



Researchstudie (Anno)



Stand 05.05.2008

KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18

Driver & Bengsch AG^{(5)*}

KAUFEN

Kursziel: 3,66 Euro

Kurs: 1,80 Euro
2.5.2008, 12.15 Uhr
XETRA

**Letztes Rating/
Kursziel:**
31. August 2007
KAUFEN / 5,45 €

Marktsegment:
Prime Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Markus Lindermayr
lindermayr@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.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:

Branche: Finanzdienstleistung
Mitarbeiter: 66
Firmensitz: Itzehoe

Gründung: 07/2005

Vorstand:

André Driver, Carsten Bengsch

WKN: ADCB88

ISIN: DE000ADCB888

Börsenkürzel: D8B.FSE

Anzahl Aktien: 20,5 Mio. EUR

Marktkap.: 39,9 Mio. EUR

Streubesitz: 26,8 %

52 W Hoch: 5,24 EUR

52 W Tief: 1,54 EUR

Durchs. Tagesvolumen : 54.695 €*

* Quelle Comdirect (Frankfurt Parkett und Xetra, 250 Tage).



In Mio. Euro	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Provisionserträge	10,551	12,710	14,500	18,000
EBITDA	1,486	1,180	4,400	6,200
EBIT	1,399	1,081	4,300	6,100
Periodenergebnis	0,925	0,171	2,098	3,591
In Euro				
Gewinn je Aktie	0,05	0,01	0,10	0,18
Dividende je Aktie	0,06	0,00	0,06	0,06
In %				
EBITDA-Marge	14,1	9,3	30,3	34,4
EBIT-Marge	13,3	8,5	29,7	33,9
Dividendenrendite				
Kennzahlen				
EV/Sales	3,26	3,01	2,66	2,44
EV/EBITDA	23,16	32,39	8,77	6,22
KGV	39,89	215,79	17,59	10,28
KBV (31.12.2008)				

Highlights:

- Geschäftsjahr 2007 durch Sonderbelastungen geprägt
- Aktion „ZinsPlus“ erfolgreich abgeschlossen, geringere Aufwendungen erwartet
- Genussscheinemission ermöglicht weitere Akquisitionen
- Ausblick auf Geschäftsjahr 2008 nach Ende der Sonderbelastungen wieder positiv

INHALTSANGABE

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	4
Profil.....	4
Konsolidierungskreis.....	5
Unternehmenstermine.....	5

Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	6
SWOT-Analyse.....	7

Unternehmensentwicklung und Prognose

Zahlen im Überblick.....	8
Umsatz und Ergebnisentwicklung.....	9
Ergebnisbetrachtung 2007.....	12
Bilanzielle Betrachtung 2007.....	13

Bewertung

DCF-Bewertung.....	14
Bestimmung der Kapitalkosten.....	14
DCF-Modell.....	16

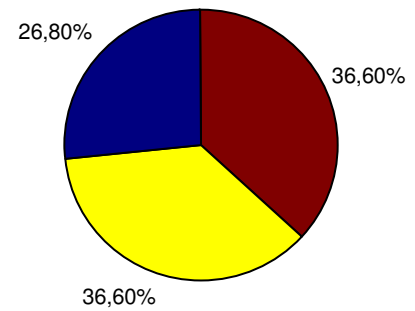
Anhang

Disclaimer/Haftungsausschuss.....	18
-----------------------------------	----

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
André Driver	36,6 %
Carsten Bengsch	36,6 %
Streubesitz	26,8 %



Quelle: Driver&Bensch; GBC AG

Profil

Die Driver & Bengsch AG mit Sitz in Itzehoe (Schleswig-Holstein) geht zurück auf die 1996 von André Driver und Carsten Bengsch gegründete d&b Finanz- und Versicherungsmakler mbh. Heute ist die Driver & Bengsch AG als Holding Muttergesellschaft von vier operativ tätigen Tochtergesellschaften.

Kernstück der Driver & Bengsch Gruppe ist die Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG (WPH), die Finanzprodukte und – Dienstleistungen wie die Vermittlung von Zinskonten, Wertpapierberatung sowie Vermögensverwaltung anbietet. Der Kundenfokus des WPH liegt auf Privatanlegern mit einem Anlagevermögen von 15.000 bis 300.000 Euro.

Die seit Dezember 2006 operativ tätige Tochtergesellschaft Global-Master-Asset-Management GmbH (GMAM) hat sich auf die Emittentenberatung (Corporate Finance) spezialisiert.

Im Juli 2007 ist die neue Tochtergesellschaft Private Finance GmbH entstanden. Durch diese Tochter plant der Konzern, seine hohen Cross-Selling-Potenziale zu nutzen. Die Tochtergesellschaft gewinnt dabei externe Partner zum Vertrieb der Driver & Bengsch-Produktpalette vor Ort.

