

Driver & Bengsch

Buy (Eröffnung der Coverage) **Kursziel: 6,50 Euro**



Der Spezialist für Finanzaktien

26 | 04 | 07

Kurs (Euro) **4,35**
Hoch / Tief 52 Wochen 5,59 / 2,50

Schlüsseldaten

Branche	Finanzdienstleister
Segment	Entry Standard
WKN	ADCB88
Reuters	D8BG.DE
Bloomberg	D8B GR
Rechnungslegungsstandard	IFRS
Marktkapitalisierung (Mio.)	89,2
Anzahl der Aktien (Mio.)	20,5
Streubesitz (Free Float)	26,8%
Free Float MarketCap (Mio.)	23,9
3J-gesch. Gewinnwachstum	128,7%

Bewertung (Multiplikatoren)	2005	2006	2007e	2008e
MarketCap/ Gesamterträge	11,5	10,2	6,1	4,2
Kurs-Gewinn-Verhältnis	52,5	87,8	18,8	9,9
Bereinigtes KGV	52,5	87,8	18,8	9,9
Dividendenrendite	2,1%	1,4%	4,4%	8,0%

Kennzahlen je Aktie (Euro)	2005	2006	2007e	2008e
Ergebnis je Aktie (EpS)	0,04	-0,05	0,38	0,44
Bereingte EpS	0,08	0,05	0,23	0,44
Dividende je Aktie (DpS)	0,09	0,06	0,19	0,35
Buchwert je Aktie (BvpS)	2,04	1,90	2,08	2,17

Finanzdaten (Tsd. Euro)	2005	2006	2007e	2008e
Gesamterträge	7.765	8.764	14.585	21.275
Gesamtaufwendungen	-5.616	-9.263	-4.616	-8.282
Vorsteuergewinn (EBT)	2.150	-498	9.969	12.993
Bereinigtes EBT	3.124	1.472	7.025	12.993
Gewinn nach Steuern	726	-954	7.699	8.982
Bereinigter Gewinn n. St.	1.700	1.016	4.755	8.982
Bereinigte EK-Rendite n. St.	4,1%	2,5%	11,6%	20,6%
Eigenkapital	41.726	38.926	42.730	44.537

Grossaktionäre

André Driver	36,6%
Carsten Bengsch	36,6%

Nächste Termine

1Q-Zahlen 2007	14.5.07
2Q-Zahlen 2007	13.8.07
3Q-Zahlen 2007	12.11.07

Analyst

André Hüsemann

E-Mail andre.huesemann@src-research.de
Internet www.src-research.de

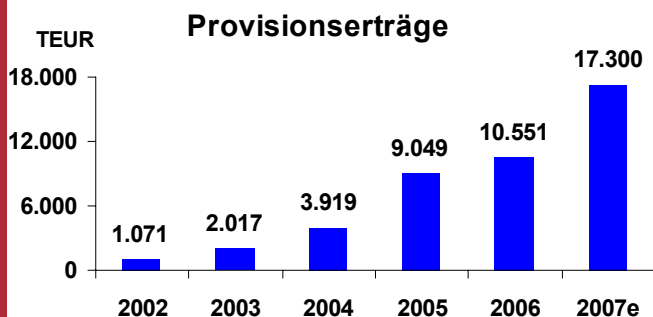
Kundenzahl in 15 Monaten verdreifacht und die Assets vervierfacht – Buy-Rating !

Driver & Bengsch ist eine auf den Bereich Finanzdienstleistungen fokussierte Holding, die als Konzernmutter der operativen Tochtergesellschaften Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG, Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH, Global Master Asset Management GmbH und Kredit-Service-Plus GmbH dient, wobei das Wertpapierhandelshaus derzeit den Löwenanteil von weit über 90% zum Umsatz beiträgt. Zu den Geschäftsfeldern gehören die Beratung und Vermittlung von Wertpapieren und Tagesgeldkonten, die Portfolioverwaltung, die Platzierung von Anleihen und Genussscheinen aus dem deutschen Mittelstand, die Vermittlung von Versicherungsleistungen, Ratenkrediten und Baufinanzierungen sowie die Fondsberatung und das Fondsmanagement.

Die Driver & Bengsch Aktie ist seit Juli 2006 im Entry Standard notiert und konnte seitdem ihren Börsenwert mehr als verdoppeln. Die am 10. April vorgelegten endgültigen 2006er Geschäftszahlen untermauern den Wachstumstrend. So konnte man die Provisionserträge von 9,1 Mio. in 2005 um rund 17% auf nun knapp 10,6 Mio. Euro deutlich steigern. Gleichzeitig wuchs das Provisionsergebnis von 7,7 Mio. Euro um rund 11% auf nun 8,6 Mio. Euro an. Der operative Gewinn vor Steuern lag durch deutlich erhöhte Investitionen für Marketing und Vertrieb mit 1,5 Mio. Euro nur halb so hoch wie 2005 (3,1 Mio.). Wichtiger für zukünftige Gewinne ist das enorme Kundenwachstum.

Zum Ende des ersten Quartals 2007 erhöhte sich die Anzahl der Kundenkonten auf über 41.000 (Ende 2005: 14.000) mit einem Gesamtvolumen von rund 800 Mio. Euro (2005: 207 Mio. Euro). Damit hat sich die Kundenzahl in 15 Monaten verdreifacht und das betreute Volumen vervierfacht. Ein sehr schöner Erfolg! Wir erwarten, dass D&B das rasante Kundenwachstum und die gestiegenen Assets in 2007 und späteren Jahren in deutlich steigende Gewinne umwandeln kann.

Wir bewerten die D&B-Aktie mit einer Residual-einkommensanalyse, die die zukünftigen Renditen über den Eigenkapitalkosten misst, und sehen den Fair Value bei 6,50 Euro. Wir starten die Coverage mit dem Rating Buy auf Sicht von 6-12 Monaten.



SWOT – Analyse

Stärken

- D&B ist ein Nischenanbieter, der sich in seiner Auswahl der für Privatkunden angebotenen Produkte und Dienstleistungen auf lukrative Teilbereiche fokussiert. Mit dieser Strategie haben andere wie ING-DiBa einen beträchtlichen Kundenstamm aufgebaut und erzielen stetig steigende Gewinne.
- Da ausschließlich auf telefonische Beratung gesetzt wird, erzielt man eine höhere Effizienz pro Berater und spart sich einen kostenintensiven Außendienst. Das Unternehmen verfügt über 44 hochqualifizierte Mitarbeiter mit durchschnittlich 40 bis 50 Kundenkontakten pro Tag bei einer Kundenbasis von derzeit 41.000 Privatkunden (Stand zum 31.03.07). Zur Wahrnehmung zukünftiger Wachstumschancen wird jedoch eine höhere Anzahl von Kundenberatern und auch etwas mehr Personal im Backoffice nötig sein.

