



**Independent Research**

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

# Investment Research

## Driver & Bengsch AG



*Driver & Bengsch*

Aktiengesellschaft

**Marktsegment: Open Market/Entry Standard**  
**Branche: Finanzdienstleistung**

**Initial Public Offering**

**17. Juli 2006**

Bitte lesen Sie den Hinweis zur Erstellung dieses Dokumentes, die Haftungserklärung, die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Pflichtangaben zu § 34b Wertpapierhandelsgesetz am Ende dieses Dokumentes. Diese Finanzanalyse im Sinne des § 34b WpHG ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Finanzinstrumente auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen.

# INHALTSVERZEICHNIS

<b>Zusammenfassung</b>	<b>3</b>
<b>Stärken und Chancen</b>	<b>4</b>
<b>Schwächen und Risiken</b>	<b>5</b>
<b>Angaben zum Börsengang</b>	<b>6</b>
<b>Unternehmensprofil</b>	<b>7</b>
<b>Management</b>	<b>7</b>
<b>Historie</b>	<b>8</b>
<b>Strategie</b>	<b>9</b>
<b>Markt</b>	<b>11</b>
<b>Zahlen Geschäftsjahr 2005</b>	<b>14</b>
<b>Prognosen</b>	<b>16</b>
<b>Bewertung</b>	<b>18</b>
<b>Fazit</b>	<b>20</b>
<b>Anhang</b>	<b>21</b>

**Driver & Bengsch AG <sup>4)</sup>****Fair Value: 3,05 Euro****Ereignis:**

Initial Public Offering

**Einschätzung:**

Fair Value: 3,05 Euro

<b>IR</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

**Ersteller:** Matthias Engelmayer (Analyst)

Telefon: 069 / 97 14 90 - 33

- ⇒ **Die Driver & Bengsch AG strebt Mitte Juli 2006 den Gang an die Frankfurter Wertpapierbörse in den Entry Standard des Open Market an. Dabei werden ausschließlich insgesamt bis zu 200.000 Aktien der beiden Gründer, Vorstände und Großaktionäre der Gesellschaft, André Driver und Carsten Bengsch, umplatziert**
- ⇒ **Durch die Fokussierung auf Privatkunden mit einem Anlagevermögen zwischen 15 und 300 Tsd. Euro hat sich das Unternehmen mit einer selektiven Nischenstrategie auf die häufig von Wettbewerbern vernachlässigten Kundengruppen (Retail; Mass Affluents) spezialisiert**
- ⇒ **Nach einem 2005-Jahresüberschuss von 2,153 Mio. Euro auf Holding-Ebene bzw. 2,408 Mio. Euro bei der WPH Driver & Bengsch AG erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr eine weitere Verbesserung der Gewinndynamik (Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit 2006e: 4,700 Mio. Euro; Holding-Jahresüberschuss 2006e: 2,820 Mio. Euro)**
- ⇒ **Unter Berücksichtigung einer jeweils hälftigen Einbeziehung der 2006- und 2007-Schätzungen ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von 62,5 Mio. Euro bzw. ein fairer Wert je Aktie von 3,05 Euro**

Driver & Bengsch AG							Finanzdienstleistung	
Land	DE		Geschäftsjahr		31.12.		<b>Fairer Wert (in Euro):</b>	<b>3,05</b>
Aktienanzahl (in Mio. Stk.)	20,5 (post-IPO)	20,5 (pre-IPO)	www.driverbensch.de		RL: HGB			
Aktionäre (Pre-IPO):	André Driver: 39,60%; Carsten Bengsch 39,60%; Business Capital and Consulting GmbH 9,12%; Rest Streubesitz						Keine Indexmitgliedschaft	
GJ	Umsatz**	Allg. Verwalt.aufw.	EBT	JÜ	EpS	KGV***	Market Cap/Umsatz 07e***:	5,4
2004*	3.299	2.505	830	487	0,02	-	Market Cap/EBT 07e***:	10,6
2005*	7.341	3.541	3.818	2.408	0,12	-	Div-Rendite 06e:	0,0%
2006e	9.500	4.800	4.700	2.820	0,14	21,8	CAGR Umsatz 04-07e:	51,6%
2007e	11.500	5.600	5.900	3.540	0,17	17,9	CAGR JÜ 04-07e:	93,7%
* Kennzahlen ausschließlich von WPH Driver & Bengsch AG								
** Umsatz entspricht Provisionsüberschuss								
*** Auf Basis unseres fairen Wertes von 3,05 Euro je Aktie								
Zahlen in Tsd. Euro, außer EpS (in Euro)							Quelle: Independent Research	

1)2)3)4) **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

## STÄRKEN UND CHANCEN

- **Selektive Nischenstrategie (Fokussierung auf Privatkunden mit Anlagevermögen zwischen 15 und 300 Tsd. Euro)**
- **Umfassendes Angebot an Finanzdienstleistungen**
- **Langjährige Management-Erfahrung der Vorstände André Driver und Carsten Bengsch**
- **Cross-Selling-Potenziale zwischen den Tochtergesellschaften (Kunden in der Vermögensverwaltung bzw. bei der Versicherungsgesellschaft)**
- **Stärkere Fokussierung auf Wachstumsmärkte wie betriebliche Altersversorgung**
- **Starkes Wachstum bei der Vermittlung von Tagesgeldkonten (CAGR 2002-2005: 203%) sowie verwaltetem Vermögen (CAGR 2002-2005: 227%) in den letzten Jahren**
- **Attraktive Tagesgeldkonditionen als effizientes Marketinginstrument**
- **Zunehmend stärkere Erträge aus Depotverwaltungsvergütungen (Anteil an Provisionserträgen von 20% auf mittlere Sicht erwartet)**
- **Hohe Steigerung der Provisionserträge in den letzten Jahren**
- **Sehr gute Aufwand-Ertrag-Relationen (Cost/Income-Ratio 2005: 59,2%; zum Vergleich: DAB bank: 76,8%; comdirect: 73,2%)**

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

## SCHWÄCHEN UND RISIKEN

- **Hohe Abhängigkeit vom Börsenumfeld**
- **Zunehmende Wettbewerbsintensität (vor allem von Direktbanken)**
- **Verstärkter Einsatz von attraktiven Tagesgeldkonten zur Neukundenakquisition durch Wettbewerber**
- **Abhängigkeit von depotführenden Banken, die im Kerngeschäft auch als Wettbewerber auftreten (z.B. DAB bank; übernimmt derzeit Konto- und Depotführung für Driver & Bengsch)**
- **Operatives Risiko durch starke Fokussierung auf Gründer und Vorstände André Driver und Carsten Bengsch**

Abbildung 1

<b>Daten und Fakten zum IPO</b>	
<b>Zahl- und Hinterlegungsstelle</b>	Bankhaus Gebrüder Martin AG
<b>Marktsegment</b>	Open Market (Entry Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse
<b>Grundkapital pre-IPO (Euro)</b>	20.500.000
<b>Grundkapital post-IPO (Euro)</b>	20.500.000
<b>Nennwert je Stückaktie (Euro)</b>	1,00
<b>Zeichnungsvolumen</b>	
Angebote Aktien aus Barkapitalerhöhung	0
Angebote Aktien der Altaktionäre	200.000
Angebote Aktien insgesamt	200.000
<b>Greenshoe</b>	
Zusätzlich angebotene Aktien	0
<b>Designated Sponsor</b>	Close Brothers Seydler
<b>Listing Partner</b>	quirin bank AG
<b>Koordinatorin des Angebots</b>	GCI Management AG

Quelle: Driver &amp; Bengsch

Abbildung 2

<b>Aktionärsstruktur</b>			
<b>vor IPO</b>		<b>nach IPO</b>	
André Driver	39,60%	André Driver	39,11%
Carsten Bengsch	39,60%	Carsten Bengsch	39,11%
Business Capital and Consulting GmbH	9,12%	Business Capital and Consulting GmbH	9,12%
Streubesitz	11,68%	Streubesitz	12,66%

Quelle: Driver & Bengsch

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

## Unternehmensprofil

Zwei operativ tätige Tochtergesellschaften

Die Driver & Bengsch AG ist die Holdinggesellschaft der beiden operativ tätigen Tochtergesellschaften Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG und Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH (beide mit Sitz in Itzehoe).

