

Driver & Bengsch

Buy (unverändert)

Target: 2,50 Euro (alt: 4,00 Euro)



Der Spezialist für Finanzaktien

16 | 04 | 08

■ **Kurs (Euro)** **1.89**
Hoch / Tief 52 Wochen 5,30 / 1,38

■ **Schlüsseldaten**

Branche	Finanzdienstleister
Segment	Entry Standard
Index	Entry Standard Index
Gründungsjahr	2005
IPO	13.07.2006
Unternehmenssitz	Itzehoe, (D)
WKN	ADCB88
Kürzel	D8B
Reuters	D8BG.DE
Bloomberg	D8B GR
Rechnungslegungsstandard	IFRS
Ende des Geschäftsjahres	31/12
Marktkapitalisierung (Mio.)	38.7
Anzahl der Aktien (Mio.)	20.5
Streubesitz (Free Float)	26.8%
Free Float MarketCap (Mio.)	10.4
3J-gesch. Gewinnwachstum	87.0%

■ Bewertung (Multiplikatoren)	2007	2008e	2009e	2010e
MarketCap/ Gesamterträge	3.0	2.4	1.9	1.6
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	226.2	48.0	27.3	25.0
Dividendenrendite	0.0%	2.1%	2.6%	3.7%

■ Kennzahlen je Aktie (Euro)	2007	2008e	2009e	2010e
Ergebnis je Aktie (EpS)	0.01	0.04	0.07	0.08
Dividende je Aktie (DpS)	0.00	0.04	0.05	0.07
Buchwert je Aktie (BVpS)	1.91	1.91	1.93	1.93

■ Finanzdaten (Tsd. Euro)	2007	2008e	2009e	2010e
Gesamtleistung	12,884	16,068	20,049	24,031
Vorsteuergewinn (EBT)	338	1,153	2,028	2,211
Gewinn nach Steuern	171	807	1,420	1,548
EK-Rendite n. St.	0.4%	2.1%	3.6%	3.9%
Eigenkapital	39,097	39,084	39,479	39,592

■ **Grossaktionäre**

André Driver	36.6%
Carsten Bengsch	36.6%

■ **Nächste Termine**

1Q 2008	12/5/08
Hauptversammlung	10/6/08

■ **Analyst**

André Hüsemann

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

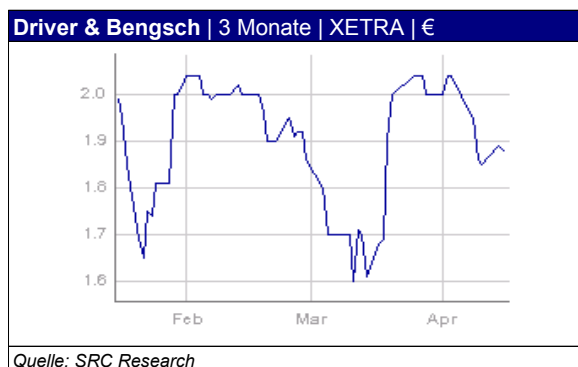
Regulierung der Branche beeinträchtigt Vertriebstätigkeit und verzögert Wachstum

Der Itzehoer Finanzdienstleister Driver & Bengsch veröffentlichte Anfang April seinen Geschäftsbericht für das abgelaufene GJ 2007. Die vorgelegten Zahlen blieben unter den Erwartungen und konnten das eindrucksvolle Wachstum der Kundenzahl und der AuA des vergangenen Jahres allerdings nicht widerspiegeln. Primäre Gründe für diese Verzögerung sind die Welle von neuen Regulierungen (MiFID, VVG, EU-Vermittlerrichtlinie), die insbesondere bei kleineren und mittelgroßen Unternehmen Arbeitskräfte binden, zusätzliche Kosten verursachen und vom Kerngeschäft abhalten. Erschwerend kam eine externe Sonderüberprüfung der BaFin hinzu, die zusätzliche Aufmerksamkeit erforderte und die Vertriebstätigkeit beeinträchtigte.

Insgesamt wurden die Umsatzerlöse um +20,5% von 10,5 auf 12,7 Mio. Euro gesteigert, was unter unserer Prognose von 13,7 Mio. Euro lag. Der Personalaufwand steigerte sich aufgrund des Aufbaus einer bundesweiten Vertriebsorganisation, wie von uns geschätzt, auf 3,6 Mio. Euro. Die Verwaltungsaufwendungen konnten aufgrund reduzierter Marketing- und Werbeaufwendungen moderat von 4,8 Mio. Euro auf 4,5 Mio. Euro gesenkt werden. Insgesamt sank jedoch die Profitabilität. Die Rohertragsmarge schwächte sich um 9 Prozentpunkte auf 72% ab. Das EBITDA liegt mit 1,2 Mio. Euro unter Vorjahr (1,5 Mio. Euro) sowie unter unserer Schätzung von 1,4 Mio. Euro. Die EBIT Marge ist mit 8% (Vorjahr: 13%) unter Branchendurchschnitt.

Bedingt durch die Verzinsung der ausgegebenen Genußscheine kam es im GJ 2007 und wird es in den kommenden Jahren einen erhöhten Zinsaufwand von rund 1 Mio. Euro geben, der das Finanzergebnis entscheidend beeinflusst. Dieser Umstand sowie die ungewöhnlich hohe Steuerquote von 49% führen zu einem Nettogewinn von nur 0,17 Mio. Euro (Vorjahr: 0,93 Mio. Euro). Eine Dividende wird für 2007 nicht gezahlt werden.

Aufgrund der aktuellen Finanzmarktkrise, der schwachen Aktienmärkte sowie dem verlangsamten Wachstum haben wir unsere Zahlen angepaßt. Eine neue DCF-Analyse liefert nur noch einen Fairen Wert von 2,50 Euro. Wir haben daher unser Target von 4,00 auf 2,50 Euro heruntergenommen. Da dies immer noch einem Kurspotential von über 30% entspricht, bleibt es beim Buy-Rating.



SWOT – Analyse

Stärken

- Die Tochtergesellschaft GMAM hat mittlerweile einen beachtlichen Track-Record bzgl. Emission, Strukturierung, Betreuung und Management von Produkten, die an den Kundenstamm vertrieben werden. Insbesondere Zertifikate, Fonds, Anleihen sowie Genußscheine sind Produkte, die unter Mitwirkung der GMAM entstehen oder gemanagt werden. So ist die Wertschöpfungskette erheblich verbreitert worden.