Schwächen

- Noch sehr niedriger Diversifizierungsgrad der Erträge. 97% des Umsatzes wird mit der Konzerntochter WPH Driver & Bensch erwirtschaftet.
- Driver & Bensch ist trotz sehr attraktivem Tagesgeldangebot noch weit weniger bekannt als etabliertere Adressen wie die Direktbank ING-DiBa oder auch comdirect. Durch den Börsengang im letzten Jahr und eine steigende Anzahl von Empfehlungen sollte sich dies aber verbessern.

Chancen

- Durch das attraktive Tagesgeldkonto werden verstärkt Kunden gewonnen, die später aktiv von Beratern angesprochen werden und in andere, für beide Seiten lukrativere Anlageformen vermittelt werden. Insbesondere zeitlich limitierte Sonderaktionen Tagesgeld Plus Konto mit einem Zinssatz von 4,5% in 4Q 2006 hat die Kundenzahlen sprunghaft ansteigen lassen. Die so akquirierten Neukundenkontakte gilt es nun zu nutzen und in gewinnbringende Anlageformen zu konvertieren. Bei erfolgreicher Hebung dieses Potentials dürften die Provisionserlöse signifikant steigen.
- Durch das gemeinsame Nutzen der Kundenbasis, können Cross Selling Potentiale zwischen den Konzerntöchtern gehoben werden, so dass jedem Kunden ein umfassendes Angebot an Finanzdienstleistungen offeriert werden kann

Risiken

- Da D&B über keine eigene Banklizenz sowie Bank IT verfügt, werden die Kundenkonten und –depots ausschließlich über den Bankpartner DAB Bank abgewickelt und verwaltet. Dadurch entsteht eine starke Abhängigkeit. Eine Erhöhung der Margen- und Gebühren würde sich negativ auf die Ertragslage des Konzerns auswirken. Eine Beendigung des Geschäftsverhältnisses verbunden mit einem Wechsel des Bankpartners könnte zu einem Verlust an Kunden führen, da diese ebenfalls mitwechseln müssten.
- Ist die Strategie der Umwandlung von Kundengeldern vom Tagesgeldkonto in andere Anlageformen nicht erfolgreich (je höher der garantierte Zins, desto schwieriger ist tendenziell die Schaffung von Anreizen zur Konvertierung), entstehen dem Unternehmen durch die subventionierte zeitweilige Aufstockung des Zinses erhebliche Kosten, die durch andere Geschäftsfelder kompensiert werden müssen. Da der hohe Zins der Tagesgeldkonten auf eine Laufzeit von 12 Monaten begrenzt ist und danach auf „nur noch“ 3,65% absinkt, ist das Risiko jedoch im Wesentlichen kalkulierbar.
- Einen erheblichen Teil ihrer Provisionserlöse erzielt D&B durch Emission von Genussscheinen und Anleihen für mittelständische Unternehmen verbunden mit dem späteren Vertrieb an die eigene Kundenbasis. Sollte ein Emittent aufgrund monetärer Schwierigkeiten die Anlageprodukte nicht planmäßig bedienen können, so ist mit erheblichen negativen Auswirkungen auf die Reputation und die Finanz- und Ertragslage zu rechnen. Kundenabgänge sowie Schadensersatzforderungen wären wahrscheinlich die Folge.

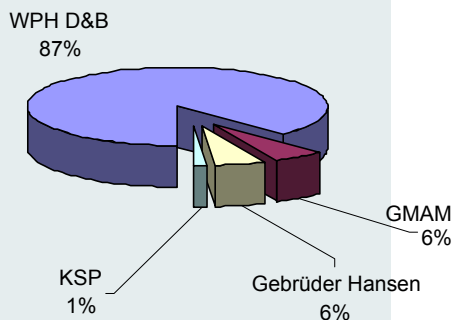
Die Driver & Bengsch AG im Porträt

Die Driver & Bengsch AG wurde im Juli 2005 gegründet und fungiert als Holding-Muttergesellschaft für die vier operativen Konzerntöchter. Diese vier Tochtergesellschaften sind das Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG, der Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH, die Global Master Asset Management GmbH (GMAM) und die Kredit Service Plus GmbH (KSP). Das Unternehmen geht zurück auf die 1996 von André Driver und Carsten Bengsch gegründete d&b Finanz- und Versicherungsmakler GmbH. Einhergehend mit der Gründung der Holding wurde das Wertpapierhandelshaus D&B AG in die neu gegründete Holding eingebracht. Zu den Geschäftsfeldern des WPH gehören Anlagevermittlung, Vermögensberatung und Finanzportfolioverwaltung. Strategisch gesehen konzentriert sich das WPH mit seinen angebotenen Produkten und Dienstleistungen auf Teilsegmente der Finanzdienstleistungsbranche, die besonders lukrativ sind, so dass man in diesem Zusammenhang von einem klassischen Nischenanbieter sprechen kann. Besondere Aufmerksamkeit wird dabei der Anlegerzielgruppe mit kleineren Vermögen zwischen 15.000 bis 300.000 Euro entgegengebracht. Anleger in dieser Vermögensklasse sind häufig vernachlässigt und werden von Banken und Vermögensverwaltern nur unzureichend betreut. Im Herbst 2005 wurden 100% an der Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH erworben, die zum weiteren Standbein der Gruppe ausgebaut werden soll. Durch diesen Erwerb erweitert D&B sein Produktangebot um Versicherungsleistungen und kann so zusätzlich verstärkt im Wachstumsmarkt Private Altersvorsorge partizipieren.

Im November 2006 wurden die beiden neuen Tochtergesellschaften GMAM und KSP gegründet. Mit der KSP erweitert man das Retail-Produktangebot um den Bereich Kreditvermittlung. Konkret angeboten werden Ratenkredite, Baufinanzierungen, Kreditkarten sowie Leasingverträge. Die GMAM richtet sich mit Fondsberatung für Fondsinvestoren und Emissionsberatung für den deutschen Mittelstand ausschließlich an institutionelle und gewerbliche Kunden. Alle Tochtergesellschaften werden in 2007 schwarze Zahlen schreiben.

