

---

# GERMAN BUSINESS CONCEPTS

---



INVESTMENT RESEARCH

**Research Studie (Update Studie)**

**Driver & Bengsch AG**



**10. August 2006**

**KAUFEN**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17

---



# Driver & Bengsch AG

## KAUFEN

Kursziel: 3,98 €

Kurs: 3,55 €

10. Aug 2006  
10:00 Uhr, Xetra

**Letztes Rating**  
Kaufen  
(Kursziel alt: 3,03 €)

**Marktsegment:**  
Freiverkehr (Entry Standard)

**Rechnungslegung:**  
HGB

**Analysten:**

**Manuel Hölzle**  
  
Hoelzle  
@gbconcepts.de

**Markus Lindermayr**  
  
lindermayr  
@gbconcepts.de

**IR-Kontakt:**

Driver & Bengsch AG  
Fraunhoferstraße 3  
25524 Itzehoe

Tel.: +49(0)-4821-135544  
Fax: +49(0)-4821-135541

vorstand@driverbensch.de  
www.driverbensch.de

**Unternehmensprofil:**

**Branchen:** Finanzdienstleistung  
**Fokus:** Kapitalanlagen

**Mitarbeiter** 44 (30.06.2006)

**Firmensitz:** Itzehoe

**Gründung:** 07/2005

**Vorstand:**

André Driver, Carsten Bengsch

WKN: ADCB88

DE000ADCB888

Börsenkürzel: D8B.FSE

Anzahl Aktien: 20,5 Mio.

Marktkap.: 72,78 Mio. Euro

Streubesitz: 15,62 %

52 W Hoch: Euro 4,25 €

52 W Tief: Euro 2,50 €

Durchs. Tagesvolumen: 32.571 €

\* Quelle DeutscheBörse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate)

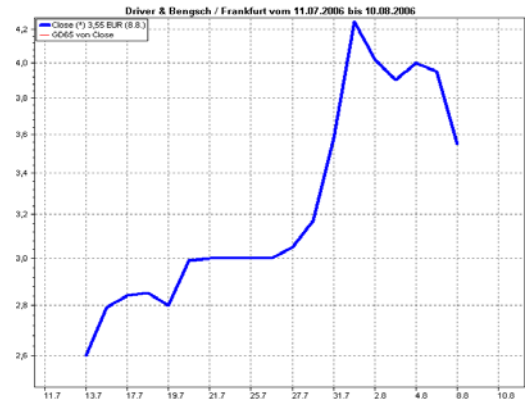


Chart-; Quelle MarketMaker

In TSD. Euro	2005	2006e	2007e	2008e
Provisionserträge	8695,91	11500,00	14000,00	17000,00
EBITDA	3687,21	5161,34	6480,37	8116,98
EBIT	3628,48	5091,34	6410,37	8046,98
Jahresüberschuss	2148,46	2969,00	3969,00	5019,00
In Euro				
Gewinn je Aktie	0,11 €	0,15 €	0,19 €	0,24 €
Dividende je Aktie	0,09 €	0,14 €	0,19 €	0,24 €
Ausschüttungsquote	85,9 %	95,24 %	97,9 %	98,0 %
Kosten zu Provisionserträgen	57,0 %	53,7 %	54,1 %	52,8 %
Ergebnis vom Provisionsertrag	84,4 %	83,5 %	83,6 %	83,5 %
Dividendenrendite (bei 3,55 €)	2,9 %	3,9 %	5,35 %	6,8 %
Kennzahlen				
KGV (bei 3,55 €)	32,3	23,67	18,68	14,8
KBV (31.12. 2005 bei 3,55 €)		1,73		

**Highlights:**

- Sehr erfolgreicher Börsenstart an der Frankfurter Börse im Entry Standard
- Schätzungen für das Geschäftsjahr 2005 übertroffen
- Starkes 1. Halbjahr 2006
- Anhebungen der Schätzungen für das laufende Jahr und die Folgejahre und Anhebung des Kursziels auf 3,98 Euro

**Die nächsten Termine der Gesellschaft**

Ereignis	Datum
GBC- Analystenkonferenz „IFF_2006 Investment Forum Frankfurt,,	14.09.2006
Veröffentlichung Neunmonatsbericht 2006	13.11.2006



## Inhaltsangabe:

### Unternehmen

Geschäftstätigkeit.....	6
Unternehmenshistorie .....	7
Aktionärsstruktur.....	7
SWOT-Profil.....	8

### Unternehmensentwicklung und Prognose

Zahlen im Überblick .....	9
Geschäftsentwicklung Jahr 2005.....	10, 11
Geschäftsentwicklung 1. Halbjahr 2006.....	12
Ausblick und Prognose .....	13