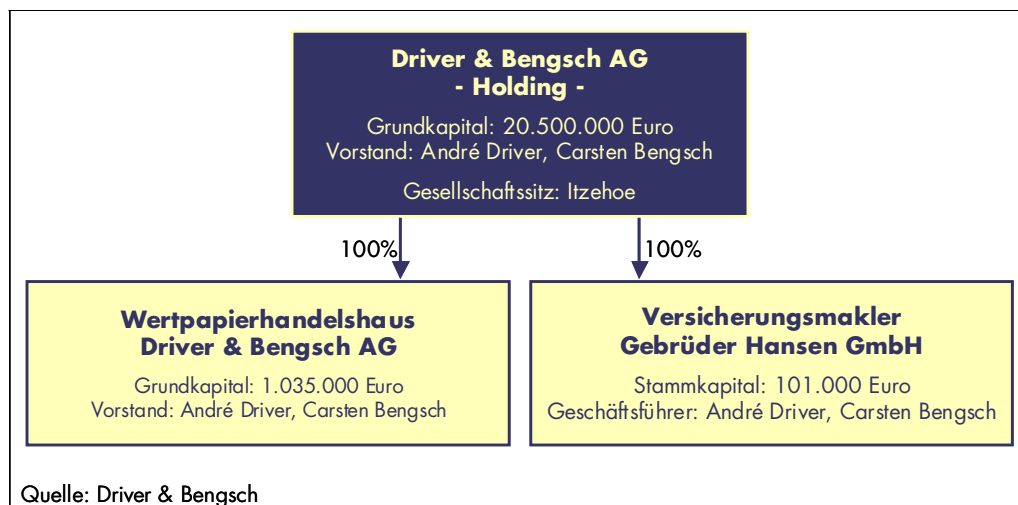
Wertpapierhandelshaus

- Die Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG fasst das Kerngeschäft der Holding zusammen. Dies umfasst die Anlage- und Abschlussvermittlung sowie die Finanzportfolioverwaltung. Dabei konzentriert sich die Tochtergesellschaft auf die Vermittlung von Zinskonten, die Wertpapierberatung, die Vermögensverwaltung und die Platzierung vor allem von Anleihen und Genussscheinen (von mittelständischen Unternehmen). Der Anteil der Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG an den Gesamterträgen der Holding belief sich im vergangenen Geschäftsjahr auf ca. 95%.

Versicherungsmakler

- Die Tochtergesellschaft Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH bietet die Vermittlung von Versicherungen (vor allem in den Bereichen der Lebens-, Berufsunfähigkeits- und Sachversicherungen), Investmentfonds und Finanzierungen an. Der Anteil der Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH an den Gesamterträgen der Holding belief sich im vergangenen Geschäftsjahr auf ca. 5%.

Abbildung 3



## Management

Berufserfahrung seit 15 Jahren

André Driver (35 Jahre) als Vorstandsmitglied und Gründer der Driver und Bengsch AG weist Berufserfahrungen im Bereich der Beratung von Wertpapieren und Versicherungen bereits seit 1991 auf. Im Jahr 1996 gründete Driver zusammen mit Carsten Bengsch die d&b Finanz- und Versicherungsmakler GmbH (spätere Umfirmierung in Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG), die er gemeinsam mit Bengsch als geschäftsführender Gesellschafter leitete.

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

---

**Managementenerfahrung  
seit 1996**


---

Carsten Bengsch (36 Jahre; Versicherungskaufmann) als Vorstandsmitglied und Gründer der Driver und Bengsch AG machte sich nach der erfolgreich abgeschlossenen Ausbildung und Anstellung bei der Allianz AG als Versicherungsmakler selbständig. Im Jahr 1996 gründete Bengsch die d&b Finanz- und Versicherungsmakler GmbH (spätere Umfirmierung in Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG), die er gemeinsam mit Driver als geschäftsführender Gesellschafter leitete.

## Historie

---

**Unternehmensgründung in  
1996**


---

- **Februar 1996:** Gründung der d&b Finanz- und Versicherungsmakler GmbH (Gesellschafter: André Driver; Carsten Bengsch).

- **März 1998:** Anerkennung als Finanzdienstleistungsinstitut durch das damalige Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred).

- **September 1998:** Bestätigung des Umfangs der Erlaubnis (Anlagevermittlung, Abschlussvermittlung und Finanzportfolioverwaltung) durch das damalige BAKred.

- **November 1999:** Sitzverlegung von Hohenlockstedt nach Itzehoe.

---

**Änderung des Unternehmensnamens**


---

- **März 2000:** Änderung der Firma in Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch GmbH.

- **Juni 2000:** Beschlüsse der Gesellschafterversammlung über Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und Barkapitalerhöhung auf insgesamt 160.000 Euro sowie Änderung der Rechtsform in AG.

- **August 2003:** Beschluss der Hauptversammlung der Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG über eine Barkapitalerhöhung auf 730.000 Euro.

---

**Errichtung der Holding-  
Struktur**


---

- **Juli 2005:** Errichtung der Driver & Bengsch AG (Holding) - Erbringung des Grundkapitals durch Sacheinlage aller Anteile an der Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG und durch Bareinlage in Höhe von 1.000.000 Euro; Grundkapital: 20.500.000.

- **November 2005:** Kauf von 100% des Versicherungsmaklers Gebrüder Hansen GmbH, Itzehoe.

- **März 2006:** Beschluss der Hauptversammlung der Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG über eine Barkapitalerhöhung auf 1.035.000 Euro.

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

## Strategie

### Umfassender Anbieter von Finanzdienstleistungen

Die strategische Zielsetzung der Driver & Bengsch AG sieht einerseits den Ausbau des Kerngeschäfts im Rahmen der Anlage- und Abschlussvermittlung sowie der Finanzportfolioverwaltung vor. Andererseits soll durch Akquisitionen wie beispielsweise der Erwerb der Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH neue Geschäftsfelder erschlossen werden. Hierdurch will das Unternehmen seine Marktposition als umfassender Anbieter von Finanzdienstleistungen verstärken.

### Anlagevermögen zwischen 15-300 Tsd. Euro

Der Fokus der Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG liegt auf Privatanlegern mit einem Anlagevermögen zwischen 15 und 300 Tsd. Euro. Damit werden vornehmlich Retail- bzw. (der untere Bereich der) sog. Affluents-Kunden (Anlagevolumen bis 500 Tsd. Euro) angesprochen. Aktuell betreut das Unternehmen etwa 15.000 Kundenkonten. Durch die Finanzportfolioverwaltung wird neben der Verwaltung von Vermögen eigener Kunden auch Fondsvermögen von Kapitalanlagegesellschaften verwaltet.

### Erweiterung der Geschäftstätigkeit

Durch die Ende 2005 übernommene Gesellschaft Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH wurde das bisherige Geschäft um die Vermittlung von Versicherungsleistungen (u.a. Sachversicherungen; Lebens-/Rentenversicherung; Krankenversicherung) erweitert. Dabei konzentriert sich die Versicherungsgesellschaft nahezu ausschließlich auf Privatkunden. Über die Versicherungsleistungen hinaus bietet das Unternehmen zudem die Vermittlung von Investmentfonds und Finanzierungen an. Aktuell umfasst der Kundenstamm etwa 5.000 Privatkunden. Die Anzahl der mit den Kunden geschlossenen Verträge beläuft sich derzeit auf ca. 18.000.