Auf der letzten Hauptversammlung im September 2006 wurde die Gesellschaft ermächtigt, Genussrechte zu einem Gesamtbetrag von maximal 50 Mio. Euro zu begeben. D&B beabsichtigt mit dem frischen Kapital weitere attraktive Akquisitionsmöglichkeiten kurzfristig wahrzunehmen. Im Fokus stehen Vermögensverwalter, kleinere Banken und Versicherungsmakler. Langfristiges Ziel ist es unter dem Dach der Holding mehrere separate Standbeine aufzubauen, den Diversifizierungsgrad zu erhöhen und eine Verbreiterung der Erlösquellen zu erzielen. Die Driver & Bengsch AG seit Juli 2006 im Entry Standard der Frankfurter Börse notiert, ein Teilsegment des Open Market mit zusätzlichen Transparenzanforderungen. Das Unternehmen konnte bei einem damaligen Emissionspreis von 2,00 Euro die Marktkapitalisierung bis dato mehr als verdoppeln. Die Mehrheitsaktionäre sind die beiden Firmengründer und Vorstände André Driver und Carsten Bengsch mit jeweils knapp 37% der Anteile. Der Streubesitz liegt derzeit bei knapp 27%.

Umsatzdiversifizierung 2007e



Quelle: SRC Schätzung

D&B gehört bei den Tagesgeldkonten zu den attraktivsten und führenden Anbietern

Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG

Das WPH Driver & Bengsch generiert mit einem Umsatzanteil von 97% (2006) den Großteil der Umsatzerlöse und bildet damit die Kerntochter der Gesellschaft. Zu ihren Geschäftsfeldern gehört die Betreuung und das Management der Zinskonten, die Wertpapierberatung und die Vermögensverwaltung.

Bei den Zinskonten sind primär die reinen Tagesgeldkonten von Bedeutung. Bei dem sogenannten „Cash Management Konto“, handelt es sich um ein im Marktvergleich hoch attraktiv verzinstes Tagesgeldkonto mit einem Zinssatz von derzeit 3,65%, ohne laufende Kontoführungsgebühren sowie ohne Einrichtungs- oder Schließungsgebühren. Des Weiteren gibt es keine Mindestanlagesumme und auch keine Beschränkung der Anlagesumme nach oben. Das Marketinginstrument der attraktiven Tagesgeldverzinsung dient als gezielte Kundenwerbung und „Türöffner“ in das Dienstleistungsangebot der D&B, dessen ausschließlicher Zweck es ist, neue Kunden zu gewinnen. Bei späteren Kundenkontakten sowie nachfolgenden Beratungsgesprächen werden die hiermit gewonnenen Kunden systematisch an das weitere Angebot und die weiteren Dienstleistungen der Driver & Bengsch AG herangeführt.

Zinskonten der d&b

Zinssatz Konditionen

CashManagementKonto	3,65%	keine Betragsbegrenzungen und keine Mindestanlagesumme
ZinsPlusKonto	4,50%	Zinssatz garantiert für 12 Monate Anlagesumme bis 25.000Euro Gemeinschaftskonten bis 50.000 temporär begrenztes Angebot
ZinsKombiKonto	7,50%	50% Tagesgeld zu 5,5% p.a. 50% Genussschein zu 9,5% p.a.

Quelle: Driver & Bengsch AG

Das Tagesgeldkonto ist aktuell und auch schon im letzten Jahr weit besser verzinst als das der marktführenden zur niederländischen ING-Finanzgruppe gehörigen deutschen ING-DiBa, die derzeit für ihr „Extra-Konto“ 3,0% Zinsen anbietet. Auch hier gibt es keine Kontoführungsgebühren und keine Mindestanlagesumme oder Begrenzung der Anlagesumme nach oben, so dass sich D&B hier an der marktführenden Direktbank orientiert hat.

Ein weiteres attraktives Tagesgeld-Angebot bietet derzeit die Commerzbank-Tochter comdirect. Der Onlinebroker offeriert seit November letzten Jahres das sogenannte „Tagesgeld PLUS“ Konto mit einer aktuellen Verzinsung von 3,6%. Es gibt auch hier keine Kontoführungsgebühren und Neukunden der Bank erhalten sogar noch 25 Euro Startguthaben gutgeschrieben. Allerdings gibt es bei der Anlagesumme eine Beschränkung auf 30.000 Euro pro Person. Ein solches Tagesgeldangebot scheint durchaus ein probates Mittel zu sein, um neue Kunden im hart umkämpften deutschen Bankenmarkt zu gewinnen und wurde bereits von der

Sprung vom Tagesgeldanbieter zum erfolgreichen Finanzdienstleister wurde schon von anderen Adressen geschafft

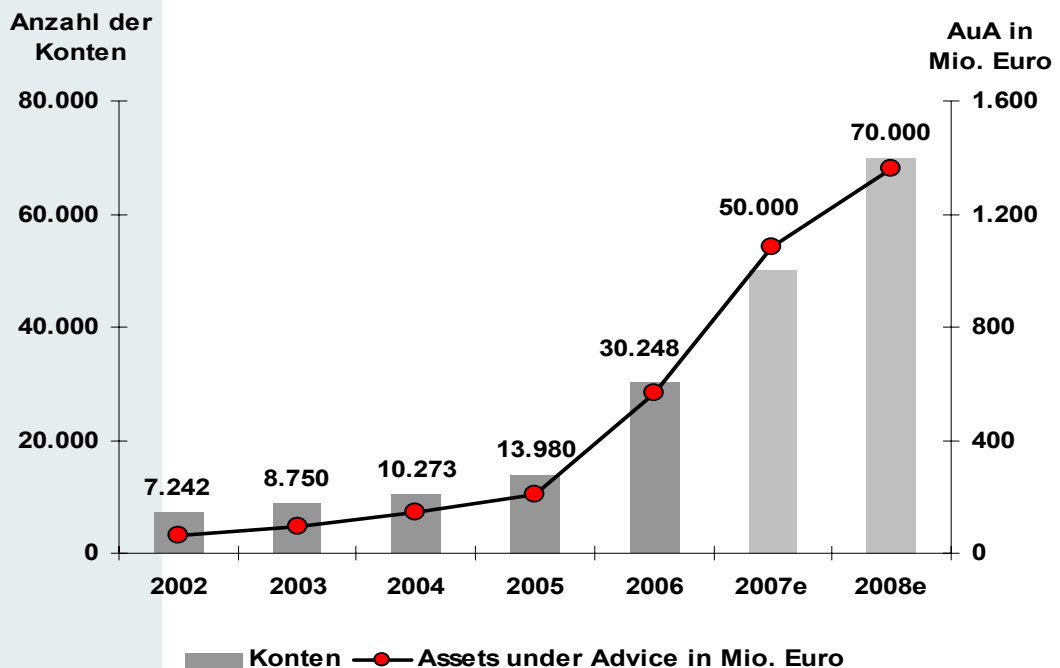
Gute Cross-Selling-Erfolge bei ING-DiBa und comdirect lassen auf ähnliche Entwicklung bei D&B hoffen!