### Bewertung und Fazit

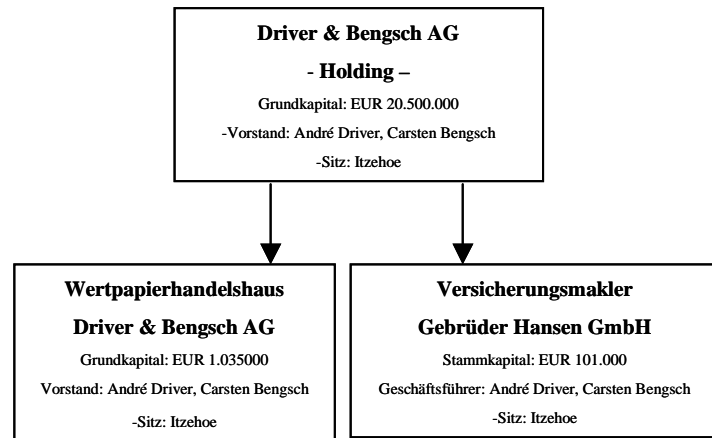
DCF Bewertung .....	14
Bestimmung des WACC .....	14
DCF Modell .....	15
Multiplikatorenvergleich .....	16
Fazit .....	16

### Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	17
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG.....	18

## Geschäftstätigkeit

Die Driver & Bengsch AG (D&B AG) ist rechtlich eine Holdinggesellschaft. Das operative Geschäft läuft über die beiden Tochtergesellschaften, die Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG und die Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH.



Die bedeutendste Tochter der Gruppe ist dabei die **Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG (WPH D&B)**. Der Beitrag der WPH D&B zur Gruppe belief sich auf ca. 95,4%.

Die Kerngeschäftsfelder der operativen Tochter Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG (WPH D&B) sind die Vermittlung von Zinskonten, Wertpapierberatung und Vermögensverwaltung. 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 30.06.2006 betreute die Gesellschaft ein Vermögen in Höhe von ca. 282 Mio.

Im November 2005 wurde der **Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH** erworben. Diese Gesellschaft ist die zweite operative Tochter der Holding und soll zum zweiten Standbein ausgebaut werden. Der Umsatzbeitrag zur Gruppe belief sich im Jahr 2005 auf 4,6 Prozent.

Der Hauptgeschäftsbereich von Gebrüder Hansen ist die Vermittlung von Versicherungen und Finanzierungen. Dabei konzentriert sich die Gesellschaft insbesondere auf die Vermittlung von Versicherungen in den Bereichen der Lebens-, Berufsunfähigkeits-, und Sachversicherungen sowie Investmentfonds.

Durch den Erwerb von Gebrüder Hansen ist das Geschäftsfeld der Driver & Bengsch-Gruppe somit um die Vermittlung von Versicherungsleistungen erweitert worden. Der Vorstand der Driver & Bengsch AG sieht in diesem Erwerb eine Ergänzung zu der bisherigen Geschäftstätigkeit der Driver & Bengsch-Gruppe und plant, im Rahmen der rechtlichen Zulässigkeit, das Cross-Selling-Potenzial zwischen dem Kundenstamm der Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH mit ca. 5.000 Privatkunden einerseits und den bestehenden Kundenverbindungen der Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG mit ca. 14.000 Kundenkonten andererseits zu erschließen.

## Unternehmenshistorie

### *Historische Entwicklung der D&B Gruppe 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 auf 730.000 Euro erhöht).
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
7/2006	Seit dem 13.07.2006 notieren die Aktien der Driver & Bengsch AG im Freiverkehr (Entry Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse. Der erste Kurs lag mit 2,50 € über dem Ausgabepreis der Aktien von EUR 2,00 €

Quelle: German Business Concepts, Driver & Bengsch AG

### Aktionärsstruktur nach erfolgtem Börsengang

Durch das Listing an der Wertpapierbörse wurde die Struktur der Anteilseigner zunächst nur geringfügig verändert. Im Rahmen des öffentlichen Angebots erfolgte die Platzierung von 200.000 Stück von Seiten der Altaktionäre. Die Altaktionäre, zugleich Vorstände der Gesellschaft, halten 75,26% der Gesellschaft, der Streubesitz beläuft sich aktuell auf 15,62%

Anteilseigner	in %
André Driver	37,63
Carsten Bengsch	37,63
Business Capital & Consulting GmbH	9,12
Streubesitz	15,62

Quelle: Driver & Bengsch

## **SWOT - ANALYSE**

### **Stärken/Chancen**

- Steigender Bedarf an Dienstleistungen rund um die Vermögensverwaltung und -beratung
- Vermögensverwalter bisher kaum Angebote für kleinere Vermögen (ab 15.000 €), 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 und Imageeffekt 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, kosteneffizientes und marktbezogenes Marketinginstrument
- Aus den obigen beiden Punkten resultiert im Vergleich zu anderen Finanzintermediären ein niedriger Vertriebsaufwand für einen neuen Depotkunden
- Günstiges Verhältnis zwischen Provisionseinnahmen und Kosten

### **Schwächen/Risiken**

- 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, sowie Interessenkonflikte der Organe laut Emissionsprospekt
- Abhängigkeit von Banken (hier DAB) als Kooperationspartner. Ohne eigene Banklizenz ist eine Zusammenarbeit mit Banken unentbehrlich
- Zinsstarke Tagesgeldkonten als hauptsächliches Marketinginstrument

