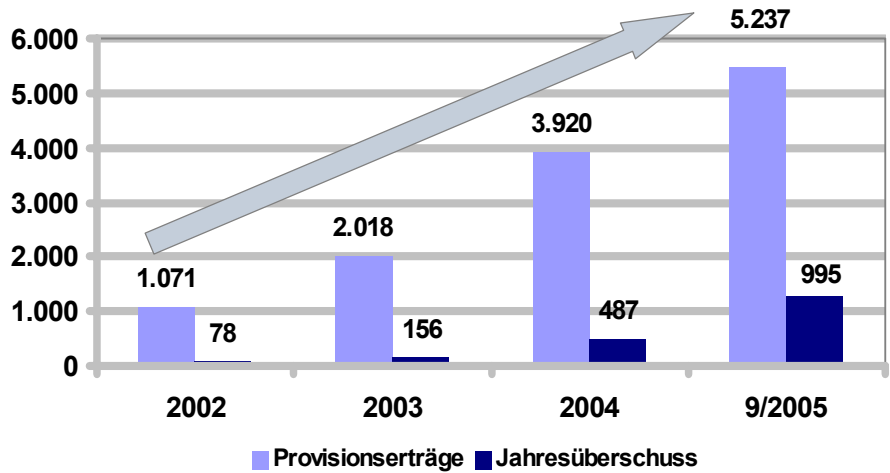
in TEUR	2002	2003	2004	9/2005
Provisionserträge	1.071	2.018	3.920	5.237
Provisionsüberschuss	806	1.621	3.299	4.378
Betriebsergebnis	108	231	830	1.579
Jahresüberschuss	78	156	487	995
Eigenkapital	243	889	1.228	n.a.
Operativer Cash Flow	110	269	1.027	n.a.
Assets under Advice	66.040	96.720	145.680	210.604

Quelle: Driver & Bengsch



(Fortsetzung von Seite 15)

**Graphik: Entwicklung der Provisionserlöse und der Jahresüberschüsse der Wertpapierhandelshaus Driver & Bensch AG seit 2002**



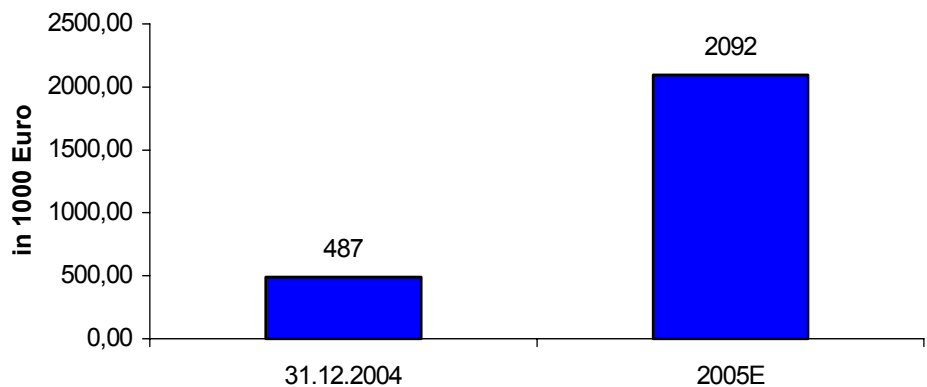
Quelle: Driver&Bensch AG

Weiteres Wachstum im 4. Quartal erwartet

Aktuell liegen uns noch keine Daten für das vierte Quartal des Geschäftsjahres 2005 und somit auch für das GJ 2005 vor. Wir gehen aber davon aus, dass auch im vierten Quartal nochmals ein deutlicher Ergebnisbeitrag erreicht worden ist.

Somit dürfte das Gewinnziel in Höhe von ca. 2,1 Mio. Euro gemäß unserer Einschätzung erreicht worden sein, was einer Vervierfachung gegenüber dem Jahr 2004 entspräche.

**Vergleich Jahresüberschuss Wertpapierhandelshaus Driver & Bensch AG Jahr 2004 vs. 2005 (erwartet)**





## Strategie und Ausblick

Die Driver & Bengsch AG plant für die kommenden Jahre die Fortsetzung eines hohen jährlichen Wachstums und hat sich hohe Ziele gesetzt:

### *Unternehmensziele der Driver & Bengsch AG*

- Entwicklung zum **umfassenden Finanzdienstleister**, der Kunden alle wesentlichen **Finanzprodukte & Vermögensberatung aus einer Hand** bietet
- Starkes **Wachstum** bei Kunden, Umsatz und Ergebnis **fortführen**
- Optimierung der **Kundenbindung**
- Anpassung der **Organisationsstrukturen** an das starke **Wachstum**

**Quelle: Driver & Bengsch AG**

Die Gesellschaft will sich zu einem umfassenden Finanzdienstleister entwickeln, der alle wesentlichen Finanzprodukte und Vermögensberatung aus einer Hand bietet. Mit der Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG deckt die Gesellschaft aktuell bereits den Bereich der Finanzanlagevermittlung und Vermögensverwaltung ab. Dazugekommen ist mit der Tochtergesellschaft Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH nun auch der Bereich Versicherungen als weiterer Baustein.