Direktbank ING-DiBa in ähnlicher Form erfolgreich praktiziert. Die ING-DiBa startete als Direktbank-Ableger der niederländischen ING-Finanz- und Versicherungsgruppe im Jahre 2001 praktisch fast ausschließlich mit der Werbung für das hochverzinsliche Tagesgeldkonto und schaffte innerhalb von circa drei Jahren den Sprung vom reinen Tagesgeldanbieter zum renommierten Anbieter guter und günstiger sowie einfach verständlicher Finanzprodukte für die breite Masse der Verbraucher. Zu diesen Produkten gehört zum Beispiel das Wertpapiergeschäft oder die private Baufinanzierung. Mittlerweile verfügt die ING-DiBa nach nur 5 Jahren über mehr als 5 Mio. Kunden in Deutschland und ist hinter der Deutschen Bank bereits die zweitgrößte Privatkundenadresse. Im Baufinanzierungsneugeschäft ist man mit 11,0 Mrd. Euro in 2006 sogar die Nummer 1 vor dem eigentlich sehr schlagkräftigen Postbank-BHW-Tandem geworden, das nur auf 10,8 Mrd. Euro Neugeschäft kam, obwohl die Kundenbasis mit fast 15 Mio. Kunden fast dreimal so hoch ist wie bei der ING-DiBa und Postbank/ BHW über einen mobilen Vertrieb mit über 4.000 Beratern und ein Netz von rund 900 Finanz-Center verfügt. Das hat ING-DiBa als reine Direktbank nicht zu bieten und liegt dennoch vorne. Sicher ein Zeichen dafür, dass die Zeit in Deutschland reif ist für den mündigen und gut informierten Anleger, der besondere Konditionen erwartet und dafür gerne auch Geschäfte per Telefon oder Internet ohne persönlichen Kontakt zur Bank abwickelt.

Eine ähnliche Strategie des schnellen Wachstums verfolgt jetzt auch die comdirect, die über ein sehr attraktives Tagesgeldkonto verstärkt Neukundengeschäft akquiriert. Mit dem Tagesgeld PLUS-Konto konnten nach nur 5 Monaten bis Ende März 2007 fast 160.000 Kunden für das Produkt gewonnen werden. Auch mit dem kostenlosen Girokonto mit einer monatlichen Vergütung von 1 Euro, das von der comdirect seit Januar 2005 beworben wird, konnte die Zahl der Girokontokunden von damals knapp 100 Tausend auf mittlerweile rund 275 Tausend in nur etwas mehr als 2 Jahren fast verdreifacht werden. Mehr noch: Die Provisionserträge aus dem Beratungsgeschäft entwickelten sich seitdem sehr positiv, so dass mittlerweile die Abhängigkeit des Instituts von Entwicklungen an der Börse sehr viel geringer geworden ist.

Das sind beachtliche Erfolge, die auch für das D&B Geschäftsmodell hoffen lassen, da man hier auch auf Cross-Selling-Erfolge angewiesen ist. Ein gutes Cross-Selling-Beispiel ist auch der Wertpapierbereich bei der ING-DiBa. Dieser liegt mit 579 Tsd. Depots am Jahresende 2006 (+26%) nur noch knapp hinter der comdirect, die zwar 805 Tsd. Kunden, aber davon nur 606 Tsd. Depots (+10% gegenüber 2005) hat. Die Subventionierung der Tagesgeldkonten kann man daher als Marketingaufwand ansehen, der auf intelligente Art Neukundengeschäft schafft. Mit den gebotenen Tagesgeldkonditionen gehört Driver & Bengsch in jedem Falle zu den attraktivsten Anbietern von Tagesgeldkonten in Deutschland und macht so eine Vielzahl potentieller Neukunden durch Zinsvergleiche im Internet, in den Printmedien oder im Fernsehen auf sich aufmerksam.

Bis Ende 2008 sollten sich die Kundenzahlen und die Assets under Advice trotz rasanten Wachstums in den letzten zwei Jahren noch einmal mehr als verdoppeln



Quelle: SRC Research und Unternehmensangaben für die Jahre 2002 bis 2006

Allein in 4Q 2006 fast 14.000 Neukunden durch eine Sonderzinsaktion

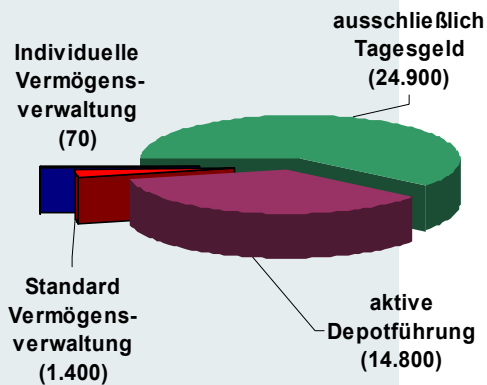
Niedrige Einstiegs-summe von 15.000 € bei der Vermögens-verwaltung durch standardisierte Portfolios

Professionelles und bis dato sehr erfolgreiches Depotmanagement für die breite Masse deutscher Haushalte

Durch eine intensive Marketingoffensive in 4Q 2006, angeboten wurde ein Tagesgeldkonto (ZinsPlusKonto) mit 4,5% Verzinsung, konnten 13.645 Neukunden in 4Q 2006 sowie 9.850 (darunter viele Nachzügler der Marketingoffensive) in 1Q 2007 gewonnen werden. Zielsetzung und Strategie ist es nun, die neugewonnenen Kunden umgehend zu kontaktieren, zu beraten und mit Hilfe der gesammelten Informationen in geeignetere sowie lukrativere Anlageformen des Konzerns umzuschichten. Davon hängt nicht unwesentlich die Ertragsentwicklung in 2007 und auch den kommenden Jahren ab, da es sich bei den Kunden aus der Sonderzinsaktion immerhin um rund ein Drittel des aktuellen Kundenstamms von 41.000 Kunden handelt.