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

in TEUR	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	2006E	2007E	2008E	2009E
Anzahl Konten	7.242	8.750	10.273	13.980	19.000	24.000	28.000	32.000
<b>Gesamtvolumen je Konto</b>	<b>9,12</b>	<b>11,05</b>	<b>14,18</b>	<b>14,85</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15,0</b>
Gesamtvolumen	66.034	96.720	145.683	207.640	285.000	360.000	420.000	480.000
<b>GuV WPH D&amp;B</b>								
Zinsergebnis	4	7,16	11,44	17,64069	20	20	20	20
<b>Provisionserträge</b>	<b>1.071,00</b>	<b>2.017,36</b>	<b>3.919,47</b>	<b>8.695,91</b>	<b>11.500,00</b>	<b>14.000,00</b>	<b>17.000,00</b>	<b>20.400,00</b>
Provisionsaufwendungen	-265,00	-396,25	-620,18	-1.355,24	-1.900,00	-2.300,00	-2.800,00	-3.366,00
<b>Provisionsergebnis</b>	<b>806,00</b>	<b>1.621,11</b>	<b>3.299,30</b>	<b>7.340,67</b>	<b>9.600,00</b>	<b>11.700,00</b>	<b>14.200,00</b>	<b>17.034,00</b>
Sonstige betriebliche Erträge	14	15,82	56,48	59,70	70,00	70,00	70,00	70,00
Personalaufwendungen	-366,00	-703,09	-1.170,74	-1.427,29	-1.800,00	-2.200,00	-2.600,00	-2.900,00
Verwaltungsaufwendungen	-335,00	-693,03	-1.335,00	-2.113,63	-2.400,00	-3.000,00	-3.500,00	-3850
Abschreibungen auf AV	-15	-16,32	-31,08	-58,73	-70,00	-70,00	-70,00	-70,00
<b>Ergebnis der Geschäftstätigkeit</b>	<b>108,00</b>	<b>231,65</b>	<b>830,40</b>	<b>3.818,36</b>	<b>5.420,00</b>	<b>6.520,00</b>	<b>8.120,00</b>	<b>10.304,00</b>
Steuern auf Einkommen und Ertrag	-30,00	-74,72	-342,32	-1.409,26	-2.000,00	-2.400,00	-3.000,00	-3.812,48
Sonstige Steuern	0	-0,25	-0,87	-0,65	-1,00	-1,00	-1,00	-1,0
Steuerquote	27,8%	32,4%	41,3%	36,9%	36,9%	36,8%	37,0%	37,0%
<b>Jahresüberschuss WPH D&amp;B*</b>	<b>78,00</b>	<b>156,68</b>	<b>487,21</b>	<b>2.408,46</b>	<b>3.419,00</b>	<b>4.119,00</b>	<b>5.119,00</b>	<b>6.490,52</b>
<b>Jahresüberschuss Gebr. Hansen*</b>				<b>24,301</b>	<b>50,0</b>	<b>150,0</b>	<b>200,0</b>	<b>250,00</b>
<b>Kosten D&amp;B AG (Holding)</b>				<b>-240,91</b>	<b>-500,00</b>	<b>-300,00</b>	<b>-300,00</b>	<b>-300,00</b>
<b>Jahresüberschuss D&amp;B (Holding)</b>				<b>2152,92</b>	<b>2969,00</b>	<b>3969,00</b>	<b>5019,00</b>	<b>6440,52</b>
Dividende gesamt				1.845,00	2.870,00	3.895,00	4.920,00	6311,71
Ausschüttungsquote				86%	97%	98%	98%	98%
<b>Dividende je Aktie</b>				<b>0,09</b>	<b>0,14</b>	<b>0,19</b>	<b>0,24</b>	<b>0,31</b>
Anzahl Aktien in TSD				20.500	20.500	20.500	20.500	20.500
EBITA (Konzern)**	108,00	231,65	830,40	3.628,48	5091,34	6410,37	8046,98	10.267,51
EBITDA**	123,00	247,97	861,48	3.687,21	5161,34	6480,37	8116,98	10.377,51
Steuern auf EBITA**	-30,00	-74,97	-343,19	-1339,79	-1879,66	-2360,63	-2974,02	-3799,97

\*Anmerkung: Gemäß Gewinnabführungsvertrag erfolgte im Jahr 2005 eine Ausschüttung von 23,7 Teuro sowie 256,6 Teuro seitens Gebrüder Hansen bzw. WPH D&B an die Driver & Bengsch AG. Diese wurden zur Berechnung des Jahresüberschuss der Driver & Bengsch AG (Holding) herangezogen. In obiger Tabelle angegeben sind die Gewinne der Tochtergesellschaften vor Gewinnabführung für 2005. Für die Folgejahre wurden die vollen Gewinne als abzuführen unterstellt.