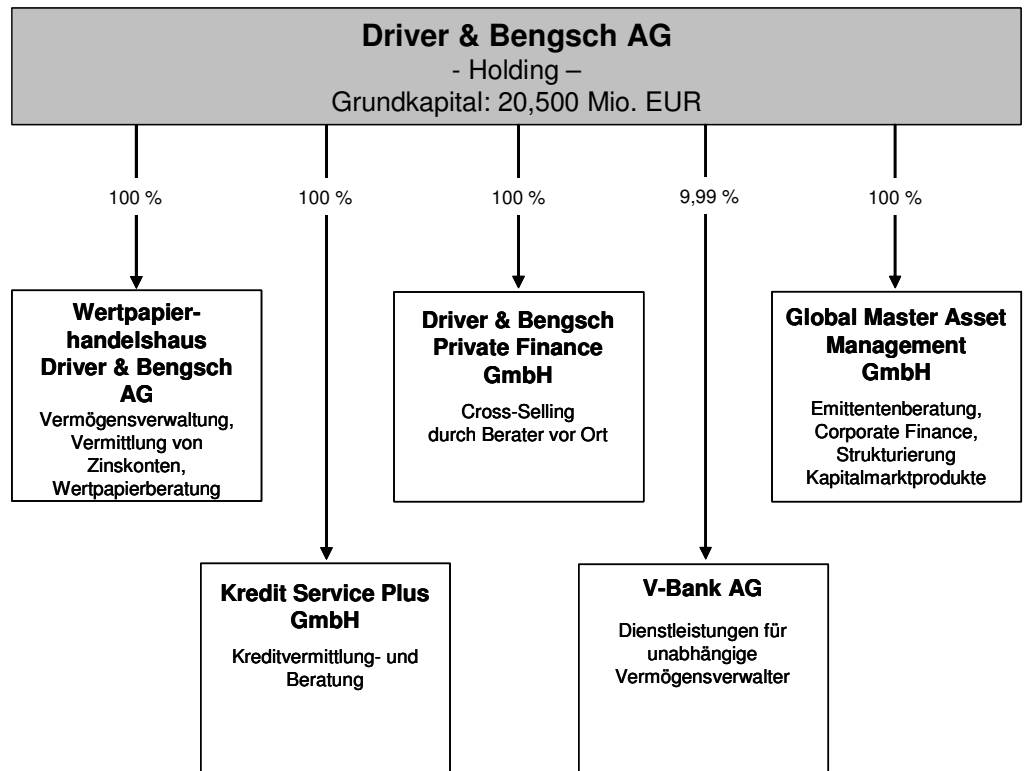
Seit Januar 2008 bietet der Konzern über seine 4. Tochter, die Kredit-Service-Plus GmbH, die Kreditvermittlung mit den operativen Schwerpunkten Ratenkredite, Baufinanzierung und Leasingverträge an.

Die im zweiten Halbjahr 2007 erworbene 9,9 % Beteiligung an der V-Bank AG rundet das Beteiligungsportfolio der Driver & Bengsch AG ab. Die 2007 unter dem Namen HW-Invest AG gegründete Bank, besitzt seit Anfang 2008 eine Vollbanklizenz und bietet ihre Produkte und Dienstleistungen Vermögensverwaltungern und institutionellen Kunden. Mit dem Angebot niedriger Preise für umfassende Dienstleistungen positioniert sich die V-Bank AG in einem Wachstumsmarkt mit hervorragenden Perspektiven.

Seit Juli 2006 ist die Driver & Bengsch AG im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notiert.

Insgesamt spiegelt sich die Erfolgsgeschichte des Driver & Bengsch-Geschäftsmodells im starken und profitablen Kundenwachstum der letzten Jahre wieder. Geführt wird das Unternehmen von den beiden Vorständen Carsten Bengsch und André Driver.

Der Konsolidierungskreis



Quelle: Driver & Bengsch AG

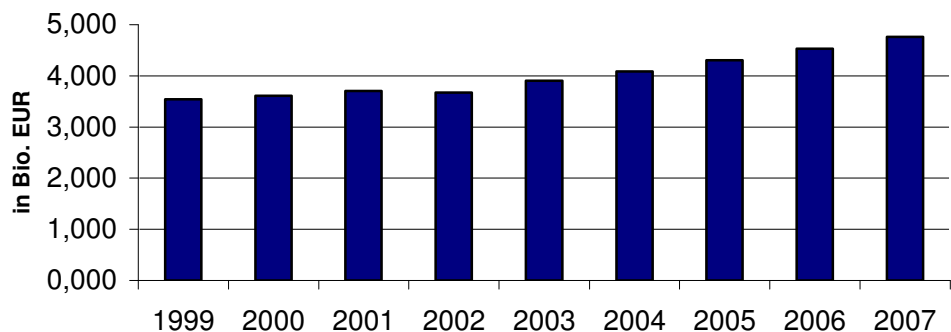
Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
V. MKK-Münchener Kapitalmarkt Konferenz	06./07. Mai 2008
ExpoFin, Dortmund	08./09. Mai. 2008
Veröffentlichung des Q1-Berichts 2008	13. Mai. 2008
Hauptversammlung, Itzehoe	11. Juni. 2008
Veröffentlichung Halbjahresbericht 2008	11. August 2008
Stock Day Financial Services	02. September 2008
Forum Financial Services	09. September 2008

Markt und Marktumfeld

Ein sehr volatiles Kapitalmarktumfeld prägte das Jahr 2007, was auch gleichzeitig zu einem deutlichen Rückgang von Direktanlagen geführt hat. Als weitere Folge nährten die fallenden Kurse das Misstrauen vieler Anleger, was sich in Form sinkender Aktionärszahlen bemerkbar machte. Zukünftige Wachstumsfaktoren, die den Markt der Anlagen und des Vermögensaufbaus kennzeichnen, werden aber besonders von der Sparquote und vom Geldvermögen in Deutschland bestimmt. So ergab sich auch im abgelaufenen Jahr 2007 ein erneuter Anstieg des Bruttogeldvermögens in Höhe von 5,0 % von 4,53 Billionen EUR auf 4,76 Billionen EUR.

Bruttogeldvermögen in Deutschland



Quelle: Deutsche Bundesbank

Damit lag die Steigerung des vergangenen Jahres im Durchschnitt der letzten fünf Jahre. Trotz der Turbulenzen an den Aktienmärkten im vergangenen Jahr, wirkten sich diese insgesamt nicht negativ auf das Bruttogeldvermögen in Deutschland aus. Einen deutlichen Anteil an dieser Entwicklung hatte insbesondere der weitere Anstieg der Sparquote auf 10,8 % im Jahr 2007, nachdem im Vorjahr eine Quote von 10,5 % erreicht wurde.