Schwächen

- Noch sehr niedriger Diversifizierungsgrad der Erträge. 96% des Umsatzes wird mit der Konzerntochter WPH Driver & Bengsch erwirtschaftet.
- Da es sich bei D&B im Verhältnis zu Mitbewerbern wie comdirect, AWD, OVB oder DVAG um einen wesentlich kleineren Anbieter handelt, ist dieser naturgemäß durch eine Verschärfung von Regulierungen wesentlich schneller aus dem Gleichgewicht zu bringen. Dies ergibt sich allein daraus, daß die Umsetzung neuer Vorschriften oftmals mit hohen Kosten und erforderlichen Investitionen verbunden ist, die kleinere Anbieter härter treffen.

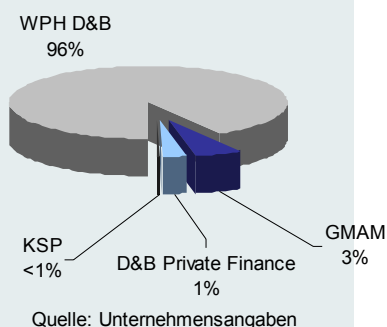
Chancen

- Durch das attraktive Tagesgeldkonto werden verstärkt Kunden gewonnen, die später aktiv von Beratern angegangen werden und in andere, für beide Seiten lukrativere Anlageformen vermittelt werden. Im GJ 2008 kann dieses Potential nun erfolgreich gehoben werden, und damit die Provisionserlöse entscheidend steigen lassen.
- Der Aufbau eines Maklernetzes führte in sehr kurzer Zeit zu beachtlichen Ergebnissen. So sind bereits rund 40 Maklerverbindungen mit ca. 3.000 einzelnen Maklern angeschlossen, die die D&B Produkte bundesweit vor Ort vertreiben. Einen interessanten Ansatz bietet D&B um der Haftungsdachthematik zu genügen. So wird den angebotenen Maklern angeboten bei den MiFID-regulierten Produkten, Kunden an die Wertpapierberatung von D&B zu vermitteln.
- 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. Trotz Kundenabgängen besteht weiterhin ein großer Kundenstamm.

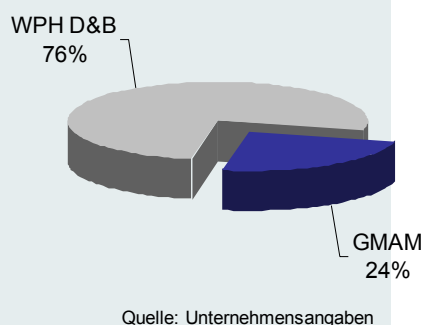
Risiken

- 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. Insbesondere vor dem Hintergrund einer möglichen Fusion oder eines möglichen Verkaufs der DAB Bank verursacht diese Abhängigkeit Unsicherheit.
- Einen nicht unerheblichen Teil der 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 finanzieller 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.

Umsatzdiversifizierung 2007



EBIT Diversifizierung 2007



Bereits 3.000 Mitarbeiter sind an D&B Private Finance angebunden und konnten in kürzester Zeit gewonnen werden.

Zukünftig sollen es noch wesentlich mehr werden.

Konzernstruktur mit neuer Konzerntochter D&B Private Finance

Die Umstrukturierung der neuen Tochtergesellschaft D&B Private Finance, die aus der Verschmelzung der Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH (Erworben November 2005) sowie der Meridio Direkt GmbH (Erworben Juni 2007) formiert wurde, konnte in 3Q 2007 abgeschlossen werden. Damit hat sich für die Driver & Bengsch Holding im letzten Kalenderjahr eine Änderung der Konzernstruktur ergeben. Neben dem Wertpapierhandelshaus, das im GJ 2007 ca. 95,7% (Vorjahr 96,7%) der Umsätze erwirtschaftet, der im November 2006 neu gegründeten GMAM, die auf Emissionsberatung und Corporate Finance fokussiert ist, und der in der Kreditvermittlung tätigen, Anfang 2007 gegründeten KSP steht als vierte hundertprozentige Tochtergesellschaft die Driver & Bengsch Private Finance, die die gesamte Driver & Bengsch Produktpalette vor Ort vertreiben soll.

Konzernstruktur der Driver & Bengsch AG - Holding -



Der Aufbau eines Vertriebsnetzes aus externen Partnern ist fortgeschritten. 7 Maklerbetreuer forcieren den Aufbau und betreuen bereits bestehende Verbindungen. Bis dato konnten bundesweit rund 40 Vertriebspartner mit ca. 3.000 angeschlossenen Mitarbeitern gewonnen werden, die in den vergangenen vier Wochen bereits 300 neue Kontoeröffnungen vermittelt haben. In Zukunft soll die Zahl der angeschlossenen Berater noch wesentlich gesteigert werden. Das Konzept sieht vor, daß die angeschlossenen Makler das Tagesgeldkonto als ideales Einstiegsprodukt und Türöffner für die Kundenakquise verwenden und die Produktpalette von D&B vertreiben. Um den aktuellen Regulierungen zu genügen und der Haftungsdachthematik zu entsprechen, werden die externen Makler jedoch keine MiFID regulierte Produkte wie Zertifikate, Genußscheine oder Aktien vertreiben, sondern gezielt auf die Wertpapierberatung von D&B verweisen. Bei Bedarf werden die so zugeführten Kunden von den D&B Wertpapierberatern telefonisch beraten. Bedingt durch Anlaufkosten und die durch den Aufbau des externen Maklernetzes entstandenen Kosten, kam es in 2007 bei der D&B Private Finance zu einem negativen EBIT (-668 Tausend Euro) bei stabilen Provisionserträgen. Wir werten dies als vielversprechende Investition, die sich bereits in diesem Jahr durch steigende Umsätze und Gewinne in diesem Segment auszahlen wird. Wir schätzen eine Verdoppelung der Versicherungsmaklerprovisionen für das GJ2008 auf 0,6 bis 0,8 Mio. Euro. Damit wird D&B Private Finance in diesem Jahr die höchste Wachstumsdynamik aufweisen.