### *Strategie der Driver & Bengsch AG*

**Cross-Selling-Potenziale** durch neue **Versicherungsangebote**

Gezielte **Übernahmen** zur Erweiterung der **Wertschöpfungskette & des Kundenstamms**

Ausbau des operativen Geschäfts durch **Stärkung des Vertriebs- und Beratungsteams**

**Quelle: Driver & Bengsch AG**

Zur Erreichung der Ziele beinhaltet die Strategie der Driver & Bengsch AG die Nutzung von Cross-Selling-Potenzialen, die Stärkung des Vertriebs- und Beratungsteams sowie gezielte Übernahmen.

Die Driver & Bengsch AG hat das Geschäftsmodell frühzeitig auf die Marktentwicklungen und Kundenbedürfnisse ausgerichtet und dadurch einen strategischen Wettbewerbsvorteil aufgebaut. Ein enger Kundenkontakt und eine aktive Weiterentwicklung der Kunden sind aber auch weiterhin die Erfolgsfaktoren in der Zukunft. Die Driver & Bengsch AG profitiert vom Markttrend des zunehmenden Beratungsbedarfs im Zuge der privaten Altersvorsorge und die Eingliederung des Versicherungsmaklers Hansen sollte die Hebung der anvisierten Cross-Selling Potenziale ermöglichen.

Unternehmensziele

„Finanzprodukte und Vermögensberatung aus einer Hand“

Strategie

Enger Kundenkontakt und aktive Weiterentwicklung wichtig



Börsennotierung wichtiger Baustein für Weiterentwicklung

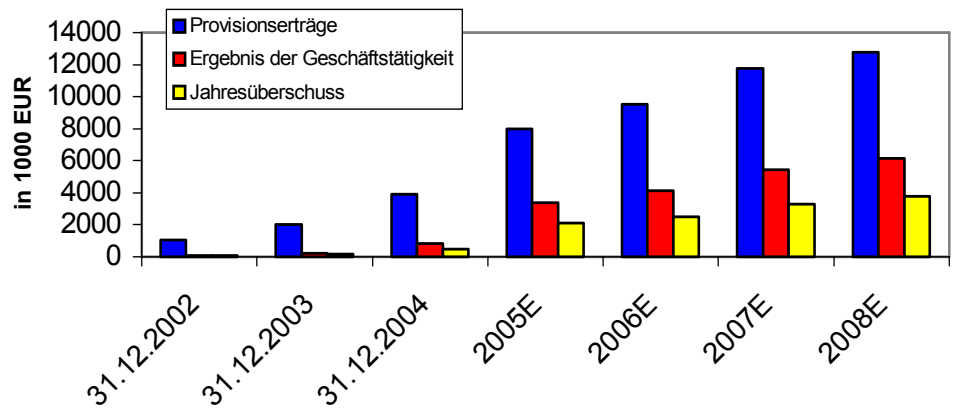
Weiterhin starkes Wachstum in den nächsten Jahren erwartet

(Fortsetzung von Seite 17)

Auch die angestrebte Börsennotierung ist ein wichtiger Baustein zur Erreichung der Ziele. Zum einen bietet der Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle die Möglichkeit für weiteres Unternehmenswachstum durch gezielte Übernahmen. Zum anderen sollte sich der Bekanntheits- und Imageeffekt positiv auf das operative Geschäft auswirken.

Für die nächsten Jahre erwartet die Gesellschaft somit weiterhin ein starkes Wachstum. Wir erwarten für die Jahre 2005 bis 2008 ebenfalls beachtliche Steigerungen hinsichtlich der Provisionserlöse bei der Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG. Dabei reflektiert unsere Erwartung auch den steigenden Beratungsbedarf und das positive Branchenumfeld, in dem sich die Gesellschaft aktuell befindet.

**Entwicklung und Projektion der Unternehmensentwicklung  
Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG**



Für das Jahr 2005 rechnen wir mit Erlössteigerungen in Höhe von über 100% auf 8,0 Mio. Euro, der Gewinn sollte sich mehr als vervierfachen. Für das Geschäftsjahr 2006 planen wir zunächst eine weitere Steigerung um ca. 19% und eine proportionale Gewinnsteigerung. Damit sehen wir die Schätzung als konservativ an. Da wir von der Skalierbarkeit des Geschäftsmodells ausgehen, rechnen wir dabei mittelfristig mit unterproportional steigenden Kosten und damit weiter steigenden Margen. (Unsere konkrete Prognose für die Unternehmensentwicklung entnehmen Sie bitte Seite 24 der Studie).