Weiterhin sind gesetzliche Vorgaben sowie die Unsicherheiten am Kapitalmarkt für eine erwartete Dynamik verantwortlich, die sich über alle Anlageformen erstreckt. Im Zusammenhang mit der Einführung der Abgeltungssteuer, wird die Investition in einzelne Wertpapiere gegenüber Anlagen in Aktienfonds oder Mischfonds zunächst weniger attraktiv. Ab 2009 müssen die Erlöse aus dem Wertpapierverkauf auch nach Ablauf einer zwölfmonatigen Frist versteuert werden. Der Beratungsbedarf in diesem Bereich wird deshalb im Laufe des Jahres 2008 deutlich zunehmen. So schreibt das Marktforschungs- und Beratungsinstitut psychonomics den Banken, Versicherern und Finanzmaklern eine entscheidende Rolle in der Verbesserung des Informationsstandes der Bevölkerung zu. Obwohl nur 8,0 % der Bevölkerung ausreichend informiert ist, lässt die Studie einen mittelfristigen Bedarf an neuen Produkten erkennen. Mehr als ein Drittel der Befragten planen einen Neuabschluss, eine Umschichtung oder Aufstockung ihrer Geldanlagen.

Vor diesem Hintergrund und auf Basis eines demografisch bedingten steigenden Bedarfs an privater Altersvorsorge sollte die Driver & Bengsch AG mit ihren Produkten auch weiter von den künftigen Marktpotenzialen profitieren können.

Hoher Beratungsbedarf im Bereich der Abgeltungssteuer

SWOT-Analyse

Chancen/Stärken

- Steigender Bedarf an Dienstleistungen rund um die Vermögensverwaltung und -beratung
- Vermögensverwalter bieten bisher kaum Leistungen für kleinere Vermögen (ab 15.000 €) an, hier bietet sich der Driver & Bengsch AG die Chance eines weiterhin starken Wachstums
- Schlankes Vertriebskonzept bietet die Möglichkeit schneller und starker Wachstumsschübe bei hoher Profitabilität
- Cross-Selling Potenziale zwischen verschiedenen Produktbereichen bieten Wachstumsmöglichkeiten
- Bekanntheitseffekt durch Börsennotierung hat positive Impulse auf das operative Geschäft
- Aus den obigen beiden Punkten resultiert im Vergleich zu anderen Finanzintermediären ein niedriger Vertriebsaufwand für einen neuen Depotkunden
- Gutes Kreditrating von Creditreform (A-)

Risiken/Schwächen

- Gefahr verstärkter Nachahmung der Tagesgeldaktionen zur Neukundengewinnung durch Direktbanken oder Vermögensverwalter
- Abhängigkeit von Kapitalmarktentwicklung
- Ausfall von Emittenten vermittelter Produkte würde ggf. zu starkem Imageschaden für die Gesellschaft führen
- Beratungshaftung für Finanzdienstleister wurde in den vergangenen Jahren deutlich verschärft
- Starke Abhängigkeit des Unternehmenserfolgs von Schlüsselpersonen, speziell von den Vorständen und Gründern der Gesellschaft
- Abhängigkeit von Banken (hier DAB) als Kooperationspartner. Ohne eigene Banklizenz ist eine Zusammenarbeit mit Banken unentbehrlich
- Zinsstarke Tagesgeldkonten bisher als hauptsächliches Marketinginstrument

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Provisionserträge	10,551	12,710	14,500	18,000
Provisionsaufwendungen	-1,983	-3,635	-2,000	-3,000
Provisionsergebnis	8,568	9,075	12,500	15,000
Zinserträge	0,071	0,230	0,230	0,230
Zinsaufwendungen	-0,003	-0,973	-1,200	-1,200
Zinsergebnis	0,068	-0,743	-0,970	-0,970
Personalaufwand	-2,410	-3,586	-3,800	-4,200
Verwaltungsaufwand	-4,799	-4,483	-4,500	-4,800
Sonstige betrieblichen Erträge	0,127	0,174	0,200	0,200
Abschreibungen	-0,087	-0,099	-0,100	-0,100
Ergebnis der gewöhnlichen Tätigkeit	1,467	0,338	3,330	5,130
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,542	-0,167	-1,232	-1,539
Konzernjahresüberschuss	0,925	0,171	2,098	3,591
Ergebniszahlen (in Mio. €)				
EBITDA	1,486	1,180	4,400	6,200
in %	14,1	9,3	30,3	34,4
EBIT	1,399	1,081	4,300	6,100
in %	13,3	8,5	29,6	33,9
Ergebnis je Aktie in €	0,05	0,01	0,11	0,18
Dividende je Aktie in €	0,06	0,00	0,06	0,06

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS

Bilanzstichtag:
31.12.2007

Operatives Anlagevermögen	1,337
Working Capital	1,402
Nettoverschuldung	1,322
Zinsbare Verbindlichkeiten	15,110
Finanzvermögen	13,788
Eigenkapitalquote in %	71,8
Gezeichnetes Kapital	20,500
Bilanzsumme	56,841

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - Geschäftsjahr 2007

in Mio. Euro	GJ 2006	Veränderung	GJ 2007
Umsatz - <i>Provision</i>	10,551	+20,5 %	12,710
EBITDA	1,486	-20,6 %	1,180
EBIT	1,399	-22,7 %	1,081
Konzernergebnis	0,925	-81,5 %	0,171
EPS in Euro	0,05	-81,5 %	0,01