Segmentberichterstattung zeigt das hohe Gewicht der WPH Driver & Bensch

Segmentberichterstattung

in Tausend €	Schwerpunkt	Provisionserträge		EBIT	
		2006	2007	2006	2007
WPH D&B	Anlage-, Abschlussvermittlung & Portfolioverwaltung	10,203	12,168 ↗	2,409	1,557 ↘
GMAM	Emissionsberatung	38	726 ↑	25	489 ↑
D&B Private Finance	Versicherungsvermittlung	391	379 →	6	-668 ↘
KSP	Kreditvermittlung	0	35 ↗	-3	-64 ↘
Gesamt		10,632	13,308 ↗	2,437	1,314 ↘

Quelle: Unternehmensangaben

Das CashManagement-Konto ist eines der attraktivsten Tagesgeldkonten am Markt.

Wertpapierhandelshaus Driver & Bensch – Der Hauptumsatzbringer im Konzern

Das WPH Driver & Bensch generiert mit einem Umsatzanteil von 95,7 % (2007) nach wie vor den Großteil der Umsatzerlöse und bildet die Kerntochter der Gesellschaft. Zu den Geschäftsfeldern gehört die Betreuung und das Verwalten der Zinskonten, die Wertpapierberatung und die Vermögensverwaltung. Eine Möglichkeit, Geld sicher und im langfristigen Mittel deutlich höher verzinst als die Inflationsrate anzulegen, ist das Tagesgeld. Das **CashManagementKonto** von Driver & Bensch ist unbestritten eines der attraktivsten Tagesgeldkonten am deutschen Markt und ist das ideale Einstiegsprodukt bei der Kundenakquise. Mit einer Verzinsung von aktuell 4,00% ohne Laufzeitbeschränkung und ohne Mindestanlage und Betragsbegrenzung, liegt das Itzehoer Unternehmen bundesweit unter den Top-Anbietern.

Marktübersicht der Tagesgeldanbieter zeigt D & B in einer guten Position

Klassisches Tagesgeld ohne Neukundenangebote						
Ranking	Grundlage 100.000€	Einlagen-sicherungsfonds	ab 1 €	ab 25.000€	ab 100.000€	Laufzeit
1	Amsterdam Trade Bank	-	4.40	4.40	4.40	∞
2	Norisbank	JA	4.25	4.25	4.25	∞
3	Parex Bank	JA	4.30	4.30	4.30	∞
4	Demir-Halk Bank	-	4.25	4.25	4.25	∞
5	Deniz Bank	-	4.13	4.13	4.13	∞
6	BKM Mainz	-	4.10	4.10	4.10	∞
7	Driver & Bensch	JA	4.00	4.00	4.00	∞
8	Garantiebank Int.	-	4.00	4.00	4.00	∞
9	Mbs Direkt	JA	2.40	3.19	3.91	∞
10	Mercedes-Benz Bank	JA	3.80	3.80	3.80	∞
...
21	Kreissparkasse Köln	JA	3.30	3.30	3.30	∞
22	ING-Diba	JA	3.25	3.25	3.25	∞
23	Comdirect-Bank	JA	3.80	3.80	0.50	∞

Zinssätze werden der Marktentwicklung angepasst

Quelle: Biallo, SRC Research

Die subventionierten Tagesgeldkonten sind zum 31.03.2008 ausgelaufen. Die meisten Kunden sind geblieben.

Erachtet man die Nichtzugehörigkeit zum Einlagensicherungsfonds¹ als Knock-out Kriterium, so ist Driver & Bensch unter den Top-Drei Anbietern. Im Oktober und November 2006 konnte das Unternehmen mit einer Sonderaktion, angeboten wurde das **ZinsPlusKonto**, ein Tagesgeldkonto mit einer Verzinsung von 4,5%, massiv Neukunden sowie Kundeneinlagen dazugewinnen. Die Neukundenakquise dauerte seinerzeit aufgrund der Flut von Neuansparungen bis ins 1Q 2007. Da die Laufzeit auf 12 Monate beschränkt ist, hat sich mittlerweile das Gros der bezuschußten Tagesgeldkonten in eine unbezuschußte Verzinsung zu marktüblichen Konditionen gewandelt. Die Subventionierung der Tagesgeldkonten kann als Marketingaufwand gesehen werden, der auf intelligente Art Neukundengeschäft generiert.

Tagesgeldangebot von Driver & Bensch

Zinskonten der d&b	Zinssatz	Konditionen
CashManagementKonto	4,00%	keine Betragsbegrenzungen und keine Mindestanlagesumme
ZinsPlusKonto	4,50%	Zinssatz garantiert für 12 Monate Anlagesumme bis 25.000Euro Gemeinschaftskonten bis 50.000 Zurzeit nicht angeboten.
ZinsDuoKonto	6%+ X%	50% Tagesgeld zu 6% p.a. 50% Von D&B ausgewähltes Wertpapier Mindestanlage 10.000€
ZinsKombiKonto	7,50%	50% Tagesgeld zu 5,5% p.a. 50% Genussschein zu 9,5% p.a. Zurzeit nicht angeboten.

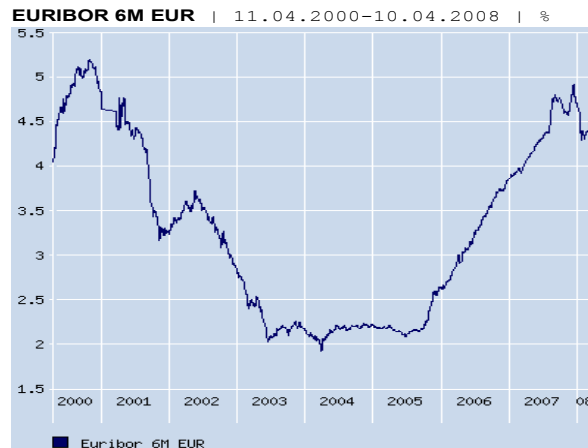
Quelle: Unternehmensangaben

Durch den Wegfall der Tagesgeldsubventionierung wird sich die Rentabilität erhöhen.

Durch den Wegfall der Zinssubventionen zum Ende des ersten Quartals werden sich so die Provisionsaufwendungen für das Unternehmen verringern und zu einer Profitabilitätssteigerung führen. Die Zinsen, die aufs Tagesgeld gezahlt werden, hängen direkt von den Zinsen des Geldmarktes ab und hier insbesondere von der Entwicklung des EURIBOR².