### Abbildung 4

Produkte und Dienstleistungen	
<p><b>Vermittlung von Tagesgeldkonten:</b></p> <p>ZinsPlusKonto, 4% p.a.</p> <p>ZinsKombiKonto, 7,5% p.a. (mit Genussschein gekoppelt)</p>	Beratung per Telefon & Internet
<p><b>Wertpapier-Online-Beratungs-Konto:</b></p> <p>Handel von Aktien, Anleihen, Fonds &amp; Zertifikaten mit Beratung</p>	
<p><b>Vermögensverwaltung (Einstieg ab 15.000 Euro):</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 Euro</b></p>	

Quelle: Driver & Bengsch

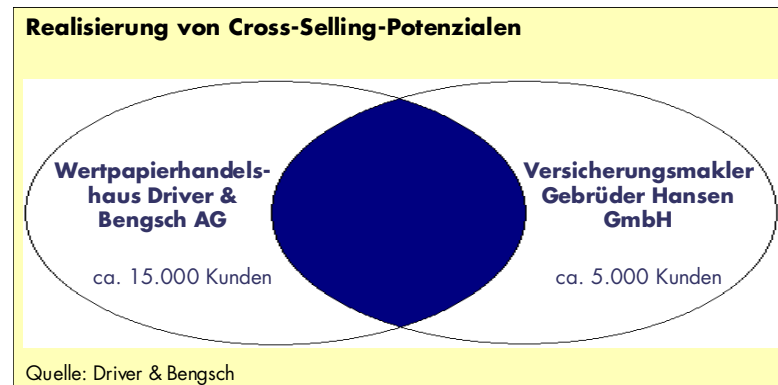


<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

Ausbau zum überregionalen Anbieter

Die Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH soll zukünftig zu einem überregionalen Anbieter von Beratungsdienstleistungen ausgebaut werden. Bislang ist die Versicherungsgesellschaft nur regional verankert (Schleswig-Holstein). Anfang dieses Jahres wurden bereits entsprechende Umstrukturierungen gestartet. Angestrebt wird, Wachstumsmärkte wie die betriebliche Altersversorgung zu erschließen.

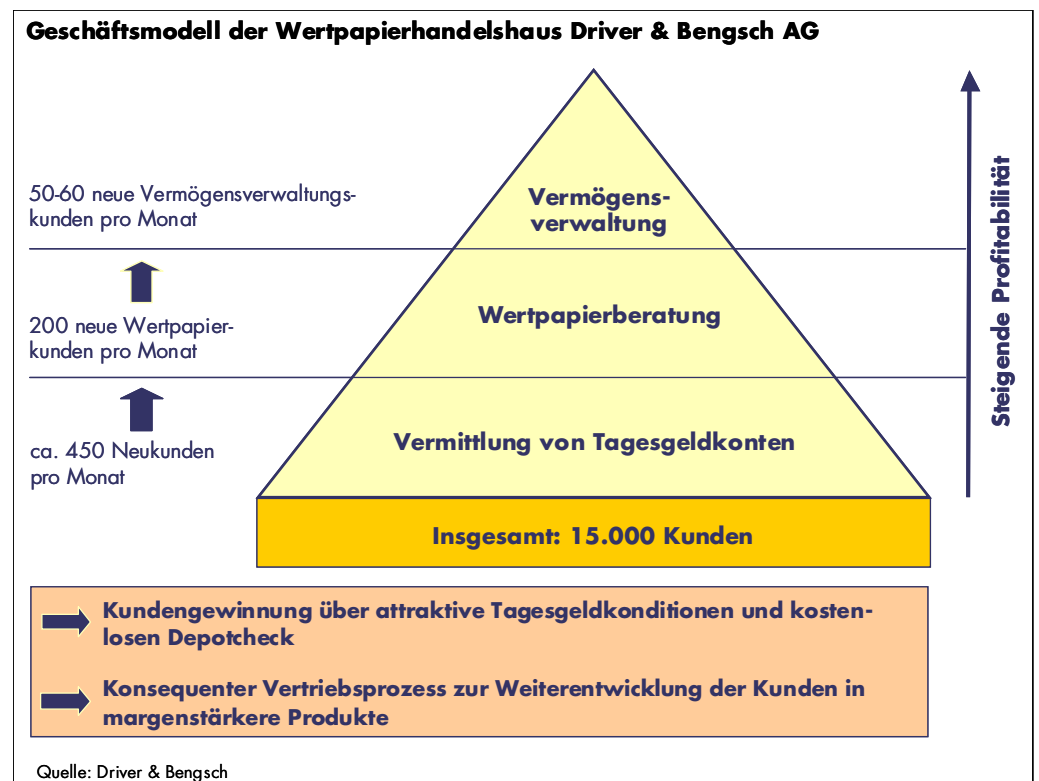
Abbildung 5



Bestehende Cross-Selling-Potenziale

Durch die Erweiterung der Geschäftsaktivitäten ist angedacht, die bestehenden Cross-Selling-Potenziale zwischen den beiden Tochtergesellschaften Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG mit den etwa 15.000 Kunden und Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH mit den etwa 5.000 Kunden zu nutzen.

Abbildung 6



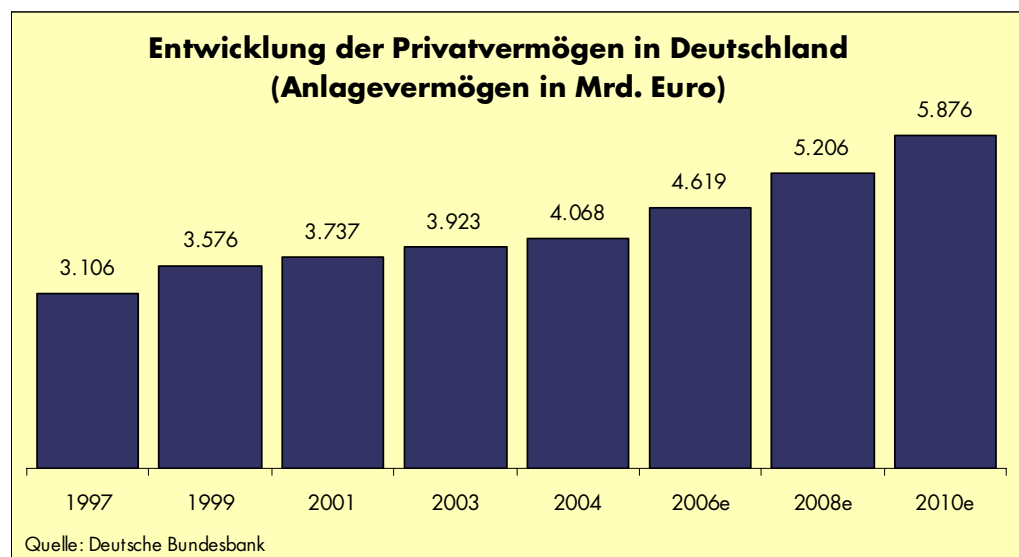
<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

## Markt

CAGR Anlagevermögen  
2004-2010e: 7,4%

Durch die Fokussierung auf Anlagevermögen zwischen 15 und 300 Tsd. Euro spezialisiert sich das Unternehmen vornehmlich auf Retail bzw. sog. Mass Affluents-Kunden. Das Anlagevermögen in Deutschland (siehe hierzu Abbildung 7) ist auf Basis von Daten der Deutschen Bundesbank in den Jahren 1997 bis 2003 um durchschnittlich 4,4% p.a. angewachsen. Zwischen 2004 und 2010e gehen die Prognosen der Deutschen Bundesbank von einer jährlichen Wachstumsrate von durchschnittlich 7,4% aus. Das Anlagevermögen in Deutschland erhöht sich dabei von 4.068 Mrd. Euro in 2004 auf 5.876 Mrd. Euro in 2010e.