Quelle: GBC AG; Driver & Bengsch AG

Umsatzbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007

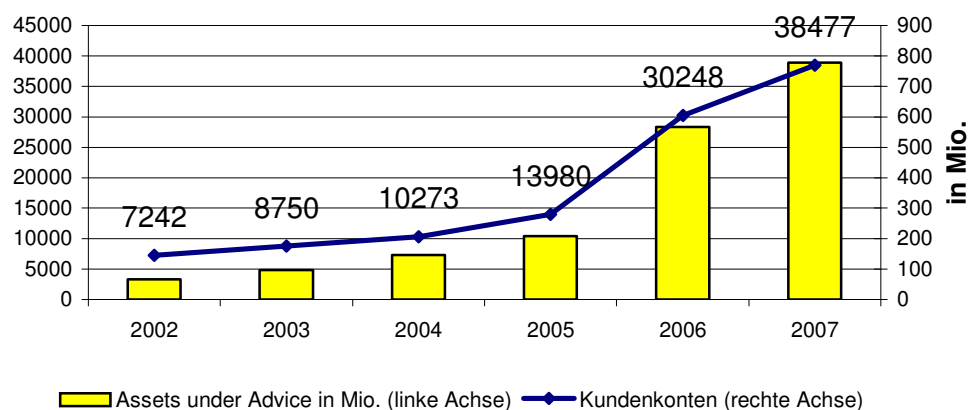
Steigerung der Provisionserträge um 20,5 %

Verzögerte Vertriebsaktivitäten im zweiten Halbjahr 2007

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2007 verlief für die Driver & Bengsch AG vor dem Hintergrund schwieriger Kapitalmärkte, die sich branchenweit negativ auswirkten, insgesamt akzeptabel. So konnten die Provisionserträge um 20,5 % auf 12,710 Mio. EUR gesteigert werden. (VJ: 10,551 Mio. EUR). Trotz verzögerter Vertriebsaktivitäten durch neue Organisationserfordernisse für die Anpassung an die neue Finanzmarktrichtlinie (MiFID), sowie umfangreicher Sonderprüfungen der BaFin, konnten die Provisionserlöse im vierten Quartal gegenüber dem schwächeren dritten Quartal gesteigert werden.

Die Grundlage der Umsatzwachstums wurde bei der Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG mit der Zinsaktion „ZinsPlus“ im vierten Quartal des Geschäftsjahres 2006 gelegt. Der damit erreichte Neukundengewinn wirkte sich auch in diesem Geschäftsjahr in den Provisionserlösen positiv aus und erreichte mit einer Steigerung um 27,2 % gegenüber 2006 eine Erhöhung des Bestandes an Konten und Depots auf 38.477. (VJ: 30.248). Die Einlagen und Wertpapierbestände (Assets under Advice) stiegen analog zu den Konten und Depotbeständen von 567 Mio. EUR im Vorjahr um 37,2 % und betragen zum Geschäftsjahresende 2007 schließlich 778 Mio. EUR.

Entwicklung der Kundenkonten



Quelle: Driver & Bengsch AG; GBC AG

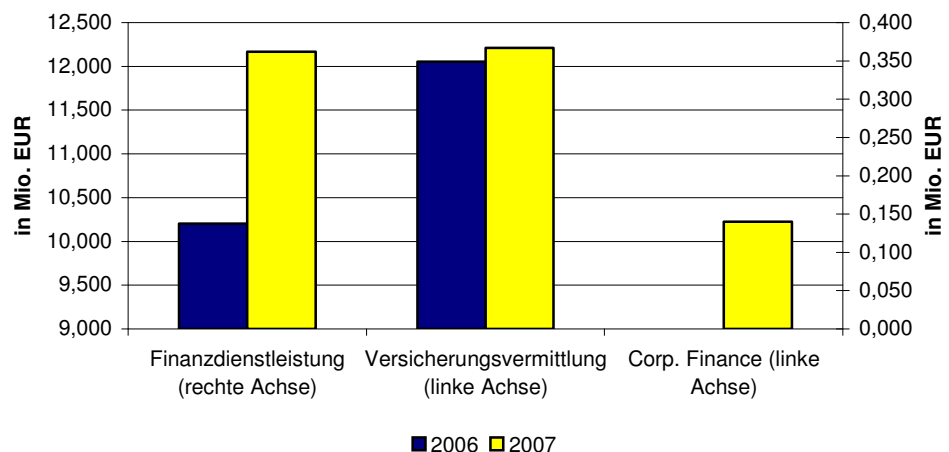
Umsatzentwicklung in 2007 nach Geschäftsbereichen

Im Segment der „Finanzdienstleistung“, das bei den Tochterunternehmen Wertpapierhandelshaus Driver & Bengsch AG sowie Driver & Bengsch Private Finance GmbH angesiedelt ist, wurde mit 12,168 Mio. EUR eine Umsatzsteigerung der Provisionserlöse in Höhe von 19,3 % gegenüber 2006 (10,203 Mio. EUR) erzielt. Dieses Segment ist auch gleichzeitig der umsatzstärkste operative Bereich, der mit einem Anteil von 95,7 % zum Gesamtumsatz beiträgt.

Die „Versicherungsvermittlung“ konnte sich auf ähnlichem Niveau zum letzten Jahr halten und stieg leicht von 0,349 Mio. EUR auf 0,367 Mio. EUR.

Mit der Integration der Konzerntöchter Global Master Asset Management GmbH und Kredit Service Plus GmbH konnte die Driver & Bengsch AG in den Bereichen „Corporate Finance und interne Anlageberatung“ sowie „Kreditvermittlung“ im Jahr 2007 neue strategische Geschäftsfelder erschließen. Beide Bereiche weisen erstmalig Außenumsätze aus und konnten mit 0,140 Mio. EUR respektive 0,035 Mio. EUR leicht zum Gesamtergebnis in Höhe von 12,710 Mio. EUR beitragen.