¹ Eine praktisch unbegrenzte Sicherheit bietet der Einlagensicherungsfonds des Bundesverbandes deutscher Banken. Hier sind die Guthaben jedes Kunden der privaten Banken bis zur Höhe von 30 Prozent des maßgeblichen haftenden Eigenkapitals der jeweiligen Bank zum Zeitpunkt des letzten veröffentlichten Jahresabschlusses voll gesichert, was einer Haftung im Millionenbereich gleichkommt. Diesem Fonds gehört die Mehrzahl der privaten deutschen Banken an.

² Die Bezeichnung Euribor ist eine Abkürzung und steht ausgeschrieben für Euro Interbank Offered Rate. Es handelt sich dabei um den Zinssatz, der zu Referenzzwecken bei Termingeschäften zwischen Banken, den so genannten Interbankengeschäften, herangezogen wird. Der Euribor wird täglich neu berechnet und basiert auf den Angaben von insgesamt 57 einzelnen Banken. Diese Kreditinstitute geben parallel um 11 Uhr Brüsseler Zeit ihre Angebotssätze für Gelder mit einer ein- bis zwölfmonatigen Laufzeit an einen Informationsanbieter weiter, welcher diese anschließend an die internationale Nachrichtenagentur Reuters leitet. Der Zinssatz selbst wird dabei nach der Actual/360 (ein Jahr wird hier pauschal mit 360 Tagen definiert) Methode festgelegt.



Quelle: SRC Research

Attraktive Tagesgeldzinsen sind durch den hohen EURIBOR möglich.

Zinsnomaden sind kaum zu binden

Da der EURIBOR seit Anfang 2006 beständig gestiegen ist und verhältnismäßig hoch notiert, können entsprechend attraktive Tagesgeldzinssätze angeboten werden. Da aber die erwirtschafteten Zinsen fast vollständig an die Kunden weitergegeben werden oder sogar aufgestockt werden, je nach aktueller Marktsituation, werden hier keine Gewinne erwirtschaftet. Vielmehr dient das Tagesgeldkonto als Einstieg für eine ausbaufähige Kundenbeziehung d.h. Wandlung in einen Depot- oder Vermögensverwaltungskunden. Mit dem Ablauf der zwölfmonatigen Sonderverzinsung (31.03.2008) und einem massiven Zugewinn an Kunden (rund 25.000 in 2 Quartalen), war eine Bereinigung nach Ende dieser Phase wahrscheinlich. Auch wenn das zeitlich unbegrenzte CashManagementKonto zu den attraktivsten Angeboten am Markt gehört. Ein Teil der Kundschaft, sogenannte Zinsnomaden, sind kaum zu binden, da diese je nach Marktsituation den Tagesgeldanbieter mit der temporär höchsten Verzinsung wählen. Dabei gibt es spezielle Angebote von diversen Instituten am Markt, die ganz ähnlich der D&B Werbeaktion auf reine Neukundengewinnung abzielen, und somit ausschließlich auch nur für Neukunden gelten. Dabei haben diese Offerten eine im Vorfeld zeitlich festgelegte Laufzeit und in den meisten Fällen eine Betragsobergrenze.

Sonderaktionen der Tagesgeldanbieter

Aktuelle Sonderaktionen im Markt (Zins in Prozent)				
	Einlagensicherung	ab 1 €	ab 25.000 €	ab 100.000 € Anmerkungen
1 Comdirect Bank	JA	4.75	4.75	6 Monate Laufzeit bis max. 30.000€
2 1822 direkt	JA	4.30	4.30	Zins gilt bis 30.6.2008 bis zum 31.10.2008 bis max. 20.000€
3 Audi Bank direct	JA	4.25	-	bis zum 31.10.2008 bis max. 20.000€
4 VW Bank direct	JA	4.25	-	bis zum 31.10.2008 bis max. 20.000€
5 SEB Bank	JA	3.8	-	bis 30.09.2008 bis max. 20.000 €

Quelle: Biallo, SRC Research

Wesentliche Abflüsse an Assets waren durch den Kursverfall an den Börsen bedingt.

Die Zahl der Kontenschließungen liegt im Rahmen der erwarteten Bereinigung nach Ablauf der Sonderaktion

Daher erreichte die Zahl der Kunden im 1Q 2007 mit 40.867 seinen Höhepunkt und bereinigte sich im Laufe des GJ 2007 durch das Auslaufen der Sonderkonditionen, insbesondere im 4Q 2007 (-1.789 Kunden) auf 38.477. Die AuA verminderten sich seit dem Höchstwert im dritten Quartal mit rund 892 Mio. Euro auf 778 Mio. Euro im vierten Quartal. Neben dem Abzug von Vermögen durch Kontenschließung ist hier der Kursverlust an den Börsen sehr bedeutend. Wir erwarten für das erste Quartal 2008 eine weitere Kontenreduzierung um ca. 5% und durch das schwache Börsenumfeld und den Kursverfall an den Börsen eine Reduzierung der AuA um etwa 10%.

Verteilung der Assets

Einlagen nach Kontenart in Mio. €		Anmerkungen
ZinsKombiKonto	54.5	subventioniert, davon 50% in Wertpapieren
ZinsDuoKonto	76.8	subventioniert, davon 50% in Wertpapieren
CashManagementKonto	304.0	4,00% aktuelle Verzinsung
Depotverwaltung inkl Vermögensverwaltung	290.0	
Gesamt	725.3	

Quelle: SRC Research Schätzung

Ebenfalls beeinflusst durch das Börsenumfeld ist die Vermögensverteilung zwischen Depot und Konten. In den vergangenen Monaten wurden massiv investierte Gelder aus Aktien, Fonds und anderen risikobehafteten Anlagen abgezogen und in liquiditätsorientierte, kurzfristige Anlagen geschichtet. Dazu gehören Tagesgeldkonten, Geldmarktfonds etc.

Aufgrund dieser Entwicklung war die Wandlung der Tagesgeldkunden in lukrative Depotkunden nur bedingt möglich und erfolgreich. Im Ergebnis sank der Anteil des Depotvolumens an den AuA im Vergleich zum Vorjahr. Wir schätzen, daß aktuell rund zwei Drittel der AuA auf Tagesgeldkonten verteilt sind, während ein Drittel in Wertpapieren investiert ist. Daher war das Provisionsergebnis in der Depotverwaltung als einziges Segment rückläufig, während in den anderen Segmenten gute Steigerungen erreicht werden konnten.