## SWOT-Analyse

### Chancen/Stärken

- Steigender Bedarf an Dienstleistungen rund um die Vermögensverwaltung und -beratung
- Vermögensverwalter allgemein bieten bisher kaum Dienste für kleinere Vermögen (ab 15000 €) an, dies bietet D&B die Chance eines weiterhin starken Wachstums
- Schlankes Vertriebskonzept bietet die Möglichkeit schneller und starker Wachstumsschübe bei hoher Profitabilität
- Cross-Selling Potenziale zwischen Vermögensverwaltungskunden und Versicherungskunden bieten Wachstumsmöglichkeit
- Bekanntheitseffekt durch Börsennotierung könnte positive Impulse auf das operative Geschäft haben
- Geringer Bedarf an Vermittlern gemessen an Unternehmen wie AWD oder MLP (kein kostenintensiver Außendienst)
- Konten mit hohen Renditen auf Tagesgeldkonten als effektives und günstiges Marketinginstrument.
- Aus den obigen beiden Punkten resultiert im Vergleich zu anderen Finanzintermediären ein niedriger Vertriebsaufwand für einen neuen Depotkunden

Chancen/Stärken

### Risiken/Schwächen:

- Verstärkte Nachahmung der Tagesgeldaktionen zur Neukundengewinnung durch Direktbanken oder Vermögensverwalter
- Nachlassendes Interesse an befristet verbesserten Zinskonditionen, durch eine Veränderung in der Kundenwahrnehmung
- Abhängigkeit von Kapitalmarktentwicklung und Angebot interessanter Anlageprodukte wie Genussscheine, Anleihen etc.
- Ausfall von Emittenten vermittelter Produkte würde ggf. zu starkem Imageschaden für die Gesellschaft führen
- Beratungshaftung wurde in den vergangenen Jahren deutlich verschärft
- Starke Abhängigkeit des Unternehmenserfolgs von Schlüsselpersonen, speziell von den Vorständen und Gründern der Gesellschaft
- Abhängigkeit von Banken (hier DAB) als Kooperationspartner. Ohne eigene Banklizenz ist eine Zusammenarbeit mit Banken unentbehrlich
- Zinsstarke Tagesgeldkonten als hauptsächliches Marketinginstrument

Risiken/Schwächen



## Bewertung der Gesellschaft

### Bewertung durch DCF-Modell

DCF-Modell ergibt fairen Wert von 2,76 Euro und Kursziel von 3,03

Zur Bewertung der Gesellschaft haben wir unser Discounted-Cash-Flow-Modell herangezogen. Auf Basis unserer Prognosen haben wir dabei einen fairen Wert pro Aktie von 2,76 Euro errechnet. Dieser Wert reflektiert bereits die Erwartung eines dynamischen Unternehmenswachstums der Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver&Bensch AG.

In der Vergangenheit hat die Gesellschaft bereits gezeigt, dass das Geschäftsmodell funktioniert und Wachstum ermöglicht. Dies muss nun in der Zukunft fortgesetzt werden.

Als Kursziel auf Sicht von 12 Monaten ergibt sich damit eine Marke von 3,03 Euro pro Aktie. Die näheren Bewertungsparameter entnehmen Sie bitte Seite 23.

### Peer-Group Vergleich

Neben der Bewertung von Driver & Bensch anhand unseres Discounted-Cash-Flow-Bewertungsmodells haben wir einen Peer-Group Vergleich vorgenommen, um die am deutschen Aktienmarkt für Finanzdienstleister zu beobachtenden Bewertungsrelationen in unsere Bewertung mit einzubeziehen. Der Peer-Group Vergleich dient zur Plausibilitätsüberprüfung unserer Bewertung.

Peer Group Vergleich zur Berücksichtigung der Marktbewertung

Im Rahmen dieses Peer-Group Vergleiches haben wir folglich börsennotierte Finanzunternehmen in Deutschland herangezogen, die ähnlich zu Driver & Bensch einen Großteil ihrer Umsatzerlöse mit Provisionserlösen erzielen. Daten und Schätzungen im Rahmen der Vergleichsanalyse entstammen dabei der Datenbank des Datenanbieters JCF Group (Stichtag 20.01.2006) und stellen Median- bzw. Mittelwertkonsensschätzungen dar. Im Einzelfall wurden auch eigene Schätzungen mit herangezogen.

Zu berücksichtigen ist bei einer Peer-Group Analyse stets, dass die Unternehmen nicht vollständig in ihrer Unternehmensausrichtung und bezüglich der Geschäftsmodelle und -strategien vergleichbar sind. Ziel eines Vergleiches ist deshalb insbesondere die Markteinschätzung und das Bewertungsniveau von Finanzunternehmen mit einzubeziehen. Im Peer-Group Vergleich haben wir die **AWD Holding AG, Comdirect Bank AG, MLP AG, DAB Bank AG, PEH Wertpapier AG, Value Management & Research AG (VMR) einbezogen.**

Nachfolgend seien die Peer-Group Unternehmen kurz im Profil dargestellt:

**AWD Holding AG:** Die AWD Holding AG und ihre Tochtergesellschaften zählen eigenen Angaben zufolge zu den führenden unabhängigen Finanzdienstleistern in Europa. Beratungs- und Vertriebschwerpunkte sind die Bereiche Altersvorsorge, Einkommenssicherung, Gesundheitsversorgung, Vermögensaufbau, Haus und Wohnen sowie Sach-/Vermögensversicherung. Ihre Einnahmen erzielt die AWD-Gruppe durch Provisionszahlungen der Produktgeber bei erfolgreicher Vermitt-



(Fortsetzung von Seite 20)

lung ihrer Finanzprodukte. Die Provision besteht je nach Produkt aus einer Abschlussprovision und gegebenenfalls einer zusätzlichen Bestandsprovision.