Abbildung 7



Verteilung des Anlagevermögens

Auf Basis der statistischen Daten der Deutschen Bundesbank verfügt rund 1% der deutschen Bevölkerung (entspricht einer Anzahl von 750.000 Kunden) über ein Anlagevermögen von insgesamt 2.400 Mrd. Euro (siehe hierzu Abbildung 8). Diese Kundengruppe der sog. High Net Worth Individuals (HNWI) weist ein Anlagevermögen von über 1 Mio. Euro pro Kopf auf. 73,8 Mio. Bundesbürger und damit die Mehrzahl der Bevölkerung wird zu der Gruppe der Retail-Kunden gerechnet. Diese besitzen ein Anlagevermögen von bis zu 50 Tsd. Euro pro Kopf. Insgesamt beträgt das gesamte Anlagevermögen der von Finanzdienstleistern oft vernachlässigten - Retail-Kunden 50 Mrd. Euro.

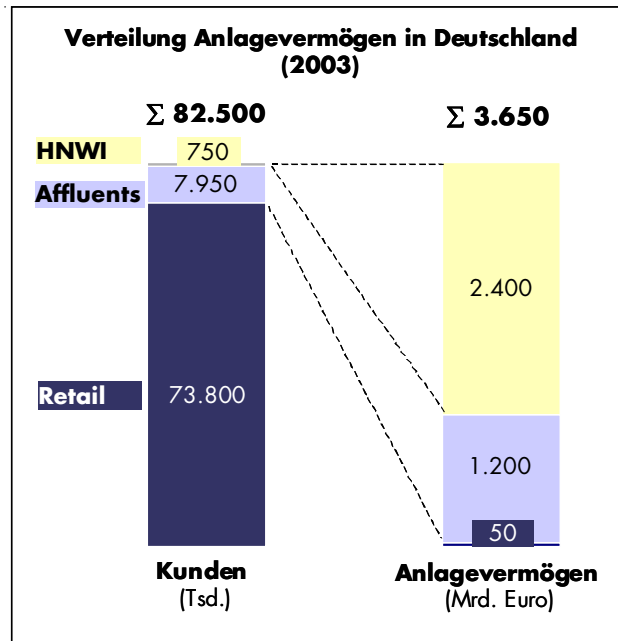
Retail bis Mass Affluents  
als Kundengruppen

Die Kundengruppe der sog. Affluents liegen mit einem Anlagevermögen zwischen 50 Tsd. Euro und 1 Mio. Euro pro Kopf zwischen den beiden Kundengruppen HNWI und Retail. Insgesamt 7,95 Mio. Affluents-Kunden verfügen über ein Gesamtanlagevermögen von 1.200 Mrd. Euro, ein Anteil von 33% an dem gesamten Anlagevermögen in Deutschland. Die für Driver & Bengsch interessante Kundengruppe der Mass Affluents (neben den Retail-Kunden ab einem Anlagevermögen von 15 Tsd. Euro) weisen ein Anlagevermögen zwischen 50 Tsd. Euro und 300 Tsd. Euro pro Kopf auf.

Um sich gegenüber verschiedenen Wettbewerbern zu positionieren, verfolgt Driver & Bengsch eine klare Nischenstrategie. Auf den Geschäftsfeldern der Anlagevermittlung, Vermögensberatung und Finanzportfolioverwaltung steht das Unternehmen mit äußerst

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

Abbildung 8

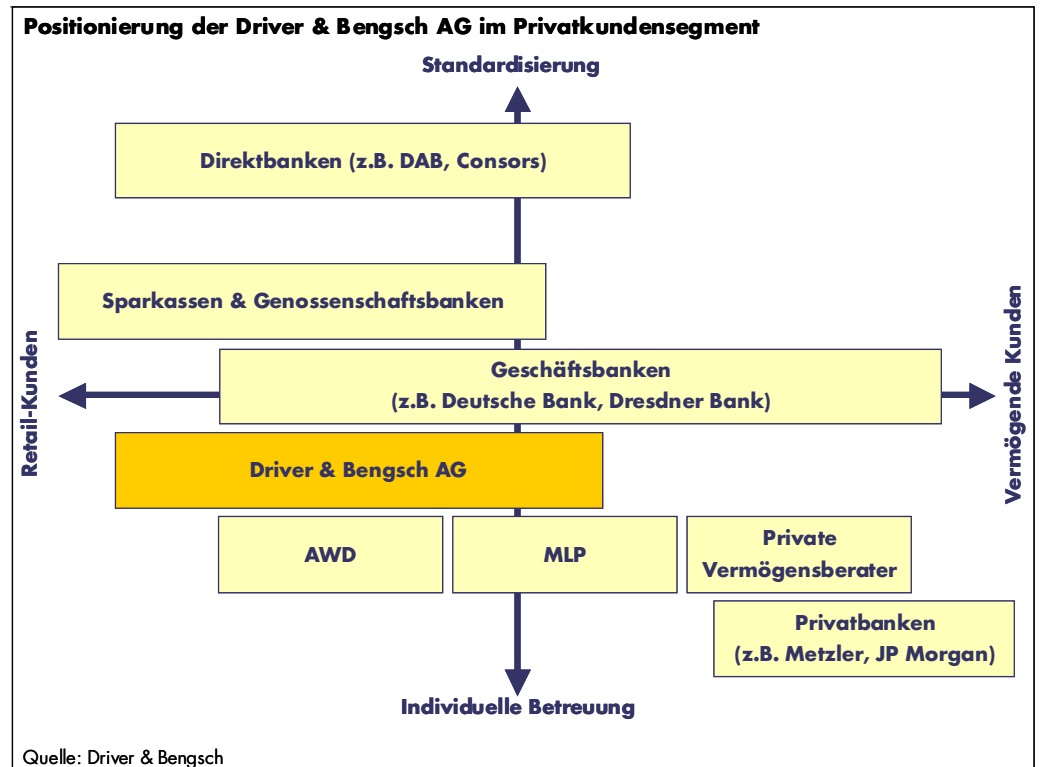


Quelle: Private Banking Studie, Roland Berger 02/2006

Selektive Nischenstrategie

unterschiedlichen Marktteilnehmern im Wettbewerb. Neben Geschäfts- und Privatbanken sowie Sparkassen und Genossenschaftsbanken sind auch Direktbanken (u.a. DAB bank und Cortal Consors) sowie Vermögensberater und -verwalter (u.a. AWD und MLP) Wettbewerber von Driver & Bengsch. Mit einer genau definierten Geschäftsausrichtung (siehe hierzu Abbildung 6 und 9) kann sich Driver & Bengsch mit den angebotenen Produkten und Dienstleistungen u.E. sehr gut von den oben genannten Marktteilnehmern unterschei-

Abbildung 9



<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

---

*Umfassender Finanzdienstleister*

---

den. Durch die Erweiterung der Geschäftsaktivitäten (siehe vollständige Übernahme der Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH in 2005) rundet das Unternehmen sein Profil als umfassender Finanzdienstleister ab und verstärkt seine Marktposition damit deutlich.

## Zahlen Geschäftsjahr 2005

### Deutlicher Anstieg der Provisionserträge

Der Großteil der im Geschäftsjahr 2005 erzielten Umsätze wurde bei der Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG erzielt. Die gesamten Provisionserträge lagen bei 9,049 Mio. Euro, davon wurden 8,696 Mio. Euro - nach 3,919 Mio. Euro in 2004 - bei der Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG erzielt. Insgesamt belief sich der Provisionsüberschuss auf 7,694 Mio. Euro, davon 7,341 (3,299) Mio. Euro im Kerngeschäft. Die Provisionserträge setzten sich im vergangenen Geschäftsjahr dabei zu 76% aus Vermittlungsprovisionen bzw. zu 14% aus Depotverwaltungsvergütungen zusammen. Die restlichen Provisionserträge resultierten aus Bestandsprovisionen (2005: 584 Tsd. Euro) und Versicherungsmaklerprovisionen (2005: 353 Tsd. Euro). Der Zinsüberschuss (2005: 24 Tsd. Euro) ist für das Unternehmen nur von untergeordneter Bedeutung.