\*\*Anmerkung: Gemäß eigener Berechnung ohne Berücksichtigung von Anlaufverlusten und unter Annahme eines vollen Geschäftsjahres. Aus diesem Grunde ergeben sich Abweichungen gegenüber der Konzernrechnung der Gesellschaft und den hier von uns vorgenommenen Berechnungen.

Sehr erfolgreiches  
Geschäftsjahr 2005

Unternehmenszahlen  
übertreffen  
Schätzungen

Starkes Wachstum  
der Provisionserträge...

...bei steigendem  
Anlagevolumen

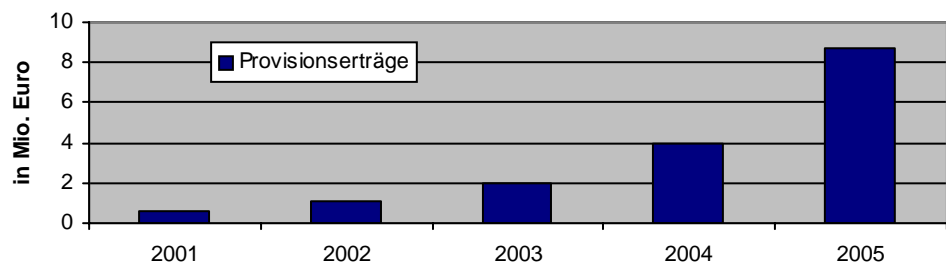
## Geschäftsentwicklung der Driver & Bengsch AG Jahr 2005

Das Geschäftsjahr 2005 der Driver & Bengsch AG war sehr erfolgreich. Insgesamt lag der Jahresüberschuss der Holding bei 2,15 Mio. Euro. Dabei erzielte die Gesellschaft ca. 2,4 Mio. Euro aus den Gewinnabführungsverträgen der Tochtergesellschaften WPH D&B sowie Gebrüder Hansen. Der hauptsächliche Anteil resultierte dabei natürlich von der WPH D&B, die erneut deutliche Steigerungen aufweisen konnte.

## Geschäftsentwicklung der Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG Jahr 2005

Die Geschäftsentwicklung der wichtigsten Tochter WPH D&B ist im Kalenderjahr 2005 erneut sehr dynamisch verlaufen. Dabei konnten unsere Schätzungen aus unserer IPO-Studie vom Januar 2006 teilweise deutlich übertroffen werden.

Entwicklung der Provisionserträge



**Quelle: Geschäftsbericht 2005 Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG, GBC**

So konnten die Provisionserträge um 121,87 % auf 8,696 Mio. € gesteigert werden. Wir hatten zunächst 8,0 Mio. € erwartet. Die prozentuale Zunahme lag somit auch über die der drei Vorjahre.

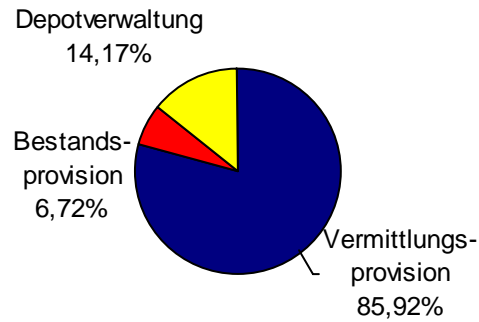
Zum 31. Dezember 2005 verwaltete die Gesellschaft insgesamt 13.980 Konten und Depots mit einer Einlage und einem Wertpapierbestand von insgesamt rund 207 Mio. €. Hiervon befanden sich in der Vermögensverwaltung zu diesem Zeitpunkt 1034 Kunden gegenüber 671 Kunden im Vorjahr mit einer Einlage und einem Wertpapierbestand von rd. 60 Mio. Euro (im Vorjahr 31 Mio. Euro).

Der Anstieg der Provisionserlöse ging weiterhin einher mit dem Ausbau der Beratungsdienstleistungen und der Erhöhung der Anzahl der Wertpapierberater auf 13 Personen (zzgl. 2 Portfolio Manager). So hat die Gesellschaft es erreichen können, dass ein bedeutender Teil der in Tagesgeld investierten Kundengelder in Investments angelegt wurden, die von der Gesellschaft vermittelt wurden.

Vermittlungsprovision als Hauptquelle der Provisions-einnahmen

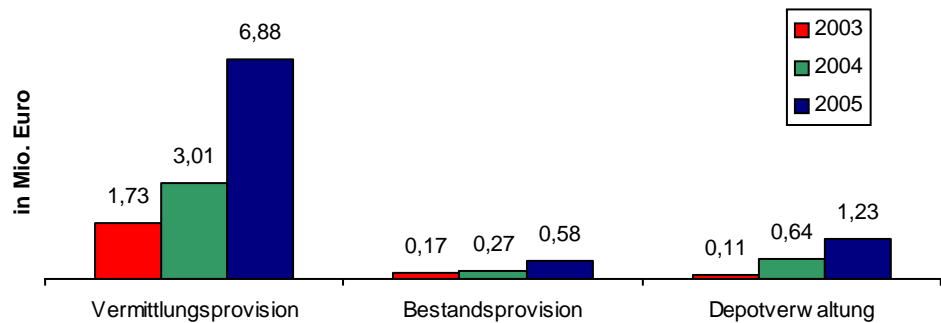
Die Vermittlungsprovision für die Vermittlung von Anleihen, Genussscheinen und sonstigen Transaktionen bei der DAB Bank stiegen im Geschäftsjahr 2005 erneut überproportional. Mit 85,92 % stammte das Gros der Provisionseinnahmen erneut aus diesen Partizipationen. Die Depotverwaltung trug 14,17 % und die Bestandsprovision 6,72 % zu den Einnahmen bei. Absolut gesehen konnten aber alle Provisionsarten deutlich zulegen.