**Comdirect bank AG:** Die comdirect bank AG ist eine Direktbank mit einem nahezu vollwertigen Spektrum von Bankdienstleistungen. Kern der comdirect-Aktivitäten ist das Online-Brokerage, um das sukzessive weitere Bankdienstleistungen etabliert werden sollen. Bislang waren dies einfache Sparprodukte, Girokonto und Kreditkarte. Für den Vertrieb von anspruchsvolleren Bankprodukten und Versicherungen wurde der Bereich Finanz- und Vermögensberatung geschaffen, der von der Ende 2003 gegründeten Tochter comdirect private finance AG verantwortet wird. Dabei erzielt comdirect Provisionserlöse über Ausgabeaufschläge und Bestandsprovisionen.

**MLP AG:** Die MLP AG (früher Marschollek, Lautenschläger und Partner AG) fungiert als Holding, deren Tochtergesellschaften basierend auf einem Allfinanzkonzept Finanzdienstleistungen anbieten. MLP integriert somit als unabhängiger Makler Bank- und Versicherungsdienstleistungen ein zugeschnittenes Finanzkonzept. Dabei konzentriert sich die Gesellschaft auf akademische Berufsgruppen und nimmt auf diesem Gebiet nach eigenen Angaben eine führende Position in Europa ein. Wie AWD erzielt MLP Provisionszahlungen und Bestandsprovisionen durch die Vermittlung von Finanzprodukten.

**DAB bank AG:** Die DAB bank AG gehört zu den größten Direktbanken in Deutschland und in Österreich. Der Schwerpunkt ihrer Geschäftstätigkeit liegt auf dem Online-Brokerage. Zudem bietet die DAB im Bereich Business-to-Business auch ein Leistungspaket für Finanzintermediäre wie Vermögensverwalter, Anlageberater und Fondsvermittler an. Daneben bietet sie seit 2003 verstärkt auch andere Bankprodukte wie Versicherungen und Kredite an. Diese werden aktiv von den Mitarbeitern des Call-Centers vertrieben.

**PEH Wertpapier AG:** Die PEH Wertpapier AG ist als konzernunabhängiges Finanzdienstleistungsunternehmen seit über 20 Jahren am Markt als Vermögensspezialist tätig. Das 1981 gegründete Unternehmen hat sich vom Spezialisten für das Fondsgeschäft zum breit angelegten Vermögensmanager entwickelt. Das Unternehmen verwaltet dabei ein Vermögen von über eine Milliarde Euro. Die Absolute+Plus Ltd. ist neben der Tochter PEH Wertpapier AG die wichtigste Ertrags Säule des Konzerns. Mit dieser Beteiligung ist der Konzern frühzeitig in den Markt für Hedgefonds eingestiegen. Weitere größere Beteiligungen bestehen an der AXXION S.A. (eine Servicegesellschaft in Luxemburg für die Verwaltung von Fonds), der INFOS GmbH (Vertriebszugang zu rund 30.000 Kleinanlegern) und der Afima GmbH.

Die **Value Management & Research AG** („VMR“) wurde 1993 gegründet und zählt heute zu den wenigen unabhängigen börsennotierten Vermögensverwaltern. Mit einem Eigenkapital von über 35 Mio. Euro ist VMR auch einer der kapitalstärksten unabhängigen Vermögensverwalter in Deutschland. Wichtigstes Asset ist der luxemburgische Vermögensverwalter Interinvest, an der die VMR eine Mehrheitsbeteiligung hält. Die VMR-Gruppe betreut institutionelle Mandate, Publikumsfonds und Hedgefonds. Die Gruppe beschäftigt circa 35 Mitarbeiter in Deutschland und Luxemburg. Sitz der Gesellschaft ist Kronberg im Taunus.



(Fortsetzung von Seite 21)

**Vergleichszahlen der Peer Group**

in Mio. €	Kurs in € vom 30.01.06	Marktkapitalisierung (MCAP) 30.01.06	Mcap zu Umsatz 2004	Mcap zu Umsatz 2005e	Mcap zu Umsatz 2006e	KBV 2004 (Mcap zu Eigenkapital)	KBV 2005e (Mcap zu Eigenkapital)	KGV ( Mcap zu Nettogewinn 04)	KGV (Mcap zu Nettogewinn 05e)	KGV (Mcap zu Nettogewinn 06e)
AWD	28,41	1076,74	1,56	1,77	1,60	9,07	7,20	21,32	34,95	21,68
Comdirect	8,28	1171,27	6,95	6,95	6,60	1,95	1,84	34,48	31,19	25,99
MLP	19,64	2133,69	3,78	3,78	3,18	7,38	4,44	41,51	11,11	27,44
DAB AG	7,13	536,18	4,42	4,42	3,90	3,35	3,04	21,62	32,98	21,78
PEH Wertpapier AG	24,70	40,84	2,15	2,15	2,09	5,50	4,56	28,44	26,52	24,02
VMR AG*	5,46	42,82	14,37	3,69	3,37	1,17	1,09	15,50	15,86	14,37
<b>Median</b>			<b>4,10</b>	<b>3,74</b>	<b>3,28</b>	<b>4,43</b>	<b>3,74</b>	<b>25,03</b>	<b>28,86</b>	<b>22,90</b>
<b>Mittelwert arithm.</b>			<b>5,54</b>	<b>3,79</b>	<b>3,46</b>	<b>4,74</b>	<b>3,69</b>	<b>27,15</b>	<b>25,43</b>	<b>22,55</b>
Driver & Bengsch	<b>2,76</b>	<b>56,58</b>	<b>7,07</b>	<b>7,07</b>	<b>5,95</b>	<b>46,09</b>	<b>1,31</b>	<b>116,18</b>	<b>33,28</b>	<b>22,58</b>