Was die Produktpalette angeht, bietet D&B sowohl eine konventionelle Depotführung als auch eine Vermögensverwaltung an. Besonderheit der Vermögensverwaltung ist die äußerst niedrige Einstiegs-summe ab 15.000 Euro, die es der breiten Masse von deutschen Haushalten ermöglicht, ein professionelles Depotmanagement in Anspruch zu nehmen, das sich bereits in Vergangenheit gut bewährt hat und mehrfach von unabhängigen Fachmagazinen ausgezeichnet wurde. Einer gewinnbringenden Verwaltung von kleineren Portfolios wird durch einer starken Standardisierung Rechnung getragen. So kann man die Vermögensverwaltung zweiteilen in eine standardisierte Vermögensverwaltung mit Volumina von 15.000 bis

Anzahl der Kunden nach genutzten Produkten zum 31.3.2007 (SRC-Schätzung)



125.000 Euro und einer individuellen mit Volumina oberhalb von 125.000 Euro. Pauschal wird eine Verwaltungsgebühr von 2% pro Jahr erhoben. Das Angebot einer aktiven Vermögensverwaltung für kleinere Vermögen ist in der Branche einzigartig. In der Regel übernehmen Vermögensverwalter die aktive Verwaltung von Portfolios ab einer Größenordnung oberhalb von 100.000 Euro. D&B besetzt damit erfolgreich eine Nische, wobei man in diesem Zusammenhang erwähnen muss, dass 90% der bundesdeutschen Haushalte eben genau dieser „Nische“ zuzuordnen sind und damit zu den potentiellen Kunden gehören. Die Portfolios sind gegliedert nach Risikostruktur und Vermögenslage (Wertstruktur), so dass insgesamt 13 Portfoliotypen möglich sind.

- **d&b bond market (A) für konservative Anleger**

Risikoarme Anlagestruktur für den konservativen Anleger. Die Anlagestrategie ist ausgerichtet auf stabile Erträge mit geringerer Rendite. Die Aktienquote darf 30% nicht überschreiten. 4 unterschiedliche Zusammensetzungen je nach Vermögenslage möglich.

- **d&b global growth (B) für risikobewusste Anleger**

Anlagestruktur für risikobewusste Anleger. Die Anlagestrategie ist ausgerichtet auf Zinserträge und Kursgewinne. Der Anteil an Aktien und Aktienfonds darf 70% nicht übersteigen. 4 gestaffelte Wertstrukturen.

- **d&b trend market (C) für risikobereite Anleger**

Ausrichtung auf die Erzielung überdurchschnittlicher Renditen und Zinserträge. Die Strategie ist wachstums und ertragsorientiert Risiken werden bewusst in Kauf genommen. Aktienanteil bis 100% möglich. 3 gestaffelte Wertstrukturen .

- **d&b trading portfolio (D) für dynamische Anleger**

Anlagestrategie mit hoher Risikobereitschaft und maximaler Vermögenssteigerungsabsicht. Die gesamte Bandbreite des Kapitalmarktes wird genutzt inklusive innovativer und spekulativer Produkte. Aufteilung und Zusammensetzung des Portfolios gestaffelt nach Vermögenslage. 2 unterschiedliche Wertstrukturen.

Kein teurer mobiler Vertrieb oder gar Filialen, dafür kompetente telefonische Beratung mit gemeinsamer Produktauswahl am PC des Kunden

Es geht um Strukturierung und Emission von Kapitalmarktprodukten...

... eigentlich geht es sogar um noch mehr: nämlich moderne Beratung in Sachen Bilanzmanagement für Mittelständler

Individuelle Vermögensverwaltung

Ab einer Mindestanlage von 125.000 € werden die Anlagerichtlinien im Dialog mit dem Kunden und nach dessen speziellen Wünschen und Bedürfnissen ausgerichtet.

Contest Depot

Ab einer Mindestanlagesumme von 1.000.000 € erhält der Kunde die Möglichkeit das von d&b verwaltete Depot im Depot Contest 2005 „1 zu 1“ nachzubilden.

Philosophie von Driver & Bengsch ist es, seine Kunden fast ausschließlich telefonisch zu beraten. Ein Besuch des Beraters beim Kunden sowie ein Filialnetz, das dem Kunden zur Verfügung steht wird nicht angeboten. Unterstützt wird die telefonische Beratung durch den parallelen Einsatz des Computers. Dabei ist sowohl der Kundenberater als auch der Kunde in das Konto/Depot eingeloggt, so dass der Kunde gezielt durch das Onlineangebot der D&B geführt werden kann. Zukünftig wird dem Kunden das Navigieren nochmals erheblich durch das Einführen eines Remotesystems erleichtert werden, so dass der Kundenberater per Onlineverbindung zeitgleich auf dem Kundenrechner demonstrieren und präsentieren kann. Ein Sicherheitsrisiko entsteht hier nicht für den Kunden, da der Zugriff auf das Onlinedepot des Kunden beschränkt ist, nicht jedoch auf das Betriebssystem des Rechners ausgeweitet werden kann. Die Beschränkung auf eine rein telefonische Beratung mit zusätzlicher IT-Unterstützung führt zu einer äußerst schlanken und effizienten Aufstellung des Konzerns. Aus zeitlicher sowie kostensparender Sicht ist eine telefonische Beratung wesentlich effizienter als eine Beratung vor Ort. So hat ein D&B Kundenberater wesentlich häufigeren Kundenkontakt als ein konventioneller Finanzberater. Durchschnittlich hat jeder Kunde 4-5 mal pro Jahr Kontakt zu D&B. Das schaffen die meisten Filialbanken nicht, höchstens gut geschulte mobile Vertriebe wie der AWD.

Global Master Asset Management GmbH

Die GMAM wurde im November 2006 gegründet, um sich mit dieser Tochtergesellschaft stärker dem Geschäftsfeld Corporate Finance bzw. Strukturierung und Emission von Kapitalmarktprodukten zu widmen. Eigentlich geht es mittel- und langfristig um noch mehr: Nämlich um eine profunde Beratung in Sachen Bilanzmanagement und Finanzierungsstruktur für Mittelständler, die gerade in diesen zentralen Fragen sehr oft von ihren Kernbanken, mit denen sie im täglichen Geschäft wie Zahlungsverkehr oder bei Kontokorrentkrediten zusammenarbeiten, im Stich gelassen oder nur sehr unzureichend beraten werden.