Abbildung 10

Entwicklung der Provisionserträge			
Angaben in Tsd. Euro	2003	2004	2005
WPH Driver & Bengsch AG	2.017	3.919	8.696
Versicherungsmakler Gebr. Hansen GmbH	341	326	353
<b>Provisionserträge</b>	<b>2.358</b>	<b>4.246</b>	<b>9.049</b>

Quelle: Driver & Bengsch

### Sehr gute Cost/Income-Ratio in 2005

Auf der Kostenseite stellten in 2006 vor allem die Personal- (2005: 1,695 Mio. Euro) sowie die anderen Verwaltungsaufwendungen (2005: 2,859 Mio. Euro) die größten Positionen dar. Die anderen Verwaltungsaufwendungen bestanden dabei u.a. aus Reise- und Werbungskosten (781 Tsd. Euro) sowie Rechts- und Beratungskosten (405 Tsd. Euro) im Rahmen der Umstrukturierung bei der Tochtergesellschaft Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH sowie der Vorbereitung des Börsengangs. Die (operative) Cost/Income-Ratio lag im vergangenen Geschäftsjahr somit bei sehr guten 59,2% (zum Vergleich DAB bank: 76,8%; comdirect: 73,2%).

Abbildung 11

Driver & Bengsch AG - Ausgewählte GuV-Informationen				
Angaben in Tsd. Euro	Driver & Bengsch AG (Holding)	Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG		
	01.01.2005 - 31.12.2005	01.01.2005 - 31.12.2005	01.01.2004 - 31.12.2004	01.01.2003 - 31.12.2003
Rechnungslegung	HGB	HGB	HGB	HGB
Zinserträge		17	12	10
Zinsaufwendungen		0	-1	-3
Provisionserträge		8.696	3.919	2.017
Provisionsaufwendungen		-1.355	-620	-396
Sonstige betriebliche Erträge	39	60	57	16
Personalaufwand	-24	-1.427	-1.171	-703
Andere Verwaltungsaufwendungen		-2.114	-1.335	-693
Abschreibungen		-59	-31	-16
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-257	0	0	0
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>		<b>3.818</b>	<b>830</b>	<b>232</b>
Ertragssteuern		-1.409	-342	-75
Sonstige Steuern		-1	-1	0
<b>Jahresüberschuss vor Zahlungen aus Gewinnabführungsvertrag</b>		<b>2.408</b>	<b>487</b>	<b>157</b>
Zahlungen aus Gewinnabführungsvertrag	2.394	-2.370	0	0
<b>Jahresüberschuss nach Zahlungen aus Gewinnabführungsvertrag</b>	<b>2.153</b>	<b>38</b>	<b>487</b>	<b>157</b>

Quelle: Driver & Bengsch

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

### Hohe planmäßige Firmenwert-Abschreibungen

Die Abschreibungen betragen im vergangenen Geschäftsjahr 1,061 Mio. Euro. Diese ergeben sich mit 969 Tsd. Euro größtenteils aus (planmäßigen) Firmenwert-Abschreibungen (HGB-Rechnungslegungsvorschriften als Basis). Bei einem derzeit bilanzierten Firmenwert von 38,4 Mio. Euro (resultierend aus Erstkonsolidierung der Tochtergesellschaften) und einem (planmäßigen) Abschreibungszeitraum von 20 Jahren sind zukünftig hieraus weitere Aufwendungen zu erwarten. Wir halten daher einen Wechsel zu den IFRS-Rechnungslegungsvorschriften für sinnvoll. Hier werden Firmenwerte nicht mehr planmäßig abgeschrieben, sondern jährlich einem Impairment Test unterzogen. Auf Grund der überaus profitablen Geschäftsentwicklung (vor allem bei der Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG) wären hieraus keine Wertanpassungen bei der Bilanzposition zu erwarten. Die übrigen Abschreibungen (u.a. auf Sachanlagen) sind von untergeordneter Bedeutung.

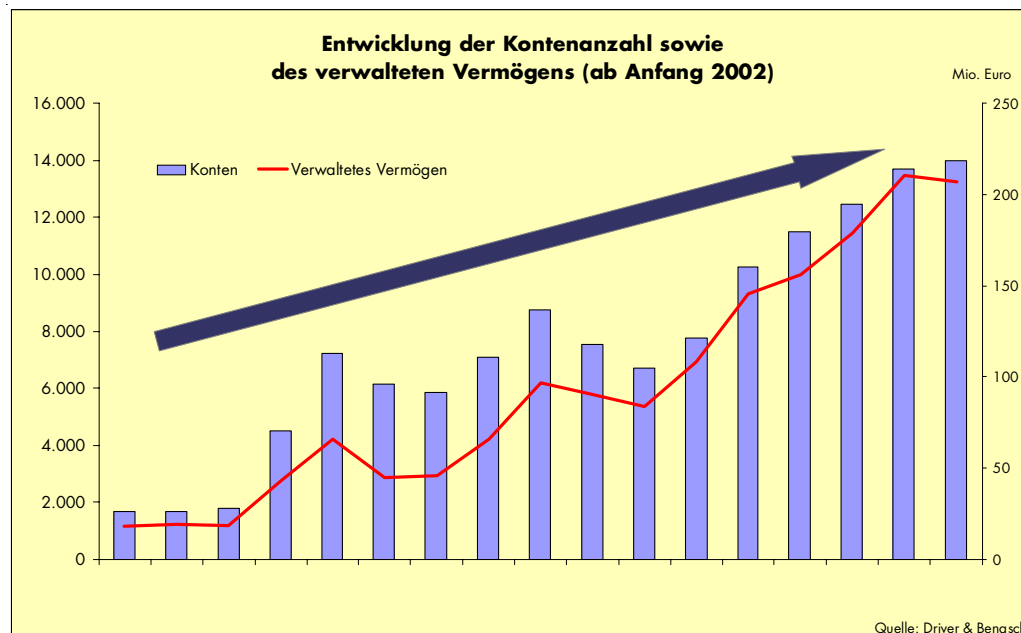
### Jahresüberschuss bei über 2 Mio. Euro in 2005

Der 2005-Jahresüberschuss auf Holding-Ebene lag bei 2,153 Mio. Euro. Die Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG konnte dabei das Nettoergebnis um ein Vielfaches steigern. Der Jahresüberschuss vor Zahlungen aus dem Gewinnabführungsvertrag belief sich im vergangenen Geschäftsjahr auf 2,408 Mio. Euro - nach 487 Tsd. Euro im Geschäftsjahr 2004.

### Deutlicher Anstieg des verwalteten Vermögens

Ausgangsbasis der sehr guten Geschäftsentwicklung in 2005 war der weitere deutliche Anstieg der Anzahl der Konten bzw. des verwalteten Vermögens, was Abbildung 11 zeigt. Dabei fällt zudem auf, dass dem rasanten Wachstum der Kontenzahl ein noch stärkerer Anstieg beim verwalteten Vermögen gegenübersteht. So konnte das verwaltete Vermögen seit Anfang 2002 um den Faktor 12 bei einem Wachstum der Anzahl der Konten um den Faktor 8 gesteigert werden.