Provisionsergebnis

in tausend Euro	2006	2007		2008e	
Vermittlungsprovision	6.992	8.224 ↗	18%	10.553 ↗	28%
Bestandsprovision	1.167	1.498 ↗	28%	1.798 ↗	20%
Depotverwaltung	1.821	1.578 ↘	-13%	1.720 →	9%
Versicherungsmaklerprovision	348	367 ↗	5%	701 ↑	91%
Fondsmanagement	223	868 ↗	289%	929 →	7%
Emissionsberatung	0	140 ↗	-	147 →	5%
Kreditvermittlung	0	35 ↗	-	41 ↗	16%
Gesamt	10.551	12.710 ↗	20%	15.888 ↗	25%

Quelle: Unternehmensangaben, SRC Research Schätzung

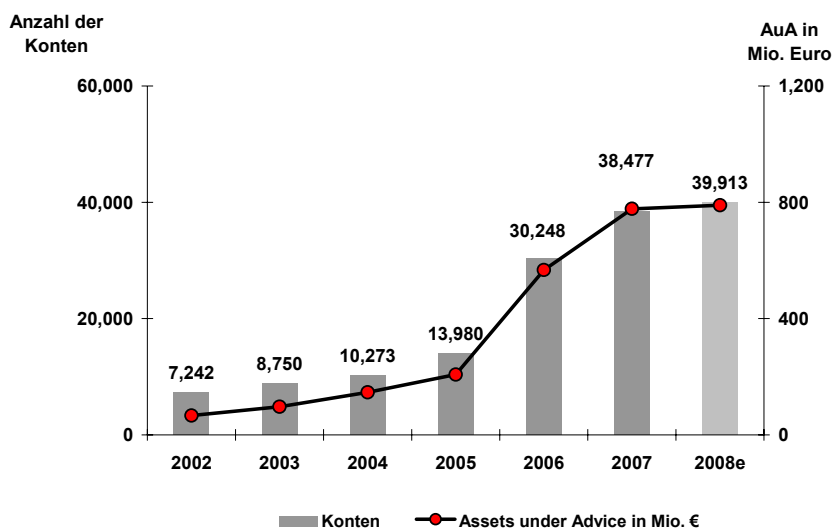
Insbesondere die Einführung der MiFID hatte wesentlichen Einfluß auf die Geschäftstätigkeit des Unternehmens

Steigende Provisionserlöse bei sinkender Rentabilität kennzeichnen das GJ2007

Das Unternehmen ist für das aktuelle GJ gut positioniert.

Wir erwarten, daß der Hauptumsatztreiber, das WPH D&B, seine Umsatzerlöse um 24,5% steigern wird.

Wesentlichen Einfluß auf die Geschäftsentwicklung des WPH D&B hatte ebenfalls die Umsetzung wichtiger Regulierungen des Marktes. In Deutschland trat am 22. Mai 2007 die EU-Vermittlerrichtlinie in Kraft und am 1. November 2007 wurde die MiFID Richtlinie eingeführt. Im Dezember sind die Änderungen des VVG verabschiedet worden. Insbesondere die Einführung der MiFID am 1. November 2007 führte zu einer Umstrukturierung und Neuorganisation von Vorgängen und Arbeitsabläufen, die u.a. die gewöhnliche Vertriebstätigkeit der Wertpapierberater beeinträchtigte. Eine unangekündigte Sonderprüfung der BaFin in der Mitte des letzten Jahres verstärkte diese Beeinträchtigung zusätzlich, so daß im vierten Quartal '07 eine eingeschränkte Wertpapierberatung stattfand. Geschilderte Faktoren hatten wesentlichen Einfluß auf die Umsatz- und Ertragssituation des WPH D&B. Zwar konnte die wichtigste Konzerntochter und größter Umsatzlieferant, das WPH D&B, seine Provisionserlöse um rund +20% auf 12.168 Tausend Euro steigern, die Rentabilität nahm allerdings u.a. aufgrund von Einmalaufwendungen (Kosten der BaFin Prüfung, Umsetzung von Richtlinien, etc.) deutlich ab. Mit 1,6 Mio. Euro liegt das EBIT des WPH D&B 35% unter Vorjahr (2,4 Mio. Euro) woraus sich eine EBIT Marge '07 von 13% errechnet (Vorjahr 24%). Nach Aussagen des Managements sind die Bemühungen, Aufwendungen und Kosten für die Anpassung des Unternehmens an die veränderten Rahmenbedingungen erfolgreich abgeschlossen, so daß man gestärkt und gut aufgestellt in die Zukunft blickt. Nach dem Auslaufen subventionierter Tagesgeldkonten verfügt D&B aktuell über einen respektablen Kundenstamm von über 35.000 Kunden. Wir erwarten, daß nach den Verzögerungen des letzten Jahres diese gute Ausgangssituation nun konsequent genutzt wird um bestehende Kunden zu beraten und in lukrativere Anlageformen zu führen. Daher erwarten wir ein Wachstum der Provisionserlöse des WPH D&B um 24,5%. Damit wird das Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch auch im GJ2008 weiterhin den Löwenanteil von rund 90% der Umsatzerlöse erwirtschaften.



Quelle: Unternehmensangaben, SRC Research Schätzung

GMAM verzeichnete 2007 das stärkste Wachstum im Konzern.

Dabei ist die Tochtergesellschaft äußerst profitabel.