Zukünftig soll GMAM Produkte wie Genussscheine, Anleihen und Zertifikate strukturieren und emittieren sowie als Fondsmanager und Berater für Investmentfonds auftreten. Der spätere Vertrieb an die Kundenbasis erfolgt durch das WPH Driver & Bengsch. Einen umfangreichen Track Record hat D&B in erster Linie durch Mitwirkung bei der Emission von Genussscheinen und Anleihen für den deutschen Mittelstand. Erste Produkte kamen bereits 1999. Mittlerweile kommt Driver & Bengsch auf ein

Emissionsvolumen von 100 Mio. Euro pro Jahr. Wobei das WPH Driver & Bengsch AG in der Vergangenheit in erster Linie mit der Vertriebsunterstützung im Rahmen des öffentlichen Angebots beauftragt wurde allerdings keine Finanzdienstleistungen hinsichtlich der Börsenzulassung der Genussscheine und Anleihen sowie deren Einbeziehung in die Notierung im Amtlichen Markt von Wertpapierbörsen anbot. Die derzeit im Vertrieb befindlichen Genussscheine sind Magnum AG, Salvator Grundbesitz AG, Windsor AG und Pongs & Zahn. D&B ist bei fast allen Platzierungen ausschließlicher Exklusivpartner für den Vertrieb. Ähnlich sieht es bei den aktuellen Unternehmensanleihen für Cargofresh, CCG, HPE und Konservenfabrik Zachow aus. Aufgrund der fehlenden Banklizenz muss momentan mit Bankpartnern zusammengearbeitet werden, um Genussscheine und Anleihen am Markt zu platzieren. Zukünftig will man jedoch die volle Dienstleistung rund um die Emission anbieten, insbesondere auch Börsenzulassung sowie Notierungsaufnahme der Produkte am Markt. Um dieses zu erreichen und entsprechende Dienstleistungen, die über die Beratung, Prospekterstellung, Due-Diligence-Prüfung und den Vertrieb derartiger Produkte hinausgehen anbieten zu können und die Wertschöpfungskette dementsprechend auszuweiten, muss entweder eine eigene Banklizenz beantragt werden oder eine Bank mit entsprechender Lizenz akquiriert werden.

Exkurs Genussscheine:

Die als Genussschein firmierenden Wertpapiere bieten für den Anleger bei geringfügig höherem Risiko im Gegensatz zu Anleihen eine bessere Rendite und zum anderen bei Ausnutzung der gesetzlichen Regeln eine steuerlich optimalere Verwendung als Anleihen.

Momentan sind Genussscheine an den Börsen kaum vorhanden. Die dort vertretenen, weisen meist nur geringe Umsätze auf. Der große Vorteil von Genussscheinen gegenüber Anleihen und Aktien ist die in der Regel höhere Verzinsung und die damit einhergehenden Kurschancen an der Börse. Sofern Genussscheine mit Options- oder Wandelrechten ausgestattet sind, kann der Inhaber mitunter von einer Kurssteigerung der Aktie einer Gesellschaft profitieren. Nachteilig ist bei Genussscheinen die Nachrangigkeit im Verlustfall/Insolvenzfall zu sehen. Die Bonität des Schuldners ist entscheidend. Kursrisiken, fehlende Markttransparenz und Illiquidität vieler Werte an der Börse können Anleger abschrecken. Gleiches gilt für oftmals anzutreffende Regelungen, dass im Falle einer ausgebliebenen Ausschüttung ein Nachzahlungsanspruch ausgeschlossen ist. Vorteile für Unternehmen ergeben sich aus der Zuordnung des Emissionserlöses zum Eigenkapital (bei der Anleihe hingegen zum Fremdkapital, so dass die Eigenkapitalposition und damit die Position gegenüber Banken gestärkt wird.

Fernsehwerbung auf n-tv für den „Driver & Bengsch Corporate Bond“ trägt zur Marken-Wahrnehmung bei

Im aktuellen Produktangebot finden sich vier Investmentfonds. Davon drei (Accessio Smaller Companies, Multi-Axxion-Stockpicker, Accessio Flex Strategy), bei denen D&B als Berater fungiert. Seit Juni 2006 ist D&B Fondsmanager des Rentenfonds „Driver&Bengsch Corporate Bond“ mit Schwerpunkt Unternehmensanleihen. Dieser wird aktiv im Fernsehen beim Nachrichtensender n-tv beworben und steigert zusätzlich den Bekanntheitsgrad der Driver & Bengsch Gruppe. Der Fonds hat ein Volumen von mittlerweile ca. 34,5 Mio. Euro und bietet mit Risikoklasse 2 eine konservative Risikostruktur bei bislang überdurchschnittlicher Rendite von 7,14%. Ziel ist es, langfristig eine im Vergleich zum Geldmarkt überdurch-

schnittliche Rendite des eingesetzten Kapitals in Euro zu erwirtschaften. GMAM wird das Fondsmanagement des Rentenfonds sowie der drei anderen Fonds mit derzeit beratender Funktion übernehmen, sobald die dafür notwendige Lizenz erteilt wurde. Des Weiteren gibt es eine Kooperation mit der Landesbank Berlin bezüglich der Emission von Zertifikaten. Hervorgegangen aus dieser Kooperation sind mit der LBB als Emittentin bereits zwei Produkte. Im Februar dieses Jahres wurde sowohl das D&B Best of Contest Zertifikat als auch das ACCESSIO Zinsgarant Zertifikat aufgelegt.

Aktiv vertrieben und vermarktet werden in erster Linie die oben genannten, eigenen Produkte, das sind die Kapitalanlagen, an deren Strukturierung, Platzierung oder Management man selbst beteiligt ist. Ca. 50% bis 60% der vermittelten Produkte lassen sich dieser Sparte zurechnen, mit denen man zwei Drittel des Umsatzes erzielt. Dabei wird der überwiegende Teil an die konventionellen Depotinhaber vermittelt. Um das Produktangebot von Anleihen, Genussscheinen, Zertifikaten und Fonds künftig zu vergrößern wurden die damit verbundenen Tätigkeiten sowie das vorhandene Know-How in die Tochtergesellschaft GMAM ausgelagert und konzentriert.

Kredit-Service-Plus GmbH

Im Aufbau befindet sich die ebenfalls im November 2006 gegründete Tochtergesellschaft Kredit Service Plus GmbH, die das Produktspektrum der D&B AG um Ratenkredite, Baufinanzierungen, Leasing und Kreditkarten erweitern soll. Bei der Ratenkreditvergabe handelt es sich um konventionelle Verbraucherkredite in der Größenordnung 2.500 Euro bis 100.000 Euro, die für private Anschaffungszwecke (PKW, Möbel, Urlaub) genutzt werden. Bei den offerierten Baufinanzierungen wird ähnlich dem sehr erfolgreichen Geschäftsmodell des börsennotierten Münchener Unternehmens Interhyp ein Finanzierungsvergleich durchgeführt und das beste Angebot dem Kunden unterbreitet. Das Leasingangebot bezieht sich auf alle mobilen Wirtschaftsgüter, steht aber wie die Kreditkarten momentan noch nicht zur Verfügung. Der Umsatzbeitrag der KSP für 2007 wird nach unserer Einschätzung bei ungefähr 0,3 – 0,5 Mio. Euro liegen. Die Konzerntochter steht am Anfang ihrer unternehmerischen Aktivitäten und wird erwartungsgemäß somit noch nicht signifikant zu den Unternehmenserträgen in 2007 beitragen, aber immerhin schon ein positives Ergebnis abliefern.

Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH

Die Gebrüder Hansen GmbH wurde im November 2005 für den Kaufpreis von 0,75 Mio. Euro vollständig übernommen. Es handelt sich dabei um einen 1970 gegründeten mittelständischen Versicherungsmakler mit 15 Mitarbeitern, der ein breites Spektrum an Versicherungsleistungen zu Leben-, Kranken-, Berufsunfähigkeits-, und Sachversicherungen anbietet. Hierzu unterhält die Gesellschaft Geschäftsbeziehungen zu ca. einem Dutzend führender Versicherungen (z.B. Allianz, Nürnberger Versicherungsgruppe, AXA etc.). Abgerundet wird das Produktangebot durch Finanzierungen, Investmentfonds und Vermögensverwaltung in

Baufinanzierungsvergleiche ähnlich wie bei Interhyp sind das Ziel...

Traditionsfirma mit derzeit 5.500 Kunden im norddeutschen Raum

Wir rechnen bei dieser Tochtergesellschaft mit einer Umsatzverdopplung in 2007

Zusammenarbeit mit dem WPH D&B. Der Kundenstamm umfasst ca. 5.500 Privatkunden im norddeutschen Raum, die sukzessiv um den Kundenstamm des WPH D&B erweitert werden. So werden ca. 40 Kunden pro Woche an Gebrüder Hansen weitervermittelt mit einer Abschlussquote von 25%. Dadurch wird das vorhandene Cross-Selling Potential zwischen den Gesellschaften gehoben. Der Umsatz der Gesellschaft könnte 2007 nach unseren Einschätzung 0,8 Mio. bis 1,0 Mio. Euro erreichen, was in etwa einer Verdopplung zu 2006 entspräche.

Wir bewerten anhand einer Residualeinkommensanalyse, da wir mit deutlichen Überrenditen ab 2008 rechnen

Unsere Bewertung zeigt Fair Value von 6,50 Euro je D&B-Aktie

Wir bewerten die Driver & Bengsch Aktie mit einer Residualeinkommensanalyse, da wir auf mittlere Sicht von einer Eigenkapitalrendite ausgehen, die deutlich über den Eigenkapitalkosten liegt. Als Eigenkapitalkosten setzten wir 11,0% an, wobei wir alle Werte zwischen 10,0% und 12,0% für akzeptabel halten. Die 11,0% ergeben sich aus einem risikolosen Zins von 4,5% sowie einer Risikoprämie von 5,0% bei einem Beta von 1,3. Das Geschäftsmodell, das vom Hauptumsatzbringer, dem Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG, verfolgt wird, hat sich bei anderen Wettbewerbern schon bewährt, so dass wir fest daran glauben, dass auch die D&B-Kunden weitere Produkte des Hauses nutzen werden, zumal diese ja ihre gute Qualität in verschiedenen öffentlichen Wettbewerben in Fachmagazinen schon bewiesen haben. Daneben konnten die angelegten Kundengelder gerade in den vergangenen 15 Monaten deutlich überproportional zum Kundenwachstum vervierfacht werden konnten, was für die gestiegene Reputation des Unternehmens bei den Kunden spricht.

Der Fair Value der D&B-Aktie liegt bei rund 6,50 Euro, obwohl wir die erwartete EK-Rendite ab 2010 als reine Vorsichtsmaßnahme auf 20% gekürzt haben.

Modellannahmen:

Diskontierungszins	9,0%
Jahre im Ausgangszeitpunkt bis GJ-Ende	0,7
Finale Wachstumsrate	2,5%
Durchschnittliche Eigenkapitalkosten (CoE)	11,0%

	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	Ewige Rente ab 2012
Bereinigter Netto-Gewinn (Tsd. Euro)	4.755	8.982	12.246	14.695	17.634	18.075
Erzielte bereinigte Eigenkapitalrendite nach Steuern	11,6%	20,6%	26,7%	20,0%	20,0%	
Bilanzielles Eigenkapital am Periodenende (Tsd. Euro)	42.730	44.537	47.148	47.800	49.900	
Netto-Gewinn über CoE (11,0%)	264	4.182	7.203	6.613	7.935	8.134
Barwerte des Residualeinkommens (Tsd. Euro)	248	3.612	5.708	4.807	5.293	76.568
Summe der Barwerte + Ewige Rente (Tsd. Euro)	96.237					
Buchwert in Tsd. Euro (Eigenkapital zum Ende des GJ 2006 abzüglich 2006er Dividende)	37.696					
Fair Value (Tsd. Euro)	133.933					
Fair Value je Driver & Bengsch Aktie	6,53 €					

Quelle: SRC Research

Auch beim Kursziel von 6,50 Euro noch immer günstiger bewertet nach dem 2008er KGV als die comdirect oder die DAB bank !

Uns erscheint ein Fair Value von 6,50 je D&B-Aktie auch dann angemessen, wenn wir dies auf die Kurs-Gewinn-Relationen bei anderen deutschen Finanzwerten umrechnen. Eine comdirect notiert derzeit etwa mit dem 35-fachen ihres von Bloomberg-Analysten geschätzten 2008er Gewinns. Die DAB bank, die sich auch vom reinen Onlinebroker immer mehr in Richtung Direktbank mit breiterer Produktpalette entwickelt hat, notiert derzeit etwa mit dem 19-fachen des 2008er Gewinns auf Basis des Bloomberg-Konsens. Die D&B-Aktie käme bei einem von uns geschätzten 2008er Gewinn je Aktie von 0,44 Euro auf ein KGV-Multiplikator von 14,8, wenn die Aktie bei unserem Kursziel von 6,50 Euro stünde. Auch dann wäre sie noch günstiger bewertet als die oben genannten Onlinebanken, die zwar auch von der Marktkapitalisierung wesentlich größer sind, aber auch bei Weitem nicht dasselbe Wachstumsmoment aufzuweisen haben, was die Kundenzahlen und Assets betrifft.