Abbildung 12



<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

## Prognosen

### Hohe Prognoseunsicherheit

Die Bewertung eines Finanzdienstleisters bzw. eines Wertpapierhandelshauses im Speziellen ist auf Grund der großen Abhängigkeit der Erträge von der allgemeinen Börsenentwicklung, d.h. sowohl vom Niveau der Indexstände als auch von der Höhe der zugrunde liegenden Handelsvolumina, sehr schwierig. Von Vorteil dürfte sich die in den letzten Jahren zurückgehende Volatilität der Kapitalmärkte erweisen (am Beispiel des DAX: Volatilität 2000: 24%; 2001: 30%; 2002: 41%; 2003: 31%; 2004: 16%; 2005: 12%; auf 250-Tage-Basis), wengleich sich diese nach den z.T. heftigen Kursrückgängen an den internationalen Kapitalmärkten in den letzten Handelswochen wieder (deutlich) erhöht hat. Diese liegt derzeit bei 15% (250-Tage-Basis) bzw. bei 23% (30-Tage-Basis).

Abbildung 13

Gewinn- und Verlustrechnung			
Angaben in Tsd. Euro	2005*	2006e	2007e
Rechnungslegung	HGB	IFRS	IFRS
Zinsüberschuss	17	20	20
Provisionsüberschuss	7.341	9.500	11.500
Sonstige betriebliche Erträge	60	50	50
Personalaufwand	-1.427	-2.100	-2.400
Andere Verwaltungsaufwendungen	-2.114	-2.700	-3.200
Abschreibungen	-59	-70	-70
<b>Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit</b>	<b>3.818</b>	<b>4.700</b>	<b>5.900</b>
Ertragssteuern	-1.409	-1.880	-2.360
Sonstige Steuern	-1	0	0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2.408</b>	<b>2.820</b>	<b>3.540</b>
Aktienanzahl (Stück in Tsd.)	20.500	20.500	20.500
<b>Gewinn je Aktie (Euro)</b>	<b>0,12</b>	<b>0,14</b>	<b>0,17</b>

Quelle: Independent Research; Driver & Bengsch

\* Zahlen auf Basis der WPH Driver & Bengsch AG

### Weiterer Anstieg des Provisionsüberschusses

Im laufenden Geschäftsjahr (Schätzungen auf Basis der IFRS-Rechnungslegungsvorschriften; Wechsel der Rechnungslegungsstandards bis Ende 2006 geplant) erwarten wir eine weitere Steigerung des Provisionsüberschusses (2006e: 9,5 Mio. Euro; 2005: 7,7 Mio. Euro) - dabei dürfte nach unseren Berechnungen der Großteil wieder von der Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG kommen (2006e: 9,1 Mio. Euro; 2005: 7,3 Mio. Euro). Aber auch von der Tochtergesellschaft Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH erwarten wir in 2006e einen Beitrag der Versicherungsmaklerprovision von 400 Tsd. Euro (2005: 353 Tsd. Euro).

### Zukünftig höhere Depotverwaltungsvergütung

Der Großteil des im laufenden Geschäftsjahr erwarteten Provisionsergebnisses wird - wie in den Vorjahren - von den Vermittlungsprovisionen erzielt werden. Die Depotverwaltungsvergütungen, die im Geschäftsjahr 2005 einen Anteil an den Provisionserträgen von 13,6% ausmachten, werden zukünftig weiter an Bedeutung gewinnen. Bei einer erwarteten Anzahl von 19.500 betreuten (Tagesgeld-)Konten sowie einem verwalteten Vermögen von 300 Mio. Euro am Jahresende erwarten wir auf Basis unserer Schätzungen einen Beitrag der Depotverwaltungsgebühren von 1,8 Mio. Euro. Dabei unterstellten wir eine Depotverwaltungsgebühr von 0,6% auf das Gesamtvolumen.

Insgesamt erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr ein Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit von 4,700 Mio. Euro sowie einen Jahresüberschuss von 2,820 Mio. Euro.

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

EpS 2006e von 0,14 Euro

Dies entspricht einem Gewinn je Aktie von 0,14 Euro auf Basis einer unveränderten Aktienanzahl von 20,5 Mio. Stückaktien. Neben der weiterhin erwarteten sehr guten Geschäftsentwicklung im Kerngeschäft wird die Gewinnentwicklung zudem von dem Wegfall der planmäßigen Firmenwert-Abschreibungen profitieren (bei Umstellung auf IFRS-Rechnungslegungsvorschriften).

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

## Bewertung

### Peer-Group-Analyse als Bewertungsmodell

Wir haben die Bewertung des Unternehmens ausschließlich anhand einer Peer-Group-Analyse vorgenommen. Auf Grund der großen Abhängigkeit der Erträge von der allgemeinen Börsenentwicklung, die folglich auch zu hohen Schwankungen in der Ertragslage des Unternehmens führen kann, halten wir ein DCF-Modell als Bewertungsbasis auf Grund der hohen Prognoseunsicherheit der Unternehmensergebnisse für nicht sinnvoll.

### Bandbreite von 62,1 bis 62,8 Mio. Euro

Wir haben als Peer-Group-Unternehmen deutsche Finanzdienstleister ausgewählt. Selbst wenn die Peer-Group-Unternehmen deutlich größer sind, halten wir das Bewertungsniveau der Peer-Group dennoch für einen guten Maßstab für die Bewertung des Unternehmens. Auf Basis der Peer-Group-Analyse werden die Vergleichsunternehmen derzeit mit einem KGV 2006e zwischen 19 und 24 bzw. mit einem KGV 2007e zwischen 15 und 20 bewertet. Wird nun das Bewertungsniveau der Peer-Group-Unternehmen für Driver & Bengsch unterlegt, so bewegt sich der Unternehmenswert in einer Range von 62,1 bis 62,8 Mio. Euro (je nach Bewertungszeitraum). Dies entspricht einem fairen Wert je Aktie in einer Bandbreite von 3,03 Euro bis 3,07 Euro (auf Basis einer Aktienanzahl von 20,5 Mio. Stück).

### Abbildung 14

<b>Peer-Group:</b>						
<b>Unternehmen</b>	<b>Kurs (Euro) 27.06.2006</b>	<b>Market Cap (Mio. Euro)</b>	<b>Kurs/Buchwert 2006e</b>	<b>Kurs/Buchwert 2007e</b>	<b>KGV 2006e</b>	<b>KGV 2007e</b>
<b>AWD Holding AG</b>	24,75	956,3	5,9	4,2	18,6	15,1
<b>comdirect bank AG</b>	7,51	1.057,1	1,6	1,5	22,6	19,5
<b>DAB bank AG</b>	6,71	504,5	2,7	2,3	23,7	18,6
<b>MLP AG</b>	15,85	1.722,0	3,5	2,9	22,0	16,4
<b>Durchschnitt</b>			3,4	2,8	21,7	17,4
<b>Median</b>			3,1	2,6	22,3	17,5

Quelle: Independent Research; IBES-Schätzungen

### Abbildung 15

<b>Bewertungsmethode</b>	<b>Wert des EK in Mio. Euro</b>	<b>Fairer Wert je Aktie in Euro</b>
KGV 2006e	62,84	3,07
KGV 2007e	62,06	3,03
<b>Ergebnis (häufig)</b>	<b>62,45</b>	<b>3,05</b>

Quelle: Independent Research

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

---

*Fairer Wert je Aktie von 3,05 Euro*

---

Unter Berücksichtigung einer jeweils hälftigen Einbeziehung der 2006- und 2007-Schätzungen ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von 62,5 Mio. Euro bzw. ein fairer Wert je Aktie von 3,05 Euro.

---

*Kurs/Buchwert-Verhältnisse weniger geeignet*

---

Eine Bewertung auf Basis der Kurs/Buchwert-Verhältnisse der Peer-Group-Unternehmen halten wir auf Grund der weiten Ausschläge und der teilweise u.E. zu hohen Multiples auf den Buchwert (siehe z.B. AWD mit 5,9 auf Basis der 2006-Schätzung) für nicht geeignet.