\*Bereinigt um Beteiligungsverkäufe, Zu- und Abschreibungen auf Beteiligungen und Veränderung der Rückstellungen, sowie Goodwillabschreibung in 2004  
Quelle: JCF Group, Stand 18.01.2006, eigene Schätzungen

Peer Group Vergleich stützt Bewertungseinschätzung gemäß DCF-Modell

Der Peer Group Vergleich stützt unsere Bewertung auf Basis der DCF-Bewertung. Mit Blick auf das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) für das nächste Geschäftsjahr 2006 ist festzustellen, dass das für Driver & Bengsch erwartete Verhältnis in Höhe der Peer Group liegt. Auch hieraus lässt sich ein fairer Wert in der Größenordnung von 2,76 Euro ableiten.

Wachstumsstarker Finanzdienstleister...

**Fazit**

Bei der Driver & Bengsch AG mit den Tochtergesellschaften Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG und Versicherungsmakler Gebrüder Hansen AG handelt es sich um ein wachstumsstarkes Finanzdienstleistungsunternehmen, dass sich auch für die nächsten Jahre hohe Ziele gesetzt hat. Die Gesellschaft will vom erwarteten Marktwachstum überdurchschnittlich profitieren und sich zu einem umfassenden Finanzdienstleister weiterentwickeln. Dabei sind auch gezielte Übernahmen geplant, um den eigenen Kunden mittelfristig alle wesentlichen Finanzprodukte und Vermögensverwaltung aus einer Hand anbieten zu können. Dabei erwartet sich die Gesellschaft vielversprechende Cross-Selling-Möglichkeiten.

...mit klarer Fokussierung auf kleinere Vermögen

Die klare Fokussierung auf das Kundensegment der kleineren Vermögen gepaart mit einem strukturierten Vertriebskonzept ermöglicht dabei eine hohe Profitabilität. Es muss der Gesellschaft dabei aber auch in Zukunft gelingen, das starke erwartete Wachstum durch die Anpassung der Organisation optimal zu stemmen. Dazu ist eine Stärkung des Vertriebs- und insbesondere auch des Beratungsteams notwendig.

Kursziel 3,03 Euro auf Sicht von 12 Monaten

Gemäß unserem Discounted-Cash-Flow Bewertungsmodell ergibt sich ein fairer Wert von 2,76 Euro. Das Kursziel auf Sicht von 12 Monaten lautet 3,03 Euro. Dies wird auch durch den vorgenommenen Peer-Group-Vergleich gestützt. Die Börsennotierung der Gesellschaft ist für das 1. Halbjahr 2006 geplant. Kurse unterhalb des fairen Wertes im Bereich von 2,50 Euro, sehen wir als attraktive Kaufgelegenheiten.



## DCF-Modell - Bewertungsparameter

in TEUR	2005E	2006E	2007E	2008E
<b>CASHFLOWS</b>				
in TEUR				
Jahresüberschuss	2092,18	2506,38	3312,90	3758,48
Abschreibung	35,00	40,00	45,00	50,00
Veränderung Rückstellungen	136,65	380,00	300,00	350,00
<b>Cashflow</b>	<b>2263,83</b>	<b>2926,38</b>	<b>3657,90</b>	<b>4158,48</b>
Veränderung Working Capital	755,85	-1004,66	-920,65	-735,65
Operativer Cashflow	1507,98	3931,05	4578,55	4894,13
Investitionscashflow	-58,12	-60,00	-75,00	-80,00
Änderung Verbindlichkeiten	-4,87	-10,00	-10,00	-20,00
<b>Freier Cashflow</b>	<b>1444,98</b>	<b>3861,05</b>	<b>4493,55</b>	<b>4794,13</b>

Kapitalkosten	
Risikoloser Zinssatz	3,50%
Risikoprämie	6,50%
Eigenkapitalkosten	10,00%
Eigenkapitalwert (in TEUR)	
Barwert FCF 2006-2008	10825,62
Fortführungswert (bei 2% kontinuierlichem Wachstum)	45023,76
Wert Vers.makler Hansen	750,00
<b>Wert des Eigenkapitals</b>	<b>56599,38</b>
Anzahl der Aktien in TSD	20500
<b>Fairer Wert pro Aktie zum 31.12.2005 in Euro</b>	<b>2,76</b>
<b>Kursziel 12 Monate (31.12.2006) in Euro</b>	<b>3,03</b>

Für die Bewertung der Driver & Bengsch AG wurde unser Erwartungsszenario für die weitere Unternehmensentwicklung der Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG herangezogen (Siehe Seite 24). Dieses berücksichtigt ein starkes Wachstum bis zum Jahr 2008.