Kerngeschäftsfelder sind das Fondsmangement sowie die Emissionsberatung

Insbesondere der deutsche Mittelstand gehört zur prädestinierten Kundengruppe der Konzerntochter

GMAM ist der Treiber der Profitabilität des Konzerns

Die wachstumsstärkste Geschäftsentwicklung im abgelaufenen Kalenderjahr hat die erst im November 2006 gegründete GMAM zu verzeichnen. GMAM ist die aus dem WPH D&B ausgelagerte Emissionsberatung für Mittelstandskunden. Ziel der Tochtergesellschaft ist es sich stärker dem Geschäftsfeld Corporate Finance bzw. Strukturierung und Emission von Kapitalmarktprodukten zu widmen. Dabei liegt die Kernklientel im oftmals von den traditionellen Hausbanken vernachlässigten Mittelstand. Die Unternehmensfinanzierung im Mittelstand befindet sich seit einigen Jahren in einem starken Wandel. Fremdkapitalfinanzierungen über Banken sind dramatisch zurückgegangen. Statt dessen investieren viele klassische Mittelstandsbanken vorhandenes Kapital lieber in windige, undurchsichtige US-Finanzprodukte, die am Ende hohe Wertabschreibungen erfordern. Der Mittelstand muß also immer häufiger alternative Finanzierungsformen aktiv nutzen, um seinen Liquiditätsbedarf zu decken. Diese werden für die Abdeckung von besonderen Wachstumsprojekten, Abwicklung von Großaufträgen oder die Finanzierung von Unternehmenskäufen gebraucht. Die Nutzung der Kapitalmärkte für mittelständische Unternehmen ist in Deutschland erst seit relativ kurzer Zeit möglich. Dabei wird auf bewährte Finanzierungsinstrumente wie Unternehmensanleihen, Genussrechte oder Genussscheine zurückgegriffen, die für kleinere Finanzierungstranchen konfektioniert werden. Bei Finanzvolumen unter 50 Mio. Euro war dies faktisch vor einigen Jahren noch undenkbar.

Finanzierung für den Mittelstand durch Driver & Bengsch

Track Record GMAM

Anleihen, Genussscheine

Unternehmen	WKN	Art	Emission	Mio. €	Kupon	Fälligkeit
Magnum AG	650155	Genussschein	01.07.1999	30	12,00%	31.12.2009
Magnum AG	325570	Genussschein	01.01.2003	30	12,00%	n.a.
Salvator Grundbesitz AG	716060	Genussschein	01.07.2004	15	9,50%	n.a.
Ponaxis AG	A0DMFY	Anleihe	01.12.2004	12	8,00%	01.12.2007
Windsor AG	A0EQVT	Genussschein	01.01.2005	50	8,00%	n.a.
Pongs und Zahn AG	A0F52H	Genussschein	01.01.2005	35	8,50%	n.a.
Ponaxis AG	A0EUCD	Anleihe	01.07.2005	5	8,50%	01.07.2011
Cargofresh AG	A0EY52	Anleihe	01.07.2005	8	9,00%	01.07.2010
HPE AG	A0EY6P	Anleihe	01.07.2005	8	9,00%	01.07.2013
Konservenfabrik Zachow GmbH	A0H5JK	Anleihe	01.04.2006	6	8,00%	01.04.2013
Salvator Grundbesitz AG	A0JND0	Genussschein	01.07.2006	150	9,50%	n.a.
Cargofresh AG	A0JQ95	Anleihe	01.07.2006	20	9,00%	01.07.2012
HPE AG	A0KAHS	Anleihe	01.09.2006	20	9,00%	01.09.2014
CCG AG	A0KAH3	Anleihe	01.10.2006	10	8,50%	01.10.2012
Driver & Bengsch	ADCB01	Genussschein	01.01.2007	50	8,50%	31.12.2027
Koch Gruppe Automobile AG	A0STJ9	Anleihe	01.01.2008	15	9,00%	31.12.2015

Quelle: Unternehmensangaben, SRC Research

GMAM strukturiert und emittiert Produkte wie Genussscheine, Anleihen und Zertifikate und tritt darüber hinaus als Fondsberater für Investmentfonds auf. Mittlerweile hat D&B einen umfangreichen Track Record. Neben 15

GMAM zeichnet sich durch seine hohe EBIT Marge von 67,4 % aus.

Damit liefert die Tochter einen wesentlichen Beitrag zum Gesamtkonzern-EBIT von 24%.

KSP bleibt hinter den Erwartungen und ist noch defizitär.

Die schlechte Stimmung an den Finanzmärkten und auch die gegenwärtige Konjunkturlaute werden das GJ 2008 bestimmen.

Zertifikaten, die von D&B betreut werden, war man Kooperationspartner bei ebenso vielen Emissionen von Anleihen und Genußscheinen. Darüber hinaus ist das Unternehmen als Fondsberater bei 5 Fonds aktiv. Der spätere Vertrieb dieser Produkte an die Kundenbasis, hier insbesondere die Depotinhaber, erfolgt durch das WPH D&B. Ein großer Teil der an die Kundenbasis vermittelten Produkte sind eigene Produkte, an deren Strukturierung, Management oder Betreuung man selbst beteiligt ist. Wesentliche Teile des Umsatzes werden so, unter Ausschöpfung der vollen Wertschöpfungskette vermittelt.

Die Provisionserträge der GMAM konnten in 2007 auf 726 Tausend Euro gesteigert werden (Vorjahr 38 Tausend Euro). Dabei ist die Sparte mit einer EBIT-Marge von 67,4% hochprofitabel. Das EBIT von 489 Tausend Euro hat einen wesentlichen Anteil am operativen Gewinn des Konzerns. Wir erwarten, daß sich die positive Geschäftsentwicklung der GMAM im aktuellen Geschäftsjahr fortsetzt und ein 2008er EBIT von etwas über einer halben Mio. Euro erreicht wird.

KSP - Cross Selling Potential noch nicht erschlossen

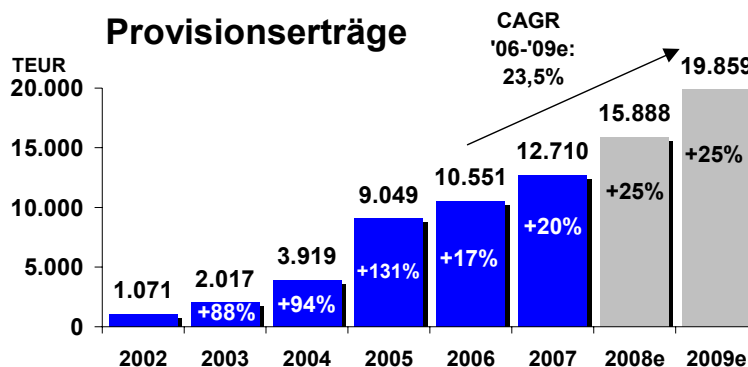
Die Anfang 2007 gegründete Kredit Service Plus blieb im aktuellen Geschäftsjahr hinter den Erwartungen zurück. Die Tochtergesellschaft soll das Produktangebot durch Ratenkredite, Baufinanzierungen, Kreditkarten und Leasing abrunden und das Cross Selling Potential steigern. Der Umsatzbeitrag lag im GJ2007 jedoch noch deutlich unter den Erwartungen. Mit einem Umsatz von 35 Tausend Euro bei einem EBIT-Verlust von 64 Tausend Euro, ist man noch nicht über die Anlaufphase hinaus und schreibt Verluste. Insbesondere durch die Vertriebstätigkeit von D&B Private Finance wird sich hier die Ertragssituation aber zukünftig wesentlich verbessern, da die KSP Produktpalette sehr gut von den externen Maklern angenommen wird.