---

*Bewertung ausschließlich anhand Ertragslage*

---

Mit dem oben berechneten Wert des Eigenkapitals von 62,5 Mio. Euro liegt das Kurs/Buchwert-Verhältnis von Driver & Bengsch bei 1,5 (Eigenkapital zum 31.12.2005: 41,726 Mio. Euro). Da der Großteil der Bilanzsumme aus der Aktivposition Firmenwerte besteht (Anteil an Bilanzsumme liegt bei 94,6%), sehen wir hierbei einen weiteren Grund, den fairen Wert des Unternehmens allein auf Basis der Ertragslage zu berechnen. Der bilanzierte Firmenwert resultiert aus der Einbringung der Tochtergesellschaften (Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG; Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH) in die Driver & Bengsch-Holding über eine Sachkapitalerhöhung im vergangenen Jahr.

## Fazit

### Börsengang Mitte Juli vor- gesehen

Die Driver & Bengsch AG strebt Mitte Juli 2006 den Gang an die Frankfurter Wertpapierbörse in den Entry Standard des Open Market an. Im Zuge des öffentlichen Angebots wird keine Kapitalerhöhung durchgeführt. Im Rahmen des Börsengangs werden ausschließlich insgesamt bis zu 200.000 Aktien der beiden Gründer, Vorstände und Großaktionäre der Gesellschaft, André Driver und Carsten Bengsch, umplatziert (jeweils 100.000 Aktien von beiden Anteilseignern). André Driver und Carsten Bengsch bleiben auch nach der Notierungsaufnahme mit einem Beteiligungsanteil von 39,11% (bislang: 39,60%) weiterhin die Großaktionäre der Gesellschaft. Eine Lock Up-Vereinbarung für die Großaktionäre Driver und Bengsch besteht nicht. Die Notierungsaufnahme der Gesellschaft dient primär der Vorbereitung für mögliche zukünftige Kapitalmaßnahmen (ggf. auch zur Akquisition von Unternehmen).

### Nischenstrategie im Kern- geschäft

Durch die vollständige Übernahme der Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH hat sich das Unternehmen zu einem umfassenden Finanzdienstleistungsinstitut entwickelt. Durch eine verstärkte Fokussierung auf Wachstumsmärkte wie die betriebliche Altersversorgung erwarten wir hiervon zusätzliches Ertragspotenzial. Der zukünftige Ertragsbringer wird allerdings weiterhin das Kerngeschäft mit der Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG sein. Durch die Fokussierung auf Privatkunden mit einem Anlagevermögen zwischen 15 und 300 Tsd. Euro hat sich das Unternehmen mit einer selektiven Nischenstrategie auf die häufig von Wettbewerbern vernachlässigten Kundengruppen (Retail; Mass Affluents) spezialisiert.

### Jahresüberschuss 2006e: 2,8 Mio. Euro

Nach einem 2005-Jahresüberschuss von 2,153 Mio. Euro auf Holding-Ebene bzw. 2,408 Mio. Euro bei der Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG erwarten wir im laufenden Geschäftsjahr eine weitere Verbesserung der Gewinndynamik. Der Provisionsüberschuss dürfte nach unseren Berechnungen - getragen von einer unverändert hohen Vermittlungsprovision sowie von zukünftig steigenden Depotverwaltungsvergütungen (2006e: 1,8 Mio. Euro; 2005: 1,2 Mio. Euro) - auf 9,5 Mio. Euro in 2006e ansteigen (2005: 7,7 Mio. Euro). Insgesamt liegt unsere 2006-Prognose bei 2,8 Mio. Euro (Jahresüberschuss der Holding) bzw. 0,14 Euro je Aktie.

### Fairer Wert je Aktie von 3,05 Euro

Wir haben die Bewertung des Unternehmens anhand einer Peer-Group-Analyse vorgenommen. Unter Berücksichtigung einer jeweils hälftigen Einbeziehung der 2006- und 2007-Schätzungen ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von 62,5 Mio. Euro bzw. ein fairer Wert je Aktie von 3,05 Euro.

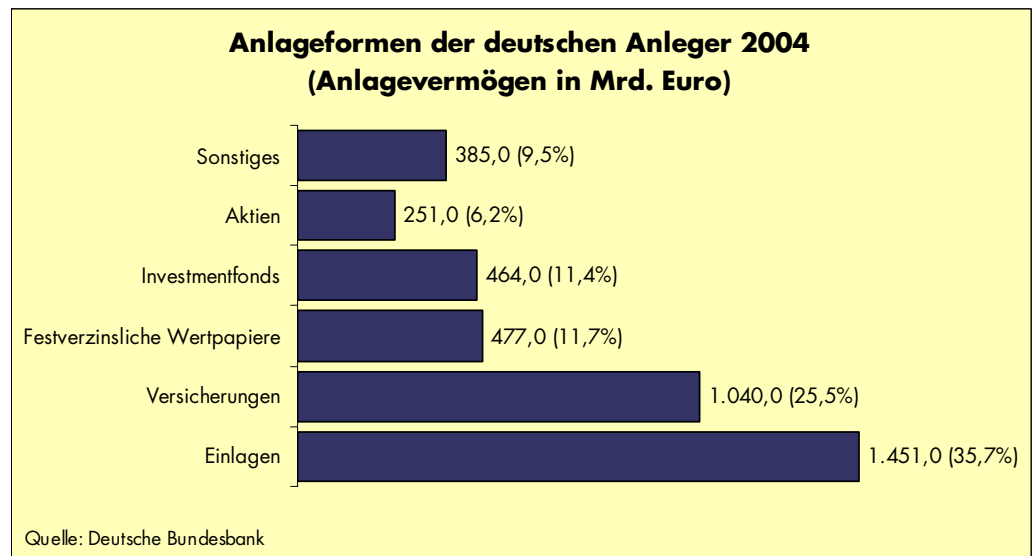
<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

### Anhang Nr. 1

Angebotene bzw. vermittelte Produkte				
Produkt	2002	2003	2004	2005
Zins-Plus-Konto	[Blue hatched bar]			
Zins-Kombi-Konto	[Dark blue bar]			
Tagesgeldkonto	[Dark blue bar]			
Depottest	[White bar]			
Vermögensverwaltung	[Dark blue bar]			
WOB	[Dark blue bar]			
Platzierung von Wertpapieren	[Dark blue bar]			
Angebotene Produkte	[Dark blue bar]			
Nicht angebotene Produkte	[White bar]			
Phasenweise angebotene Produkte	[Blue hatched bar]			