Die Bewertung wurde mittels Diskontierung der erwarteten freien Cashflows vorgenommen. Dabei wurden die freien Cashflows von 2006 bis 2008 mit angesetzten Eigenkapitalkosten in Höhe von 10% diskontiert. Für den Zeitraum nach dem Jahr 2008 wurden keine konkreten Prognosen für die weitere Unternehmensentwicklung erstellt. Die Entwicklung nach diesem Zeitpunkt wird im Fortführungswert reflektiert. Bei der Ermittlung des Fortführungswertes (Ewige Rente) wurde auf Basis des Jahres 2008 ein nachhaltiges Wachstum der freien Cashflows von 2% (in Höhe der erwarteten Inflationsrate) angenommen. Die für die Zeit nach 2008 ermittelte Ewige Rente wurde ebenfalls auf den 31.12.2005 abgezinst.

Die Barwerte des freien Cashflows für den konkreten Prognosezeitraum von 2006 bis 2008 zuzüglich dem abgezinnten Fortführungswert, bilden zusammen mit dem Wert des Versicherungsmaklers Hansen den fairen Wert des Eigenkapitals.

Unter Berücksichtigung einer Aktienanzahl von 20,5 Mio. errechnet sich ein fairer Wert je Aktie zum Zeitpunkt 31.12.2005 in Höhe von 2,76 Euro. Das Kursziel auf Sicht von 12 Monaten errechnet sich somit mit 3,03 Euro.

### Sensitivitätsanalyse Driver & Bengsch

		Abzinsungsfaktor				
		9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
Nachhaltiges Wachstum im Fortführungswert	3,0%	3,58 €	3,31 €	3,07 €	2,87 €	2,69 €
	2,5%	3,35 €	3,11 €	2,91 €	2,73 €	2,57 €
	2,0%	3,15 €	2,94 €	<b>2,76 €</b>	2,60 €	2,46 €
	1,5%	2,98 €	2,80 €	2,63 €	2,49 €	2,36 €
	1,0%	2,83 €	2,67 €	2,52 €	2,38 €	2,27 €

Die Sensitivitätsanalyse reflektiert die Veränderung des fairen Wertes zum 31.12.2005 unter Variation der nachhaltigen Wachstumsrate bzw. des Abzinsungsfaktors


**Historische Daten und Projektionen bis zum Jahr 2008**  
**— Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG**

in TEUR	2002	2003	2004	2005E	2006E	2007E	2008E
<b><u>Operative Basis</u></b>							
Anzahl Konten	7242	8750	10273	15000	20400	25800	28000
Gesamtvolumen	66034	96720	145683	225000	306000	387000	420000
<b><u>Gewinn- und Verlustrechnung</u></b>							
<b>Zinsergebnis</b>	<b>4</b>	<b>7,16</b>	<b>11,44</b>	<b>9,00</b>	<b>9,50</b>	<b>10,00</b>	<b>10,00</b>
<b>Provisionserträge</b>	<b>1071</b>	<b>2017,36</b>	<b>3919,47</b>	<b>8000,0</b>	<b>9504,05</b>	<b>11776,02</b>	<b>12780,18</b>
Provisionsaufwendungen	-265	-396,25	-620,18	-1260,00	-1473,13	-1778,18	-1891,47
<b>Provisionsergebnis</b>	<b>806</b>	<b>1621,11</b>	<b>3299,30</b>	<b>6740,00</b>	<b>8030,93</b>	<b>9997,84</b>	<b>10888,71</b>
Sonstige betriebliche Erträge	14	15,82	56,48	-120,00	60,00	60,00	60,00
Personalaufwendungen	-366	-703,09	-1170,74	-1351,00	-1503,29	-1661,14	-1694,36
Verwaltungsaufwendungen	-335	-693,03	-1335,00	-1865,82	-2448,31	-2925,72	-3042,90
Abschreibungen auf Anlagevermögen	-15	-16,32	-31,08	-35	-40	-50	-60
<b>Ergebnis der Geschäftstätigkeit</b>	<b>108</b>	<b>231,65</b>	<b>830,40</b>	<b>3377,18</b>	<b>4108,83</b>	<b>5430,98</b>	<b>6161,45</b>
Steuern auf Einkommen und Ertrag	-30	-74,72	-342,32	-1285,00	-1602,44	-2118,08	-2402,97
Sonstige Steuern	0	-0,25	-0,87	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>78</b>	<b>156,68</b>	<b>487,21</b>	<b>2092,18</b>	<b>2506,38</b>	<b>3312,90</b>	<b>3758,48</b>