Entwicklung der Segmente



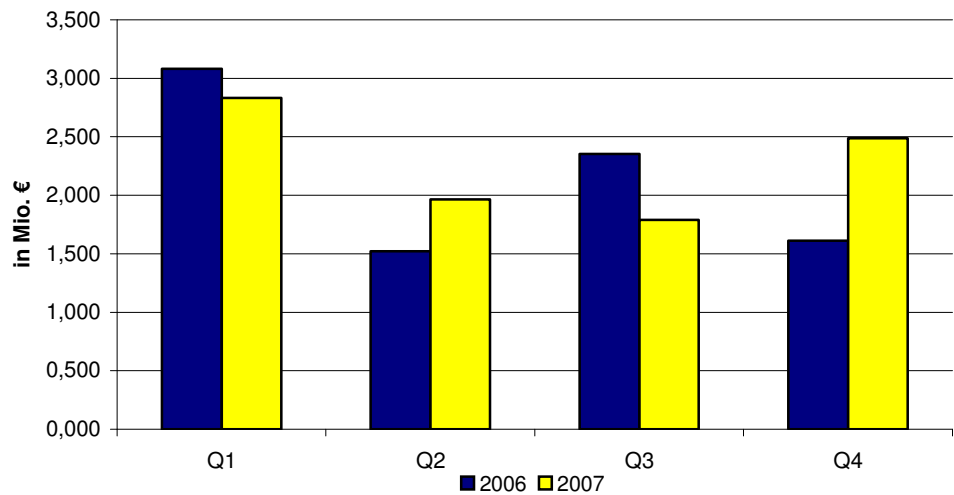
Quelle: Driver & Bengsch AG; GBC AG

Kostenbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007

Die positive Entwicklung der Provisionserlöse konnte sich im Jahr 2007 nicht erwartungsgemäß in der Provisionsmarge manifestieren. Die gestiegenen Provisionsaufwendungen von 1,983 Mio. EUR im Jahr 2006 auf 3,635 Mio. EUR im Jahr 2007, resultieren in einem Rückgang der Provisionsmarge von 81,21 % auf 71,40 %. Allerdings stieg das absolute Provisionsergebnis leicht um 5,9 % von 8,568 Mio. EUR (2006) auf 9,075 Mio. EUR (2007). Für die höhere Kostenquote hauptsächlich verantwortlich war die im vierten Quartal 2006 erfolgte Zinsaktion für Tagesgeldkonten „ZinsPlus“, die nun zum 31. März 2008 endgültig auslief. Mit von der Gesellschaft subventionierten Zinsen konnten während der Sonderaktion eine hohe Anzahl von Neukunden gewonnen werden. Diese Subventionierung bewirkte dabei aber auch einen gleichzeitig überproportionalen Anstieg der Provisionsaufwendungen.

Provisionsaufwendungen aufgrund Sonderaktion gestiegen

Entwicklung des Provisionsergebnisses über die Quartale



Quelle: Driver & Bengsch AG; GBC AG

Aufbau der Vertriebsorganisation belastete die Personalaufwendungen

Der Aufbau der bundesweiten Vertriebsorganisation bei der Driver & Bengsch Private Finance GmbH belastete das Konzernergebnis insbesondere durch gestiegene Personalkosten. So stiegen im Berichtsjahr die Personalaufwendungen um 48,8 % von 2,410 Mio. EUR (2006) auf 3,586 Mio. EUR.

Zusammen mit den um 6,6 % auf 4,483 Mio. EUR gesunkenen anderen Verwaltungsaufwendungen betrugen die Verwaltungskosten insgesamt 8,069 Mio. EUR. Die Rechts- und Beratungskosten, die unter anderem auch im Zusammenhang mit den Belastungen im Rahmen der MiFid-Umstellung sowie mit laufender Börsenbetreuung und der Emission von Genussrechtskapital stehen, stellen mit 1,691 Mio. EUR die größte Position der anderen Verwaltungsaufwendungen dar.

Ergebnisbetrachtung für das Geschäftsjahr 2007

EBITDA auf 9,3 %
gefallen

In Summe konnte das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) mit 1,180 Mio. EUR nicht das Niveau des Vorjahres 2006 von 1,486 Mio. EUR erreichen. Die EBITDA-Marge verringerte sich von 14,1 % auf 9,3 %. Ursache dieser Entwicklung ist hauptsächlich die angesprochene gestiegene Provisionsaufwandsquote in Verbindung mit den gestiegenen Personalkosten.

Die Abschreibungen stiegen aufgrund der Zunahme des Sachanlagevermögens erwartungsgemäß von 0,087 Mio. (2006) EUR auf 0,099 Mio. EUR (2007). Abschreibungen auf immaterielles Vermögen in Höhe von 0,014 Mio. EUR haben ein ähnliches Niveau zum Vorjahr (0,010 Mio. EUR).

Reduzierung des
EBIT auf 1,081 Mio.
EUR

Demzufolge war auch die Entwicklung des EBIT in Höhe von 1,081 Mio. EUR unterproportional zu den Provisionserträgen. Im Vergleich zum Vorjahres - EBIT von 1,399 Mio. EUR ist dies eine Reduzierung in Höhe von 22,7 %. Auch in der Quote findet sich eine ähnliche Situation wieder mit einem Rückgang von 13,3 % im Jahr 2006 auf 8,5 % im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007.