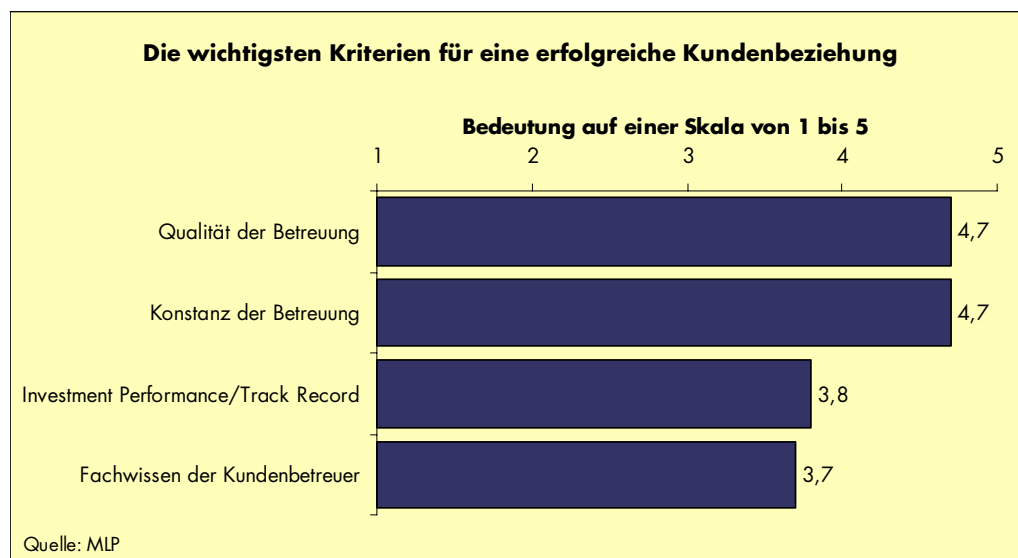
Quelle: Driver & Bengsch

### Anhang Nr. 2



<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

## Anhang Nr. 3



## Anhang Nr. 4

<b>Driver &amp; Bengsch AG - Ausgewählte Bilanzinformationen</b>				
<b>in Tsd. Euro</b>	<b>Driver &amp; Bengsch AG (Konzern)</b>	<b>Wertpapierhandelshaus Driver &amp; Bengsch AG</b>		
	01.01.2005 - 31.12.2005	01.01.2005 - 31.12.2005	01.01.2004 - 31.12.2004	01.01.2003 - 31.12.2003
Bilanzierungsmethode	HGB	HGB	HGB	HGB
<b>Aktiva</b>				
Barreserve und Forderungen an Kreditinstitute	3.445	3.300	995	688
Forderungen an Kunden	1.930	1.894	802	679
Immaterielle Anlagewerte und Sachanlagen	38.573	150	87	45
davon Firmenwert	38.419	0	0	0
Sonstige Vermögensgegenstände und RAG	152	114	82	83
<b>Summe Aktiva</b>	<b>44.100</b>	<b>5.458</b>	<b>1.966</b>	<b>1.495</b>
<b>Passiva</b>				
Kurzfristige Verbindlichkeiten und Rückstellungen	2.374	4.655	738	606
Langfristige Verbindlichkeiten und Rückstellungen	0	0	0	0
Eigenkapital	41.726	803	1.228	889
<b>Summe Passiva</b>	<b>44.100</b>	<b>5.458</b>	<b>1.966</b>	<b>1.495</b>

Quelle: Driver & Bengsch

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

## Anhang Nr. 5

## Spitzeninstitute für Tagesgeldzinssätze in Deutschland

Institut	Zinssatz p.a.	Mindestanlagesumme	Sonderkonditionen
<b>1. WPH Driver &amp; Bengsch</b>	4,00%	ab 1 Euro	ab 25.001 Euro 1,00% p.a.
<b>2. 1822direkt-CashExtra</b>	3,00%	ab 1 Euro	ab 500.000 Euro 2,00% p.a.
<b>3. Dresdner Bank</b>	3,00%	ab 1 Euro	ab 20.001 Euro 0,85% p.a. ab 25.000 Euro 1,10% p.a.
<b>4. DKB-VISA-Card</b>	2,80%	ab 1 Euro	
<b>5. Citibank Privatkunden</b>	2,75%	2.500 Euro	
<b>6. Bankhaus August Lenz &amp; Co.</b>	2,75%	ab 1 Euro	ab 100.000 Euro 1,92% p.a.
<b>7. Ziraat Bank International</b>	2,70%	keine	ab 100.001 Euro 2,25% p.a.
<b>8. Sparda-Bank Münster</b>	2,70%	ab 1 Euro	
<b>9. CC-Bank</b>	2,60%	ab 1 Euro	
<b>10. Cortal Consors</b>	2,60%	2.500 Euro	
<b>11. DaimlerChrysler Bank</b>	2,50%	keine	
<b>12. ING-DiBa</b>	2,50%	ab 1 Euro	

Stand: 20.06.2006

Quelle: Handelsblatt

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

## Disclaimer

### Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -

Kaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 15% aufweisen.
Akkumulieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Gewinn zwischen 0% und 15% aufweisen.
Reduzieren:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust zwischen 0% und 15% aufweisen.
Verkaufen:	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6 Monaten einen absoluten Verlust von mindestens 15% aufweisen.

**Hinweis zum Anlageurteil: Seit 01.01.2006 verwendet Independent Research neue Prozentgrenzen (15% statt 20%) bei dem für das entsprechende Anlageurteil veranschlagten Kurspotenzial.**

### Haftungserklärung

Dieses Dokument ist von der Independent Research GmbH unabhängig von den genannten Emittenten erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen sind allein diejenigen der Independent Research GmbH. Die Informationen und Meinungen sind datumsbezogen und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokumentes erstellt auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, diese aber nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung hierdurch impliziert. Der Empfänger dieses Dokumentes sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Die Independent Research GmbH übernimmt keine Verantwortung oder Haftung für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokumentes oder der darin enthaltenen Angaben oder der sich anderweitig im Zusammenhang damit ergibt. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß genehmigten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieses Dokumentes.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Wertpapiers dar, noch bildet dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art.

Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf Eigenrechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt. Dieses Dokument unterliegt dem Urheberrecht der Independent Research GmbH; es darf weder als Ganzes noch teilweise reproduziert werden oder an eine andere Person weiterverteilt werden. Zitierungen aus diesem Dokument sind mit einer Quellenangabe zu versehen. Jede darüber hinaus gehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Independent Research GmbH.

Dieses Dokument ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11(3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder dieses Dokument noch eine Kopie hiervon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, nach Kanada oder nach Japan oder in ihre jeweiligen Territorien oder Besitzungen geschickt, gebracht oder verteilt werden noch darf es an eine US-Person im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act 1933 oder an Personen mit Wohnsitz in Kanada oder Japan verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokumentes in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen.

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein.

Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

### Wesentliche Informationsquellen

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsen-Zeitung, Handelsblatt, FAZ, FTD, Wallstreet Journal, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

## Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

### Aktienanalysen:

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

### Technische Analysen:

Zur technischen Analyse werden historische Kurs- und Umsatzentwicklungen mit Hilfe mathematisch-statistischer Verfahren (Charttechnik, Indikatorteknik, Elliott-Wellen-Theorie, Sentiment-Betrachtungen sowie Relative Stärke-Ansätze) analysiert und Prognosen über künftige Entwicklungen erstellt.

### Sensitivität der Bewertungsparameter:

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertevorstellungen ergeben. Veränderungen beim Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen, können sich ebenfalls auf Bewertungen auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

### Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

#### Aktienanalysen:

**Die Independent Research GmbH führt eine Liste der Emittenten, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Coverliste Aktienanalysen") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten ist die Zugehörigkeit zu einem Index (DAX® und EuroStoxx 50SM). Zusätzlich werden ausgewählte Emittenten aus dem Mid- und Small-Cap-Segment sowie des US-Marktes berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der Independent Research GmbH, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Coverliste vorzunehmen. Für die auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten wird fortlaufend über aktuelle unternehmensspezifische Ereignisse berichtet. Ferner werden täglich zu einzelnen auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführten Emittenten unternehmensspezifische Ereignisse wie z.B. Ad-hoc-Meldungen oder wichtige Nachrichten bewertet. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH. Darüber hinaus werden für auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten Fundamentalanalysen erstellt. Für welche Emittenten solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der Independent Research GmbH.**

**Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Coverliste Aktienanalysen aufgeführte Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.**

#### Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten:

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG (<http://www.bafin.de>).

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**

**Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 17.07.2006**

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- 1) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- 2) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- 3) halten an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- 4) hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. Ausnahme hiervon ist das Unternehmen Driver & Bengsch AG; zwischen diesem Unternehmen und Independent Research bestehen vertragliche Beziehungen für die Erstellung von Research-Berichten.

**DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.**

**Stand: 17.07.2006**

**Independent Research GmbH  
Senckenberganlage 10-12  
60325 Frankfurt**

**Zuständige Aufsichtsbehörde:**  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn  
und  
Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

<sup>1)2)3)4)</sup> **Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und den Disclaimer am Ende dieses Produkts.**



Independent Research

Senckenberganlage 10-12  
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0  
Telefax: +49 (69) 971490-90  
E-Mail: [info@irffm.de](mailto:info@irffm.de)