**Aufgliederung Provisionserträge 2005**



Nachfolgende Grafik verdeutlicht Entwicklung der verschiedenen Provisionsarten.

**Entwicklung Provisionsarten 2003-2005**



Fulminante Entwicklung bei Provisionsergebnis und Jahresüberschuss

Das Provisionsergebnis stieg infolge dessen ebenfalls mit 122 % auf 7,341 Mio. € . Der Jahresüberschuss der Tochtergesellschaft konnte von 0,487 Mio. € auf 2,409 Mio. € rasant zulegen. Auch hier konnte unsere Prognose von 2,09 Mio. € nach oben übertroffen werden.

Dynamischer Start ins Jahr 2006...

...mit starkem Momentum in allen operativen Kennzahlen

## Geschäftsentwicklung 1. Halbjahr 2006

Und auch ins Geschäftsjahr 2006 konnte die Gesellschaft bereits wieder mit Dynamik starten und das starke Wachstum fortsetzen.

In 1000 Euro	Halbjahresvergleich 2006 vs. 2005		
	1. HJ 2005	1.HJ 2006	Veränderung
Provisionserträge	3.261	5.260	61,3 %
Provisionsergebnis	2.696	4.709	74,7 %
EBT (Holding)	867	2335	169,4 %*
Gewinn (Holding)	538	1302	142,0 %
Gewinn pro Aktie	0,03	0,06	100 %

\*bereinigt um einmalige Kosten des Börsengangs von ca. 235 TEUR

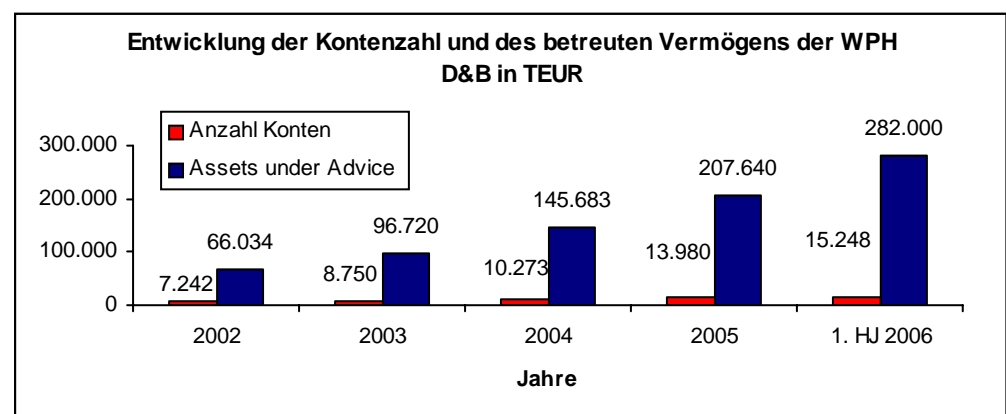
So konnten die Provisionserträge im 1. Halbjahr um 61% auf 5.260 TEUR von 3.261 TEUR zum entsprechenden Vorjahreszeitraum weiter deutlich gesteigert werden. Gleichzeitig wuchs das Provisionsergebnis von 2.696 TEUR zum 30.06.2005 um 75% auf nun 4.709 TEUR an.

Auf Holding-Ebene bedeutete dies für die Driver & Bengsch AG eine überproportionale Steigerung beim Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EBT) um 142% auf 2.100 TEUR von 867 TEUR.

Unter Berücksichtigung der einmaligen Aufwendungen für den Börsengang beträgt die Steigerung beim EBT 169% auf 2.335 TEUR. Der Periodenüberschuss der Holding konnte von 538 TEUR ebenfalls um 142% auf 1.302 TEUR gesteigert werden. Beim Ergebnis je Aktie brachte dies eine Verdopplung von 0,03 € auf 0,06 €.

Grundlage für diese positive Entwicklung war in erster Linie das starke Wachstum des wichtigsten Tochterunternehmens Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG.

Hier konnte die Anzahl der Kundenkonten zum 30.06.2006 auf 15.248 erhöht werden. Dies bedeutet eine Steigerung von rund 23% gegenüber dem entsprechenden Zeitpunkt des Vorjahres (12.463). Das vom Wertpapierhandelshaus geführte Gesamtvermögen der Kunden lag zum Stichtag bei nunmehr rund 282 Mio., eine Erhöhung von rund 57% gegenüber dem Vorjahreswert von 179 Mio. EUR. „Under Management“, d.h. in der margenstarken Vermögensverwaltung waren davon 118 Mio. EUR deponiert.