Das Zinsergebnis ist 2007 von 0,068 Mio. EUR auf -0,743 Mio. EUR zurückgegangen. Für diese Entwicklung ist hauptsächlich die Emission von Genussscheinen, die bezogen auf den emittierten Nennbetrag von 12,991 Mio. EUR mit 8,5 % verzinst werden, verantwortlich. Die hieraus entstehende Zinsbelastung beläuft sich für das abgelaufene Geschäftsjahr auf 0,916 Mio. EUR. Weiterhin wirkt sich die Aufnahme eines Darlehens bei der Volksbank Raiffeisenbank eG, Itzehoe, zur Finanzierung der neuen Konzernzentrale, in Höhe von 0,931 Mio. EUR mit 0,032 Mio. EUR auf das Zinsergebnis aus. Mit diesem Erwerb soll nach umfangreichen Sanierungsmaßnahmen die neue Konzernzentrale in Innenstadtlage bezogen werden. Durch den Zusammenschluss aller Tochtergesellschaften unter dem Dach des ehemaligen Gebäudes der Landeszentralbank, wird die starke Präsenz des Konzerns vor Ort dokumentiert und gefördert.

Vor dem Hintergrund der erhöhten Zinsaufwendungen reduzierte sich das Vorsteuerergebnis (EBT) von 1,467 Mio. EUR im Geschäftsjahr 2006 auf 0,338 Mio. EUR.

Der Steueraufwand der Driver & Bengsch AG basiert auf einem konzernweiten Steuersatz in Höhe von 37,0 %. Vom EBT in Höhe von 0,338 Mio. EUR ausgehend, ergibt sich so ein fiktiver Steueraufwand von 0,125 Mio. EUR. Der effektive Steueraufwand beträgt nach Hinzurechnung steuerlich nicht abzugsfähiger Betriebsausgaben in Höhe von 0,042 Mio. EUR somit 0,167 Mio. EUR. Der Jahresüberschuss lag damit bei 0,171 Mio. EUR und damit klar unter dem Vorjahr.

Dividende 2007

Die Driver & Bengsch AG schlägt für das abgelaufene Geschäftsjahr 2007 keine Dividendenauszahlung vor. Wir rechnen allerdings nach erwartet deutlich verbesserten Ergebnissen in den kommenden Geschäftsjahren 2008 und 2009 wieder mit der Aufnahme von Dividendenzahlungen, die mit erwarteten mindestens 0,06 EUR das gleiche Niveau des Jahres 2006 erreichen sollten.

Bilanzielle Betrachtung zum 31.12.2007

Eigenkapitalquote
von 71,8 %

Aufgrund der sehr guten Eigenkapitalausstattung der Driver & Bengsch AG, präsentiert sich die bilanzielle Situation nach wie vor sehr solide. Durch die Ausgabe von Genussrechtskapital in Höhe von 12,991 Mio. EUR, das gemäß IFRS dem Fremdkapital zuzurechnen ist, haben sich allerdings Verschiebungen ergeben. Die Eigenkapitalquote ging im Jahr 2007 von 94,3 % (2006) auf 71,8 % zurück. Weiterhin drückten die langfristigen Verbindlichkeiten aus der Aufnahme eines Darlehens zum Immobilienerwerb der neuen Konzernzentrale in Höhe von 0,904 Mio. EUR die Eigenkapitalquote etwas. Die aktuelle Eigenkapitalquote ist aber dennoch sehr komfortabel.

Umlaufvermögen um
78,5 % gestiegen

Die wesentlichste Veränderung der Aktivseite ist ein Anstieg des Umlaufvermögens um 78,5 % von 4,811 Mio. EUR im Jahr 2006 auf 8,590 Mio. EUR im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007. Aufgrund der Einzahlungen aus dem Emissionserlös der Genussrechte, stiegen die liquiden Mittel von 2,564 Mio. EUR auf 6,060 Mio. EUR um 136,3 %. Gleichzeitig war dieser starke Anstieg die Hauptursache für die Erhöhung des Umlaufvermögens.

Anlagevermögen um
21,9 % gestiegen

Das Anlagevermögen hingegen hat sich demgegenüber mit einer geringeren Dynamik entwickelt. Obwohl eine Veränderung der Geschäfts- und Firmenwerte nicht zu verzeichnen war, bestimmte der Ausweis langfristiger Finanzanlagen in Höhe von 7,520 Mio. EUR fast den gesamten Anstieg des Anlagevermögens. Damit wurden mit 48,251 Mio. EUR die langfristigen Vermögenswerte um 21,9 % gegenüber 2006 (39,583 Mio. EUR) erhöht. Die gesamte Bilanzsumme betrug zum Bilanzstichtag 59,841 Mio. EUR.

Entwicklung des Cashflows im GJ 2007

Das gesunkene Jahresergebnis der Driver & Bengsch AG in Verbindung mit der Zunahme des Working Capital reduzierte den operativen Cash-Flow von 1,151 Mio. EUR im Jahr 2006 auf -0,360 Mio. EUR (2007).

Durch die Auszahlungen für Finanzinvestitionen in Höhe von 7,520 Mio. EUR, zusammen mit der Investition in die neue Konzernzentrale in Höhe von 1,196 Mio. EUR, veränderte sich der Investitions-CashFlow von -0,124 Mio. EUR auf -8,772 Mio. EUR.

Wesentlich für die Entwicklung des Finanzierungs-CashFlows ist die Einzahlung aus der Emission der Genussrechte, die zu einem Anstieg von -1,845 Mio. EUR (2006) auf 12,692 Mio. EUR im Jahr 2007 geführt hat.

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 sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. 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 der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,20.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,6 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Fremdkapitalkosten belaufen sich auf Basis unserer aktuellen Erwartung auf 8,0 %. Da wir vor dem Hintergrund der erfolgten Emission eigener Genussscheine derzeit eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,5 % (bisher 10,3 %).