**Bilanz Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG**

in TEUR

HGB	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004
<b>AKTIVA</b>			
Kassenbestand	0,00	0,00	0,75
Forderungen an Kreditinstitute	206,76	688,42	994,42
Forderungen an Kunden	81,19	678,90	802,28
Immatrielles Verm. & Beteiligung	1,46	4,35	9,19
Sachanlagen	31,10	39,61	78,22
Sonstige Vermögenswerte	25,35	31,97	48,66
Rechnungsabgrenzung	67,07	50,91	32,47
	<b>412,93</b>	<b>1494,15</b>	<b>1965,99</b>
<b>PASSIVA</b>			
Verbindlichkeiten Kreditinstitute	0,00	0,31	0,00
Sonstige Verbindlichkeiten	122,14	193,78	205,13
Steuerrückstellungen	29,40	41,00	273,75
Andere Rückstellungen	18,40	62,90	259,60
<b>Rückstellungen gesamt</b>	<b>47,80</b>	<b>103,90</b>	<b>533,35</b>
Stammkapital	160,00	730,00	730,00
Gewinnrücklage	36,08	10,30	34,66
Bilanzgewinn	46,92	148,85	462,85
<b>Eigenkapital</b>	<b>243,00</b>	<b>889,15</b>	<b>1227,52</b>
	<b>412,93</b>	<b>1187,14</b>	<b>1965,99</b>



## RISIKOHINWEISE UND HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

DIESES DOKUMENT DIEN T AUSSCHLIESSLICH ZU INFORMATIONSZWECKEN. ALLE DATEN UND INFORMATIONEN AUS DIESER STUDIE STAMMEN AUS QUELLEN, WELCHE **GERMAN BUSINESS CONCEPTS** (GBC) FÜR ZUVERLÄSSIG HÄLT. DARÜBER HINAUS HABEN DIE VERFASSER DIE GRÖSSTMÖGLICHE SORGFALT DARAUF VERWANDT, SICHERZUSTELLEN, DASS DIE VERWENDETEN FAKTEN UND DARGESTELLTEN MEINUNGEN ANGEMESSEN UND ZUTREFFEND SIND. TROTZ ALLEM KANN KEINE GEWÄHR ODER HAFTUNG FÜR DEREN RICHTIGKEIT ÜBERNOMMEN WERDEN - UND ZWAR WEDER AUSDRÜCKLICH NOCH STILLSCHWEIGEND. DARÜBER HINAUS KÖNNEN ALLE INFORMATIONEN UNVOLLSTÄNDIG ODER ZUSAMMENGEFASST SEIN. WEDER **GERMAN BUSINESS CONCEPTS** NOCH DIE EINZELNEN VERFASSER ÜBERNEHMEN EINE HAFTUNG FÜR SCHÄDEN, WELCHE AUFGRUND DER NUTZUNG DIESES DOKUMENTS ODER SEINES INHALTS ODER AUF ANDERE WEISE IN DIESEM ZUSAMMENHANG ENTSTEHEN.

DIESES DOKUMENT STELLT WEDER EINE EINLADUNG ZUR ZEICHNUNG ODER ZUM KAUF IRGEND EINES WERTPAPIERS DAR UND IST NICHT IN DIESEM SINNE AUSZULEGEN; NOCH DARF ES ODER EIN TEIL DAVON ALS GRUNDLAGE FÜR EINEN VERBINDLICHEN VERTRAG, WELCHER ART AUCH IMMER, DIENEN ODER IN DIESEM ZUSAMMENHANG ALS VERLÄSSLICH HERANGEZOGEN WERDEN. EINE ENTSCHEIDUNG IM ZUSAMMENHANG MIT EINEM VORAUSSICHTLICHEN VERKAUFSANGEBOT FÜR WERTPAPIERE DES ODER DER IN DIESER PUBLIKATION BESPROCHENEN UNTERNEHMEN SOLLTE AUSSCHLIESSLICH AUF DER GRUNDLAGE VON INFORMATIONEN IN PROSPEKTEN ODER ANGEBO TSSCHREIBEN GETROFFEN WERDEN, DIE IN ZUSAMMENHANG MIT EINEM SOLCHEN ANGEBO T HERAUSGEGEBEN WERDEN. **GERMAN BUSINESS CONCEPTS** – ODER BETEILIGUNG UNTERNEHMEN, REPRÄSENTANZEN, ANTEILSEIGNER, FÜHRUNGSKRÄFTE UND/ODER DEREN ANGESTELLTE KANN EINE LONG- ODER SHORTPOSITION IN DEM BESCHRIEBENEN WERTPAPIER ODER ANDERE INVESTMENTS, DIE SICH AUF IN DIESEM REPORT VERÖFFENTLICHTE ERGEBNISSE BEZIEHEN, HALTEN. **GERMAN BUSINESS CONCEPTS** KANN DIESE WERTPAPIERE AM OFFENEN MARKT, FÜR KUNDEN ODER FÜR EIGENE RECHNUNG KAUFEN UND/ODER VERKAUFEN. DIESES DOKUMENT WIRD IHNEN AUSSCHLIESSLICH ZU IHRER INFORMATION ZUR VERFÜGUNG GESTELLT UND DARF NICHT REPRODUZIERT ODER AN IRGEND EINE ANDERE PERSON VERTEILT WERDEN.