Vielversprechender Ausblick auf 2006...

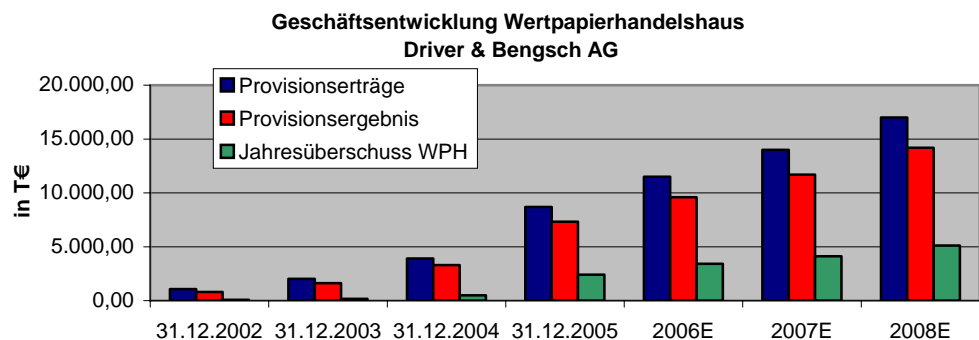
...führt zu deutlicher Prognoseanhebung

Weiteres Wachstum bei Provisionen auch in den Folgejahren erwartet

## Ausblick und Prognose

Der Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr 2006 gestaltet sich hervorragend. So konnte die Gesellschaft mit den Zahlen für das Jahr 2005 unsere anspruchsvollen Schätzungen in unserer Initial Coverage Studie vom 31.01.2006 sogar übertreffen. Die nun veröffentlichten Unternehmenszahlen für das erste Halbjahr 2006 waren ebenfalls hervorragend und lassen erneute deutliche Steigerungen auf Gesamtjahresbasis erwarten.

Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Prognosen für das laufende Jahr und auch die folgenden Jahre deutlich angepasst. Dabei haben wir unsere Schätzungen insbesondere auf die wichtigste Tochter, die Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG (WPH D&B) abgestellt.



So erwarten wir für das Jahr 2006 nun Provisionserträge in Höhe von 11500 TEUR (bislang 9504 TEUR). Das Provisionsergebnis prognostizieren wir mit 9600 TEUR (bislang 8031 TEUR).

Auf Holdingebene erwarten wir damit für 2006 einen Jahresüberschuss von 3969 TEUR bzw. 14 Cent je Aktie. Zu berücksichtigen ist dabei, dass die Kosten für den Börsengang das Ergebnis im laufenden Jahr noch belastet. Im Jahr 2007 entfallen diese einmaligen Kosten und führen damit wieder zu niedrigeren Holdingkosten und damit einer Gewinnerhöhung.

Für die nächsten Jahre haben wir mit weiter starkem Wachstum kalkuliert. Ein Anstieg der Provisionen geht dabei mit einem überproportionalen Anstieg bei Provisionsergebnis und Jahresüberschuss einher. Unsere konkreten Schätzungen entnehmen Sie bitte Seite 9.

# Bewertung

## DCF Bewertung

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Driver & Bengsch AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz findet der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen Verwendung. Dieser beträgt derzeit ca. 4,0 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß unserer Methode zur Bestimmung eines fairen Unternehmens-Betas haben wir ein Beta von 1,1 ermittelt.

Für den breiteren amerikanischen Kapitalmarkt ermittelte Stewart ein Branchenbeta (unleveraged Beta) von 1,08. Dieses Branchenbeta gilt nur für unverschuldete Unternehmen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,0 % (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risikoprämie). Die Fremdkapitalkosten schätzen wir auf 6 % und werden mit 0 % gewichtet, da wir von einer vollständigen Eigenkapitalfinanzierung ausgehen. Somit ergibt sich auch ein WACC von 10,0 %.

<b>Kapitalkosten</b>	
Eigenkapitalkosten	10,0%
Gewicht	100%
Fremdkapitalkosten nach Steuer	6,0%
Gewicht	0%
WACC (Gewichtete Kapitalkosten)	10,0%

## Discounted Cashflow-Modell

DCF-MODELL	2006E	2007E	2008E	2009E	Endwert
in T€					
EBITA (Konzern)	5.091,34	6.410,37	8.046,98	10.267,51	
EBITDA	5.161,34	6.480,37	8.116,98	10.337,51	
Steuern auf EBITA	-1.879,66	-2.360,63	-2.974,02	-3.799,97	
Investitionen	-77	-77	-77	-77	
Freier Cashflow	3.204,68	4.042,74	5.065,97	6.460,53	82.371,79