WACC von 9,5 %
ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	10,6 %
Gewicht in %	75 %
Fremdkapitalkosten	8,0 %
Gewicht in %	25 %
Taxshield in %	25 %
WACC	9,5 %

Deutliches Umsatzwachstum erwartet

Liquidität nach wie vor auf hohem Niveau

Prognose und Ausblick für das Geschäftsjahr 2008

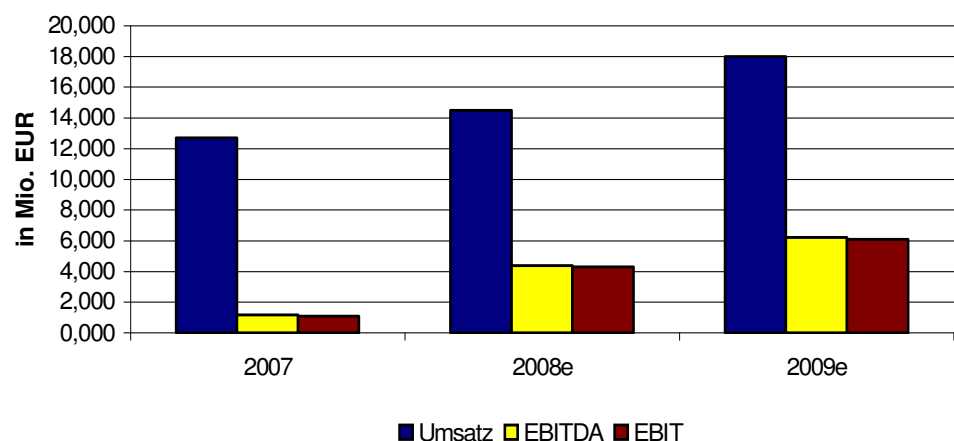
Nach einem schwierigen Geschäftsjahr 2007 erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr wieder ein deutliches Wachstum der Provisionserlöse, sowie aufgrund reduzierter Kosten bei den Provisionsaufwendungen, auch ein deutlich gesteigertes Provisionsergebnis. Die abgeschlossenen Sonderbelastungen im Zuge der Umstellung auf die Erfordernisse der MiFID, sowie die Sonderprüfungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFIN), werden im laufenden Geschäftsjahr keine belastenden Auswirkungen mehr haben. Ein weiterer wesentlicher Beitrag zur Entwicklung des Ergebnisses werden die im Zuge der alten Sonderzinsaktionen neu gewonnenen Kunden haben. Trotz eines leichten Rückgangs der Kontenanzahl in der Vermögensverwaltung, wird der durch Cross-Selling-Aktivitäten bedingte Anstieg der margenstärkeren Wertpapierkonten, den Erlösen einen weiteren Schub verleihen.

Wir gehen von einem erhöhten Emissionsvolumen im Bereich der Genussscheine und Unternehmensanleihen aus, die einen überproportionalen Anstieg der Erlöse erwarten lassen. Unseren konservativen Schätzungen zufolge, werden die Provisionserlöse des laufenden Geschäftsjahres im Vergleich zum Vorjahr 2007 mit mindestens 14,1 % auf 14,500 Mio. EUR ansteigen. Unter der Voraussetzung keiner weiterer Sonderzinsaktionen und dadurch entlasteter Provisionsaufwendungen, wird das Provisionsergebnis überproportional um 37,7 % auf 12,500 Mio. EUR anwachsen. Nicht mit berücksichtigt haben wir in unserer Prognose mögliches anorganisches Wachstum. Aufgrund der hervorragenden Ausstattung mit liquiden Mitteln, sowie der Möglichkeit der Ausgabe weiterer eigener Genussscheine, sind Akquisitionen durchaus möglich.

Auch auf der Ergebnisseite wird es aus unserer Sicht eine positive Entwicklung geben. So gehen wir von einem Anstieg des operativen Ergebnisses (EBITDA) auf 4,400 Mio. EUR aus. Dies bedeutet eine deutliche Margensteigerung von 9,3 % im Jahr 2007 auf 30,3 % im laufenden Geschäftsjahr 2008 respektive 34,4 % im Jahr 2009. Hauptursache für den starken Margenanstieg ist die erwartete konstante Kostenentwicklung, die gemäß unserer Schätzung keine wesentliche Erhöhung im Geschäftsjahr 2007 haben wird.

Weiterhin gehen wir vor dem Hintergrund einer geringen Abschreibungsquote von einem EBIT in Höhe von 4,300 Mio. EUR (2008) sowie 6,100 Mio. EUR (2009) aus.

Erwartete Ergebnisentwicklung



Quelle: GBC AG

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2	
Provisionserlöswachstum	7,0 %
EBITDA-Marge	34,4 %
Steuerquote	29,8 %
Working Capital in % vom Umsatz	9,7 %
Umsatz zu OAV	1285,7%
Abschreibungen vom OAV	7,1 %

Werttreiber - Endwert- Phase 3

ewiges Provisionserlöswachstum	2,5 %
langfristige Kapitalrendite	145,6 %

Discounted Cashflow-Modell

Die Driver & Bengsch AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008 bis 2009 in Phase Eins erfolgt in den Jahren 2010 bis 2014 eine Verstetigung der Annahmen mit einer Anpassung der Margen. In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,5 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008 entspricht als **Kursziel 3,66 € (bisher 5,45 €)**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario Driver & Bengsch AG