Ausblick und Prognose für 2008 und Folgejahre

Das Unternehmen hat aufgrund verschärfter Regularien (insbesondere MiFID) verbunden mit Prozeßumstellungen und eingeschränkter Vertriebstätigkeit, das angepeilte Wachstum im abgelaufenen GJ2007 nicht realisieren können. Da die Umsetzung der Richtlinien erfolgreich abgeschlossen werden konnte, erwarten wir die Realisierung des ausstehenden Wachstumspotentials nun mit Verzögerung im aktuellen Geschäftsjahr sowie folgende. Dennoch bleibt abzuwarten inwieweit die schlechte Stimmung an den Finanzmärkten und damit das liquiditätsorientierte Verhalten der Anleger sich auf die Vertriebstätigkeit des Unternehmens auswirken wird. Insbesondere das Geschäftsjahr 2008 wird auch weiterhin durch die Finanzkrise geprägt sein. Ein baldiges Ende ist hier nicht in Sicht. Die Spannungen können länger andauern als anfänglich erwartet. Hinzu kommt die Einschätzung des Hamburgischen Weltwirtschaftsinstitutes, dass sich die Konjunkturperspektiven für 2008 aufgrund der amerikanischen Immobilien- und Finanzkrise sowie des dauerhaften Ölpreis- und Euro-Kursanstieges eingetrübt haben. Für die privaten Konsumausgaben erwartet das Institut ein Plus von 1,0% im kommenden Jahr nach einem Zuwachs um 0,2% in diesem.

Wir gehen davon aus, daß sich D&B wie in den vergangenen Jahren auch in einem schwachen Marktumfeld behaupten wird.

Als wesentliche Wachstumstreiber des Unternehmens für das Geschäftsjahr 2008 erwarten wir Neugeschäft durch den Aufbau des bundesweiten Maklernetzes sowie eine noch weitaus verstärkte Beratung des vorhandenen Kundenstamms.



Quelle: Unternehmensangaben, SRC Research Schätzungen für 2008 und 2009

Prognose für 2008:

Umsatz 15,9 Mio. €
EBIT 2,0 Mio. €
EPS 0,04 €

Beteiligung an der Münchener V-Bank als strategische Positionierung

Bei konsequenter Nutzung des vorhandenen Potentials erachten wir eine Umsatzsteigerung von jeweils 25% für 2008 und 2009 für möglich, so daß wir mit Umsatzerlösen von 15,9 Mio. Euro (2008) und 19,9 Mio. Euro für 2009 rechnen. Die Rohertragsmarge halten wir auf dem Niveau des Vorjahres von rund 73%, was marktüblich ist. Die EBIT Marge wird sich ohne außergewöhnliche Aufwendungen und Effekte auf dem Niveau von 2006 stabilisieren. Dabei ergibt sich ein EBIT von 2,0 Mio. Euro für 2008 und 2,9 Mio. Euro für 2009. Aufgrund erhöhter Zinsaufwendungen durch Bedienung des im Jahr 2007 emittierten D&B Genußscheines, rechnen wir mit einem moderaten Nettogewinn, der 2009 erstmals oberhalb von einer Mio. Euro liegen könnte. Daraus ergibt sich eine EpS Schätzung von 0,04 Euro für 2008 und 0,07 Euro für 2009.

Seit Anfang April hat die neugegründete Münchner V-Bank mit 34 Mitarbeitern ihren Betrieb aufgenommen und betreut ausschließlich unabhängige Vermögensverwalter und institutionelle Kunden. Die erste unabhängige Bank für Vermögensverwalter in Deutschland hat eine Vollbanklizenz und setzt nach eigenen Angaben mit ihren beiden Zielkundengruppen auf einen Wachstumsmarkt. Unabhängige Vermögensverwalter werden in den nächsten Jahren ihren Marktanteil in Deutschland von derzeit unter 5 Prozent, ähnlich der Entwicklung in den USA und der Schweiz dort sind es bis zu 30%, deutlich erhöhen. Die Geschäfte der Bank führt der ehemalige DAB Bank-Vorstand Jens Hagemann. Hauptaktionär ist der Stuttgarter Finanzdienstleister Wüstenrot & Württembergische. Mit der 9,99% Beteiligung an der V-Bank im Herbst 2007 will D&B seine strategische Position am deutschen Vermögensverwaltermarkt stärken. Operativ wird die neue Beteiligung vorerst keine Auswirkung auf die Unternehmenstätigkeit haben. Im Vordergrund steht die Vermutung des Managements, dass sich die V-Bank schnell am Markt etablieren wird und damit der Unternehmenswert kurzfristig bedeutend steigen könnte.

Als Annahmen für unsere Bewertung nehmen wir:

Eigenkapitalkosten 9,3%
Finale Wachstumsrate 2,5%

DCF-Analyse zeigt die gegenwärtige Unterbewertung

Wir bewerten die Driver & Bengsch Aktie mit einer DCF-Analyse. Als Eigenkapitalkosten setzten wir 9,3% an, wobei wir alle Werte zwischen 8,5% und 10,5% für akzeptabel halten. Die 9,3% ergeben sich aus einem risikolosen Zins von 4,5% sowie einer Risikoprämie von 4,0% bei einem Beta von 1,2. Wir sind weiterhin vom Geschäftsmodell des Itzehoer Finanzdienstleisters überzeugt und uns sicher, im aktuellen sowie in den kommenden Geschäftsjahren weiterhin ein signifikantes Wachstum bei Umsatz, EBIT und Nettogewinn zu sehen. Das abgelaufene GJ 2007 konnte unsere hohen Erwartungen jedoch nicht vollständig erfüllen. In Anbetracht des schlechten Sentiments an den Kapitalmärkten und des liquiditätsorientierten und zögerlichen Anlegerverhaltens haben wir unsere Schätzungen mittelfristig gesenkt. Eine DCF-Analyse liefert auf Basis der aktuellen Schätzungen einen fairen Unternehmenswert von rund 2,50 Euro je Aktie. Wir behalten unser Buy-Rating für die Driver & Bengsch-Aktie mit dem neuem Kursziel von 2,50 Euro bei.