Zur Ermittlung des Unternehmenswertes, haben wir einen expliziten Horizont von 4 Jahren in der ersten Phase geschätzt. Aus diesen Schätzungen ergibt sich der Freie Cashflow gemäss obenstehender Tabelle. Bei der Ermittlung des Endwertes wurde ein nachhaltiges Wachstum in Höhe von 2 % unterstellt. Unter Verwendung der bereits zuvor ermittelten gewogenen Kapitalkosten (WACC) von 10 %, ermitteln wir einen Barwert der Freien Cashflows bis 2009 von 14,47 Mio. € sowie einen abgezinsten Wert der ewigen Rente von 56,26 Mio. €. Zusammen ergibt sich zum Stichtag 31.12.05 ein Unternehmenswert von 70,734 Mio. €. Da keine Finanzverbindlichkeiten und andere zinsbare Verbindlichkeiten ausstehen, ist der Unternehmenswert auch der Wert des Aktionärs-Eigenkapitals zum letzten Bilanzstichtag.

Pro Aktie ergibt ein fairer Wert von 3,45 € zum Stichtag. Auf den 01.08.06 projiziert erhält man einen gegenwärtigen Fairen Wert von 3,62 € je Anteilschein. **Auf Sicht von 12 Monaten (01.08.2007) errechnet sich durch Aufzinsung mit den Eigenkapitalkosten (10%) ein Kursziel (inkl. thesaurierter Dividenden) von 3,98 €**

Unternehmenswert	31.12.2005
in T€	
Barwert FCFs 06-09	14.473,22
Endwert abgezinst (2% ew. Wachs.)	56.261,04
<b>Unternehmenswert</b>	<b>70.734,26</b>
Nettoverbindlichkeiten	0,00
Wert des Aktionärs-eigenkapitals	70.734,26
Aktienzahl in TSD	20.500
Fairer Wert je Aktie in € zum 31.12.2005 (Bilanzstichtag)	3,45
<b>Fairer Wert zum 1.08.06 in €</b>	<b>3,62</b>
<b>Kursziel 01.08.07 in €</b>	<b>3,98</b>

### Sensitivitätsanalyse Kursziel zum 1.8.2007 - Driver & Bengsch AG

	Abzinsungsfaktor (WACC)					
		9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
Nachhaltiges Wachstum im Fortführungswert	3,0%	5,21	4,81	4,47	4,17	3,91
	2,5%	4,85	4,51	4,21	3,95	3,72
	2,0%	4,55	4,24	<b>3,98</b>	3,75	3,54
	1,5%	4,28	4,01	3,78	3,57	3,38
	1,0%	4,05	3,81	3,60	3,41	3,24

Die Sensitivitätsanalyse reflektiert die Veränderung des fairen Wertes zum 01.08.2007 unter Variation der nachhaltigen Wachstumsrate bzw. des Abzinsungsfaktors

Kursziel auf Sicht von 12 Monaten  
3,98 Euro

Leichter Aufschlag gegenüber Peer-Group sollte gerechtfertigt sein

## Peer-Group Multiplikatoren Vergleich

Mit Blick auf das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) für das nächste Geschäftsjahr 2006 ist zwar festzustellen, dass das für Driver & Bengsch erwartete Verhältnis leicht über der Peer-Group liegt. Vor dem Hintergrund der erwarteten starken Ergebnissteigerungen, sollte ein leichter Aufschlag u.E. aber gerechtfertigt sein.

Unternehmen	Kurs (in €)	Mark- kap. in	Mkap/ Umsatz	Mkap/ Umsatz	KGV	KGV
	01.08.06	01.08.06	2005	2006	2005	2006e
AWD	28,00	1061,20	1,68	1,57	36,47	20,97
Comdirect	8,40	1188,25	7,29	6,70	34,76	23,67
MLP **	14,89	1617,65	2,86	2,84	40,02	35,95
DAB AG	6,61	497,07	3,62	3,21	25,80	23,55
PEH Wertpapier AG	33,15	54,81	2,24	2,81	27,78	32,24
VMR AG*	3,61	28,31	2,46	2,36	10,49	9,50
Finanzhaus Rothmann	0,98	58,80	1,3	1,1	16,38	15,89
<b>MEDIAN</b>			<b>2,46</b>	<b>2,81</b>	<b>27,78</b>	<b>23,55</b>
<b>Arithmetisches Mittel</b>			<b>3,06</b>	<b>2,94</b>	<b>27,38</b>	<b>23,11</b>
<b>Driver &amp; Bengsch AG</b>	<b>***3,98</b>	<b>81,59</b>	<b>9,38</b>	<b>7,09</b>	<b>37,95</b>	<b>27,47</b>

\*bereinigt um außerordentliche Erträge      \*\*nur fortgeführte Aktivitäten

\*\*\*Vergleich bei Unterstellung des Kurszieles auf Sicht von 12 Monaten

### Fazit:

Starke Dynamik hält weiter an

Die Geschäftszahlen der Driver & Bengsch AG für das Jahr 2005 haben unsere anspruchsvollen Schätzungen sogar noch übertreffen können. Und auch ins Geschäftsjahr 2006 ist die Gesellschaft mit einer ungebrochenen Dynamik gestartet und hat hervorragende Zahlen vorgelegt.