**GERMAN BUSINESS CONCEPTS** ÜBERNIMMT KEINE GARANTIE DAFÜR, DASS DER ANGEDEUTETE ERTRAG ODER DIE GENANN TEN KURS ZIELE ERREICHT WERDEN. VERÄNDERUNGEN IN DEN RELEVANTEN ANNAHMEN, AUF DENEN DIESES DOKUMENT BERUHT, KÖNNEN EINEN MATERI ELLEN EINFLUSS AUF DIE ANGESTREB TEN ERTRÄGE HABEN. DAS EINKOMMEN AUS INVESTITIONEN UNTERLIEGT SCHWANKUNGEN. ANLAGEENTSCHEIDUNGEN BEDÜR FEN STETS DER BERATUNG DURCH EINEN ANLAGEBERATER. SOMIT KANN VORLIEGENDES DOKUMENT KEINE BERATUNGSFUNKTION ÜBERNEHMEN.

DIESE PUBLIKATION DARF, SOFERN SIE IM UK VERTRIEBEN WIRD, NUR SOLCHEN PERSONEN ZUGÄNGLICH GEMACHT WERDEN, DIE IM SINNE DES FINANCIAL SERVICES ACT 1986 ALS ERMÄCHTIGT ODER BEFREIT GELTEN, ODER PERSONEN GEMÄSS DEFINITION § 9 (3) DES FINANCIAL SERVICES ACT 1986 (INVESTMENT ADVERTISEMENT) (EXEMPTIONS) ERLASS 1988 (IN GEÄNDE RTER FASSUNG), UND DARF AN ANDERE PERSONEN ODER PERSONENGRUPPEN WEDER DIREKT NOCH INDIREKT ÜBERMITTELT WERDEN.

WEDER DIESES DOKUMENT NOCH EINE KOPIE DAVON DARF IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VON AMERIKA ODER IN DEREN TERRITORIEN ODER BESITZUNGEN GEBRACHT, ÜBERTRAGEN ODER VERTEILT WERDEN. DIE VERTEILUNG DIESES DOKUMENTS IN KANADA, JAPAN ODER ANDERE GERICHTS BARKEITEN KANN DURCH GESETZ BESCHRÄNK T SEIN UND PERSONEN , IN DEREN BESITZ DIESE PUBLIKATION GELANGT, SOLLTEN SICH ÜBER ETWAIGE BESCHRÄNKUNGEN INFORMIEREN UND DIESE EINHALTEN. JEDES VERSÄUMNIS DIESE BESCHRÄNKUNG ZU BEACHTEN, KANN EINE VERLETZUNG DER US-AMERIKANISCHEN, KANADISCHEN ODER JAPANISCHEN WERTPAPIERGESETZE ODER DER GESETZE EINER ANDEREN GERICHTS BARKEIT DARSTELLEN.

DURCH DIE ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIEREN SIE JEGLICHEN HAFTUNGS AUSSCHLUSS UND DIE VORGE NANNTEN BESCHRÄNKUNGEN.

**Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG im Zeitpunkt der Veröffentlichung:**

Es besteht eine vertragliche Beziehung von German Business Concepts GmbH mit dem Emittenten für die Erstellung dieses Research-Berichtes. Aus dieser vertraglichen Beziehung erhält German Business Concepts GmbH ein Entgelt für Nutzungs- und Veröffentlichungsrechte.

**Zusätzliche wichtige Angaben zu der vorliegenden Analyse:**

Bei vorliegender Studie handelt es sich um die Ersteinschätzung zur Gesellschaft (Initial Coverage) vor der Börsennotierung der Gesellschaft

**Ersteller der vorliegenden Analyse:**

Manuel Hölzle, Analyst und Geschäftsführer German Business Concepts GmbH,  
Markus Lindermayr, Analyst  
Jörg Grunwald, Analyst

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen:** German Business Concepts GmbH

**Datum und Uhrzeit des angegebenen Finanzinstruments:** KEINE ANGABE, da Aktie noch nicht börsennotiert

In der Analyse wurden insbesondere öffentlich zugängliche Informationen verwendet, die German Business Concepts als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt, um sich Sachverhalte zur Unternehmensstrategie, zur Geschäftsentwicklung und zu den Perspektiven der Gesellschaft näher erläutern zu lassen.

Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und es wurden anschließend Änderungen vorgenommen. Die Änderungen hatten keinen Einfluss auf die Bewertung.

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. German Business Concepts GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

Die German Business Concepts GmbH verwendet ein 5-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

**KAUFEN:** Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

**AKKUMULIEREN:** Die erwartete Kursentwicklung der Aktie liegt zwischen +5 und +15%.

**NEUTRAL:** Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen -5% und +5%.

**REDUZIEREN:** Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen -5% und -15%.

**VERKAUFEN:** Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als -15%.

Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

Die German Business Concepts GmbH ist als Researchinstitut gemeldet, bei der zuständigen Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt



GBC® German Business Concepts

**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

German Business Concepts GmbH

Konrad-Adenauer-Allee 7

86150 Augsburg

Internet: <http://www.gbconcepts.de>

Fax: ++49 (0)821/241133-30

Tel.: ++49 (0)821/241133-0

Email: [info@gbconcepts.de](mailto:info@gbconcepts.de)

**Analysten für diese Studie:**

**Manuel Hoelzle**

**Markus Lindermayr**

**Jörg Grunwald**