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Provisionserlöse	14,500	18,000	19,260	20,608	22,051	23,594	25,246	
Veränderung der Provisionserlöse	14,1%	24,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	2,5%
EBITDA-Marge	30,3%	34,4%	34,4%	34,4%	34,4%	34,4%	34,4%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,100	-0,100	-0,099	-0,106	-0,114	-0,122	-0,130	
Abschreibungen vom OAV	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	
EBITA	4,300	6,100	6,526	6,983	7,472	7,995	8,554	
EBITA-Marge	29,7%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	37,0%	30,0%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	
EBI (NOPLAT)	2,709	4,270	4,581	4,902	5,245	5,612	6,005	6,425
Working Capital	1,700	1,750	1,868	1,999	2,139	2,289	2,449	
Working Capital zu Umsatz	11,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	9,7%	
Operatives Anlagevermögen	1,400	1,400	1,498	1,603	1,715	1,835	1,964	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	10,357	12,857	12,857	12,857	12,857	12,857	12,857	
Investiertes Kapital (IK)	3,100	3,150	3,366	3,602	3,854	4,124	4,412	
Kapitalrendite	98,9%	137,7%	145,4%	145,6%	145,6%	145,6%	145,6%	145,6%
Free Cashflows:								
EBITDA	4,400	6,200	6,625	7,089	7,585	8,116	8,685	
Steuern auf EBITA	-1,591	-1,830	-1,945	-2,081	-2,227	-2,382	-2,549	
Investitionen in OAV	-0,163	-0,100	-0,197	-0,211	-0,226	-0,242	-0,259	
Veränderung des Working Capital	-29,8%	-5,0%	-11,8%	-13,1%	-14,0%	-15,0%	-16,0%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
Freier Cashflow	2,35	4,22	4,37	4,67	4,99	5,34	5,72	90,85

VALUATION in Mio. EUR

	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	21,574	21,265	19,054	16,490
Barwert des Continuing Value	48,286	52,849	57,844	63,310
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	69,860	74,114	76,898	79,800
Nettoschulden (Net debt)	1,322	-0,920	-3,929	-7,142
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	68,538	75,034	80,826	86,942
Fremde Gewinnanteile	-	-	-	-
Wert des Aktienkapitals	68,538	75,034	80,826	86,942
Ausstehende Aktien in Mio.	20,500	20,500	20,500	20,500
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,34	3,66	3,94	4,24

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR

Dividendenzahlung	-	-1,230	-1,230	-1,100
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-0,106	0,018	0,079	0,143

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 3,66 €

		WACC				
		8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
Kapitalrendite	141,6%	4,18	3,86	3,59	3,36	3,16
	143,6%	4,22	3,90	3,62	3,39	3,19
	145,6%	4,26	3,94	3,66	3,42	3,22
	147,6%	4,31	3,98	3,70	3,46	3,25
	149,6%	4,35	4,02	3,73	3,49	3,28

Fazit

Nachdem die Driver & Bengsch AG aufgrund verschiedener Faktoren im Geschäftsjahr 2007 nicht an die Entwicklung vergangener Jahre anknüpfen konnte, gehen wir für das laufende Geschäftsjahr vor dem Hintergrund sinkender Provisionsaufwendungen sowie abgeschlossener organisatorischer Umstellungen von einem deutlichen Anstieg der Ergebnisse aus. Diese Entwicklung sollte in allen Geschäftsbereichen bemerkbar werden und der nach wie vor stärkste Bereich der „Finanzdienstleistung“, sollte aufgrund anstehender Emissionsprojekte von Genussscheinen beziehungsweise Unternehmensanleihen, ein deutliches Wachstum erfahren.

Aufgrund derzeitiger Marktbedingungen, die vor allem durch den Beratungsbedarf bei der Abgeltungssteuer gekennzeichnet sind, ergeben sich weitreichende Potenziale für die Produkte der Driver & Bengsch AG. So sollten die Cross-Selling-Aktivitäten bei Bestands- sowie Neukunden je nach Risikokriterien gut ausgeschöpft werden. Aufgrund der abgelaufenen Sonderzinsaktion „ZinsPlus“ verschiebt sich der Fokus von der Gewinnung von Neukunden hin auf die Bestandskunden. Diese Strategie sollte nun vor allem in gestiegenen Provisionserlösen ihren Ausdruck finden.

Diese Entwicklung, auch im Zusammenhang mit gesunkenen Provisionsaufwendungen haben wir in unseren Schätzungen berücksichtigt und wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr eine EBITDA-Marge in Höhe von 30,3 %. Unter gleichen Vorzeichen schätzen wir für das nächste Jahr 2009 weiterhin ein deutliches organisches Wachstum mit einem weiteren Anstieg der EBITDA-Marge auf 34,4 %.

Wir haben im Rahmen unserer DCF-Analyse einen neuen fairen Wert für die Driver & Bengsch AG in Höhe von 3,66 Euro je Aktie ermittelt. Dieses Kursziel berücksichtigt ein gegenüber unserer Studie vom 31. August 2007 deutlich konservativeres Wachstumsszenario, vor dem Hintergrund schwieriger Kapitalmärkte. Bei einer weiteren Stabilisierung der Marktsituation, halten wir eine Anpassung nach oben für wahrscheinlich. Ausgehend von einem Kursniveau von 1,80 Euro (28. April 2008) entspricht unsere aktuelle Einschätzung einem hohen Potenzial und wir stufen die Driver & Bengsch AG weiterhin mit „KAUFEN“ ein.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, 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 GBC 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.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle 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 Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Analyst 1: Markus Lindermayr; Finanzanalyst

Analyst 2: Cosmin Filker; Finanzanalyst (junior)

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC® AG

- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG

Halderstraße 27

86150 Augsburg

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

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

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

Email: office@gbc-ag.de

Analysten für diese Studie:

**Markus Lindermayr Finanzanalyst
Cosmin Filker, Finanzanalyst (junior)**