Schätzungen für 2006 und Folgejahre sowie Kursziel erhöht

Aus diesem Grunde haben wir unsere bisherigen Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr und die Folgejahre nach oben angepasst. Auf Basis unserer daraufhin vorgenommenen Neubewertung haben wir unser Kursziel auf Sicht von 12 Monaten nun auf 3,98 Euro (bisher 3,03 Euro) angehoben.

Börsengang war sehr erfolgreich

Die Gesellschaft ist fulminant in den Börsenhandel gestartet. Nach einem Ausgabekurs von 2,0 Euro wurde der erste Kurs mit 2,50 Euro festgestellt. In den folgenden Tagen konnte die Aktie dann schnell weiter an Wert zu legen. So wurde unser bisheriges Kursziel aus unserer IPO-Studie vom Januar 2006 ebenfalls bereits erreicht und nach Veröffentlichung der hervorragenden Halbjahreszahlen übertroffen. Der Börsengang der Gesellschaft gehört somit bislang zu den erfolgreichsten diesen Jahres. Wir trauen der Gesellschaft sogar zu, bei einem Anhalten des aktuellen Börsenumfeldes unsere Schätzungen für das laufende Jahr erneut zu übertreffen, denn in der Regel ist das zweite Halbjahr stets deutlich stärker als das erste.

Aktie ist weiterhin attraktive Depotbeimischung

Auf Basis der aktuellen Bewertung ist die Aktie zwar kein Schnäppchen mehr. Bei zwischenzeitlichen Kursschwächen kann die Aktie aber sukzessive wieder gekauft werden. Wir sehen die Aktie langfristig als attraktive Depotbeimischung. Unser Rating lautet weiterhin „KAUFEN“

## **Risikohinweise und Haftungsausschluss (Disclaimer)**

Dieses Dokument dient 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 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 irgendeines 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 Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden. German Business Concepts – oder Beteiligungsunternehmen, Repräsentanten, 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 irgendeine andere Person verteilt werden.

German Business Concepts übernimmt keine Garantie dafür, dass der angedeutete Ertrag oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Erträge haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen 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 geänderter 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 Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt 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 Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

German Business Concepts GmbH  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbconcepts.de>; E-Mail: [info@gbconcepts.de](mailto:info@gbconcepts.de)

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

Weder die German Business Concepts GmbH noch ein ihr verbundenes Unternehmen,

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Veröffentlichung sind, 1% oder mehr des Grundkapitals,
- b) war an einer Emission von Finanzinstrumenten, die Gegenstand dieser Veröffentlichung sind, beteiligt,
- c) hat die Wertpapiere, die Gegenstand dieser Veröffentlichung sind, mittels Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

**Ausnahme hiervon ist eine vertragliche Beziehung von German Business Concepts GmbH mit dem Unternehmen für die Erstellung von Research-Berichten. Aus dieser vertraglichen Beziehung erhält German Business Concepts GmbH ein Entgelt für Nutzungs- und Veröffentlichungsrechte.**

### Zusätzliche wichtige Angaben zu der vorliegenden Analyse:

Übersicht über bisherige Studien zur Gesellschaft:

Datum	Studienart	Rating	Kurs bei Erstellung in Euro	Kursziel in Euro
10.08.2006	Research Studie (Update)	KAUFEN	3,55 Euro	3,98 €
31.01.2006	Research Studie Initial Coverage	KAUFEN	Nicht börsennotiert	3,03 €

### Mit der Erstellung der vorliegenden Analyse beteiligt:

**Manuel Hölzle (Geschäftsführer German Business Concepts GmbH), Markus Lindermayr (Senior Analyst)**

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

Datum und Uhrzeit des angegebenen Finanzinstruments: Schlusskurs 10.08.2006, 10.00 Uhr, Xetra

In der Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen (Geschäftsbericht 2002, Geschäftsbericht 2003, Geschäftsbericht 2004, Geschäftsberichte 2005, Quartalsbericht Q1 2006, Ad Hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Unternehmenspräsentationen, Wertpapierprospekt zur Emission, etc.) verwendet, die German Business Concepts als zuverlässig einschätzt.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt, um sich Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und es wurden anschließend keine Änderungen vorgenommen. 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 seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Vor diesem Stichtag verwendete die Gesellschaft ein 5-stufiges Ratingssystem. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. :

**KAUFEN:** Die erwartete Rendite inkl. Dividende beträgt mindestens +10%.

**HALTEN:** Die erwartete Rendite inkl. Dividende liegt zwischen -10% und +10%.

**VERKAUFEN:** Die erwartete Rendite inkl. Dividende beträgt mehr als -10%.

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

---

# GERMAN BUSINESS CONCEPTS

---



INVESTMENT RESEARCH

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

**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

German Business Concepts GmbH

Halderstraße 27

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 Hölzle**

**Markus Lindermayr**