DCF-Analyse zeigt ein Kurspotential von über 30% für Driver & Bengsch

DCF-Modell für Driver & Bengsch Konzern (Entity WACC Methode)

		9,1%		9,3%		
Gewichtete Kapitalkosten (WACC)		9,1%	CoE	9,3%		
Jahre im Ausgangszeitpunkt bis zur 1. Ausschüttung		0,7	CoL	7,5%		
Wachstum im Terminal Value		2,5%				
Tsd. Euro	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	Ewige Rente
Gesamtleistung	16.068	20.049	24.031	28.838	34.605	35.470,1
Umsatzwachstum	26,4%	24,8%	19,9%	20,0%	20,0%	2,5%
EBIT Marge	12,4%	14,4%	12,9%	15,1%	16,3%	13,0%
EBIT	1.998	2.895	3.101	4.342	5.644	4.611,1
Steuern auf EBIT	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Net operating profit after tax (NOPAT)	1.398,6	2.026,6	2.170,8	3.039,1	3.950,8	3.227,8
+ Abschreibungen SAV/ immat. AV	125	150	180	200	210	230
+/- Veränderungen im Working Capital	0	0	0	0	0	0
+/- Veränderungen im Sonstigen UV	220	230	240	255	275	290
- Auszahlungen (netto) für SAV-Investitionen	-200	-220	-240	-260	-275	-280
Freier Cash Flow	1.543,6	2.186,6	2.350,8	3.234,1	4.160,8	3.467,8
Barwerte der freien Cash Flows	1.452,1	1.885,1	1.857,2	2.341,6	2.760,8	32.983,8
Summe der freien Cash Flows	43.281					
+ Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	0					
+ Liquide Mittel/ Wertpapiere	8.591					
Unternehmenswert	51.872					
- Zinstragende Verbindlichkeiten/ Langfristige Rückstellungen	-904					
Marktwert des Eigenkapitals	50.968					
Anzahl der Aktien (Mio.)	20,5					
Marktwert des EK je Aktie in Euro	2,49					

Quelle: SRC Research

Driver & Bengsch Konzern

31.12. IFRS, TEUR	2006	2007	2008e	2009e	2010e	CAGR '07 - 10e
Provisionserträge	10.551	12.710	15.888	19.859	23.831	23,3%
Sonstige betriebliche Erträge	127	174	180	190	200	
Gesamtleistung	10.678	12.884	16.068	20.049	24.031	23,1%
Provisionsaufwendungen	-1.982	-3.635	-4.576	-5.362	-6.434	
<i>Provisionsüberschuss</i>	<i>8.569</i>	<i>9.075</i>	<i>11.312</i>	<i>14.497</i>	<i>17.397</i>	
Rohertrag	8.696	9.249	11.492	14.687	17.597	23,9%
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>81%</i>	<i>72%</i>	<i>72%</i>	<i>73%</i>	<i>73%</i>	
Personalaufwand	-2.410	-3.586	-4.483	-5.827	-7.575	
Verwaltungsaufwendungen	-4.796	-4.483	-4.886	-5.815	-6.745	
EBITDA	1.490	1.180	2.123	3.045	3.276	
Abschreibungen und Wertberichtigungen auf immaterielle Anlagewerte und Sachanlagen	-87	-99	-125	-150	-175	
Gesamtsumme der Abschreibungen	-87	-99	-125	-150	-175	
EBIT	1.403	1.081	1.998	2.895	3.101	42,1%
<i>EBIT Marge</i>	<i>13,1%</i>	<i>8,4%</i>	<i>12,4%</i>	<i>14,4%</i>	<i>12,9%</i>	
Zinserträge	71	230	140	130	120	
Zinsaufwendungen	-3	-972	-985	-997	-1.010	
Finanzergebnis	68	-742	-845	-867	-890	
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit (EBT)	1.469	338	1.153	2.028	2.211	87,0%
Steueraufwand	-542	-167	-346	-608	-663	
<i>Steuerquote</i>	<i>36,9%</i>	<i>49,3%</i>	<i>30,0%</i>	<i>30,0%</i>	<i>30,0%</i>	
Nettogewinn	928	171	807	1.420	1.548	108,3%
Anzahl der Aktien (Mio.)	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5	
Ergebnis je Aktie (EpS in Euro)	0,05	0,01	0,04	0,07	0,08	108,3%
Dividende je Aktie (DpS in Euro)	0,06	0,00	0,04	0,05	0,07	
Buchwert je Aktie (BVpS in Euro)	1,90	1,91	1,91	1,93	1,93	
Weitere Kennzahlen	2006	2007	2008e	2009e	2010e	
Eigenkapital	38.926	39.097	39.084	39.479	39.592	0,4%
Eigenkapitalrendite nach Steuern	2,3%	0,4%	2,1%	3,6%	3,9%	

SRC Research
- Der Spezialist für Finanz- und Immobilienaktien -

Scharff Research und Consulting GmbH
Klingerstrasse 23
D-60313 Frankfurt
Tel.: +49 (0) 69 / 400 313 - 79
E-Mail: Feedback@src-research.de
Internet: www.src-research.de

Rating Chronik	Datum	Empfehlung	damaliger Kurs	damaliges Kursziel
Driver&Bensch	16.11.2007	Buy	2,86 €	4,00 €
Driver&Bensch	20.08.2007	Buy	3,40 €	5,00 €
Driver&Bensch	21.05.2007	Buy	4,70 €	6,50 €
Driver&Bensch	26.04.2007	Buy	4,35 €	6,50 €

Hinweis: Der genannte Kurs der D&B - Aktie ist der Schlusskurs vom 15. April 2008. Der Emittent hat SRC Research mit der Research-Betreuung der Aktie beauftragt.

Disclaimer © 2008 Herausgeber: SRC-Scharff Research und Consulting GmbH, Klingerstr. 23, D-60313 Frankfurt, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten.

Obwohl die in dieser Veröffentlichung der SRC-Scharff Reserach 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 Wertpapiere 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.