Wir starten die Coverage für Driver & Bengsch mit dem Rating Buy und dem Target von 6,50 Euro auf Sicht von 6-12 Monaten. Die Zahlen zum 1. Quartal 2007, die Mitte Mai präsentiert werden, sollten den positiven News Flow der letzten Monate fortsetzen und der Aktienentwicklung zusätzliche Impulse geben.

Driver & Bengsch Konzern	31.12. IFRS (TEUR)	2005	2006	2007e	2008e	2009e	CAGR '06 - 09e
Zinserträge		26	71	80	80	80	
Zinsaufwendungen		-2	-3	-4	-4	-4	
Zinsüberschuss		24	68	76	76	76	
Provisionserträge / Umsatz		9.049	10.551	17.300	25.300	32.200	
Provisionsaufwendungen		-1.355	-1.982	-2.941	-4.301	-5.474	
Provisionsüberschuss		7.694	8.569	14.359	20.999	26.726	46,1%
Sonstige betriebliche Erträge		47	127	150	200	200	
Gesamterträge		7.765	8.764	14.585	21.275	27.002	45,5%
Personalaufwand		-1.695	-2.410	-3.560	-4.107	-5.100	
Verwaltungsaufwendungen		-2.859	-4.796	-3.900	-4.050	-4.150	
Abschreibungen und Wertberichtigungen auf immaterielle Anlagevermögen und Sachanlagen		-1.034	-2.057	2.844	-125	-150	
davon Abschreibungen/ Zuschreibungen auf Firmenwerte		-974	-1.970	2.944	0	0	
Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Forderungen, Wertpapiere und Rückstellungen im Kreditgeschäft		-28	0	0	0	0	
Gesamtsumme der Abschreibungen		-1.062	-2.057	2.844	-125	-150	
Gesamtaufwendungen		-5.616	-9.263	-4.616	-8.282	-9.400	0,5%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EBT)		2.150	-498	9.969	12.993	17.602	
EBT vor Firmenwertabschreibungen		3.124	1.472	7.025	12.993	17.602	128,7%
Steueraufwand		-1.424	-457	-2.270	-4.011	-5.356	
<i>Steuerquote</i>		<i>-45,6%</i>	<i>-31,0%</i>	<i>-32,3%</i>	<i>-30,9%</i>	<i>-30,4%</i>	
Nettogewinn		726	-954	7.699	8.982	12.246	
Nettogewinn vor Firmenwertabschreibungen/ - zuschreibungen		1.700	1.016	4.755	8.982	12.246	129,3%
Anzahl der Aktien (Mio.)		20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	
Ergebnis je Aktie (EpS in Euro)		0,04	-0,05	0,38	0,44	0,60	
Bereinigtes Ergebnis je Aktie (adjusted EpS in Euro)		0,08	0,05	0,23	0,44	0,60	
Bereinigtes Ergebnis je Aktie über CoE (11,0%)		0,00	0,00	0,01	0,20	0,35	
Dividende je Aktie (DpS in Euro)		0,09	0,06	0,19	0,35	0,47	
Buchwert je Aktie (BVpS in Euro)		2,04	1,90	2,08	2,17	2,30	
Weitere Kennzahlen		2.005	2.006	2007e	2008e	2009e	
Eigenkapital		41.726	38.926	42.730	44.537	47.148	
Bereinigte Eigenkapitalrendite nach Steuern		4,1%	2,5%	11,6%	20,6%	26,7%	
Anzahl der verwalteten Konten und Depots		13.980	30.248	50.000	70.000	90.000	
Assets under Advice (Mio. Euro)		207	567	1.085	1.360	1.785	
Assets under Advice je Wertpapierberater (TEUR)		15.923	29.842	40.185	42.500	46.974	
Mitarbeiter		44	44	60	68	78	
davon Wertpapierberater bei WPH Driver & Bengsch AG		13	19	27	32	38	

SRC Research
- Der Spezialist für Finanzaktien -

Scharff Research und Consulting GmbH

Rheinstr. 25

D-64283 Darmstadt

Tel.: +49 (0)6151/ 35 33 612

E-Mail: Feedback@src-research.de

Internet: www.src-research.de

Rating Chronik:

Bei diesem Bericht handelt es sich um eine Ersteinstufrung. Daher steht keine Rating Chronik für die Driver & Bengsch AG zur Verfügung.

Hinweis: Der genannte Kurs der D&B-Aktie ist der Schlusskurs vom 25. April 2007. Der Emittent hat SRC Research mit der Research-Betreuung der Aktie beauftragt.

Disclaimer © 2007 Herausgeber: SRC-Scharff Research und Consulting GmbH, Rheinstr. 25, D-64283 Darmstadt. Alle Rechte vorbehalten.

Obwohl die in dieser Veröffentlichung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH enthaltenen Informationen aus sorgfältig ausgesuchten Quellen stammen, die wir für zuverlässig und vertrauenswürdig halten, können wir nicht für die Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen garantieren. Jede in dieser Veröffentlichung geäußerte Meinung gibt das gegenwärtige Werturteil des Autors wieder und entspricht nicht notwendigerweise der Meinung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH und/oder eines Stellvertreters oder Mitarbeiters. Die in dem Bericht wiedergegebenen Meinungen und Einschätzungen können ohne Ankündigung geändert werden. In dem vom Gesetz erlaubten Umfang übernehmen weder der Autor noch die SRC-Scharff Research und Consulting GmbH irgendeine Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder seines Inhalts. Der Bericht dient nur zu Informationszwecken und stellt kein Angebot oder eine Aufforderung, einen Rat oder eine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf der genannten Wertpapiere dar und ist auch nicht als solches auszulegen. Privatkunden sollten sich beraten lassen und sich darüber bewusst sein, dass die Preise und Erträge von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und dass in Bezug auf die zukünftige Entwicklung der genannten Wertpapiere keine Zusicherungen oder Garantien gegeben werden können. Der Autor und die SRC-Scharff Research und Consulting GmbH und/oder Stellvertreter oder Mitarbeiter verpflichten sich auf freiwilliger Basis, keine Long- oder Short-Positionen der in diesem Bericht genannten Wertpapieren zu halten und auch keine Optionen oder andere optionsähnliche Instrumente (derivative Instrumente) zu halten, die als Basis die in dieser Studie besprochenen Aktien zum Gegenstand haben.

Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung dieses Berichts und seines Inhalts im Ganzen oder in Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Geschäftsführung der SRC-Scharff Research und Consulting GmbH gestattet. Mit der Annahme dieses Dokuments erklären Sie sich damit einverstanden, an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein und unsere Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB), die jederzeit im Internet auf unserer Homepage www.src-research.de abrufbar sind, gelesen, verstanden und akzeptiert zu haben.