



Independent Research

Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH

Investment Research



Driver & Bengsch

Aktiengesellschaft

Q1-Update 2008

14. Mai 2008

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

Q1-Zahlen fallen gemischt aus

Vorlage der Q1-Zahlen 2008

- ⇒ Die am 13.05. vorgelegten Zahlen zum 1. Quartal 2008 sind gemischt ausgefallen.
- ⇒ Auf Grund des weiterhin unsicheren Börsenumfeldes, das sich im 1. Quartal nochmals sehr volatil zeigte sowie für den März geplante Vermittlungsgeschäfte, die nun in Q2 verbucht werden, blieben die Provisionserträge hinter unseren Erwartungen (-1,2 auf 2,6 Mio. Euro) zurück. In Folge des Auslaufens der subventionierten Hochzins-Konten ging der Provisionsaufwand deutlich auf -0,36 (-0,99) Mio. Euro zurück, womit die im Vergleich zum Vorjahr fehlenden Provisionserträge teilweise kompensiert werden konnten. Im Ergebnis belief sich das Provisionsergebnis auf 2,2 (2,8) Mio. Euro.
- ⇒ Erwartungsgemäß sank der Einlagen- und Wertpapierbestand (-126 Mio. Euro auf 652 Mio. Euro) nach dem Auslaufen der letzten zins-subventionierten Konten zum Ende des 1. Quartals 2008. U.E. wird sich der Abfluss an Kundenvermögen zukünftig spürbar abschwächen.
- ⇒ Insgesamt kommt das Fehlen wichtiger Deckungsbeiträge aus dem Provisionsgeschäft in Verbindung mit höheren Kosten für Verwaltung und Personal in einem Rückgang beim EBIT auf 0,2 (1,3) Mio. Euro und beim Konzernergebnis auf 0,15 (0,81) Mio. Euro zum Ausdruck.
- ⇒ Insgesamt zeigt das Q1-Zahlenwerk eine gegenüber den Vorquartalen veränderte Aufwands- und Ertragsstruktur (u.a. Verschiebung der Ergebnisquellen). Diese Veränderungen decken sich derzeit nicht vollständig mit unseren Prognosen. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich im weiteren Geschäftsverlauf eine schrittweise Annäherung des Geschäftsergebnisses an unsere Schätzungen ergibt, weshalb wir unsere Prognosen vorerst bestätigen.
- ⇒ Von den derzeit von Driver&Bensch verwahrten 652 Mio. Euro sind rund 377 Mio. Euro als Liquidität "geparkt". Daraus ergibt sich für Driver&Bensch ein aussichtsreiches Potenzial für zukünftiges Wachstum.
- ⇒ Auf Basis unserer aktualisierten Peer-Group-Bewertung erhöhen wir unser Kursziel auf 3,30 (alt: 3,10) Euro und votieren weiter mit Kaufen.

RL	GJ	Prov. Erg.	Verw.auf.	EBT	JÜ	EpS
HGB	2005	7.694,0	-4.553,0	2.151,0	727,0	0,04
IFRS	2006	8.569,0	-7.208,0	1.469,1	927,1	0,05
IFRS	2007	9.075,0	-8.069,0	338,0	171,0	0,01
IFRS	2008e	11.310,9	-8.230,4	2.342,0	1.686,3	0,08
IFRS	2009e	13.593,4	-9.053,4	3.712,2	2.672,8	0,13
CAGR 2005 - 2009e		15,3%	18,7%	14,6%	38,5%	38,5%

Zahlen in TEuro außer EpS (in Euro), hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen

Driver & Bensch AG 4)

Votum: **Kaufen**
alt: **Akkumulieren**
 vom 23.08.2007

Kursziel (in Euro) (6 Monate)	3,30
Kurs(Xetra) (in Euro)	1,80
13.05.2008 16:29 Uhr	
Kurspotenzial	83,33%

Unternehmensdaten	
Land	GE
Branche	Finanzdienstleistungen
Segment	Entry Standard
ISIN	DE000ADCB888
Reuters	D8BG.DE
Bloomberg	D8B
Internet	www.driverbensch.de

Aktien­daten	
Aktienanzahl (in Mio. Stück)	20,500
Freefloat	26,00%
Marktkapitalisierung (in Mio Euro)	36,9
∅ Tagesumsatz	3.399
52W Hoch 06.06.2007	5,38 Euro
52W Tief 22.01.2008	1,45 Euro
Beta	0,51
Volatilität (60 Tage)	69,95

Bewertungsmultiplikatoren				
	Cost/Income	ROE n. St.	KGV	Div. Rendite
2005	59%	1,7%	-	-
2006	83%	2,2%	96,0	1,4%
2007	97%	0,4%	485,5	0,0%
2008e	78%	4,0%	21,9	2,3%
2009e	71%	6,0%	13,8	3,6%

Performance (in %)				
	1 Monat	3 Monate	6 Monate	12 Monate
absolut	-4,8	-10,0	-36,6	-61,2
relativ ggü.:				
DAX	-11,8	-11,5	-30,3	-59,1

Index-Gewichtung
 Keine Indexzugehörigkeit



Ersteller: B. Wolber (Analyst)

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

Unternehmensprofil

Finanzdienstleister mit Allfinanzkonzept

Die Driver & Bensch AG ist ein Finanzdienstleistungsunternehmen, das einen strategischen Allfinanzansatz verfolgt. Die Driver & Bensch AG fungiert hierbei als Holdinggesellschaft für vier operativ tätige Tochtergesellschaften aus den Bereichen Asset Management, Versicherungen, Unternehmensberatung und Kredit-Service.

Die Tochtergesellschaft Wertpapierhandelshaus Driver & Bensch AG (WPH) bildet das Kerngeschäft der Holding. Dies umfasst die Anlage- und Abschlussvermittlung sowie die Finanzportfolioverwaltung. Zielkunden sind Privatanleger mit einem Anlagevermögen zwischen 15.000 und 300.000 Euro. Der Anteil der Wertpapierhandelshaus Driver & Bensch AG an den Gesamterträgen der Holding belief sich im Geschäftsjahr 2006 auf ca. 96%.

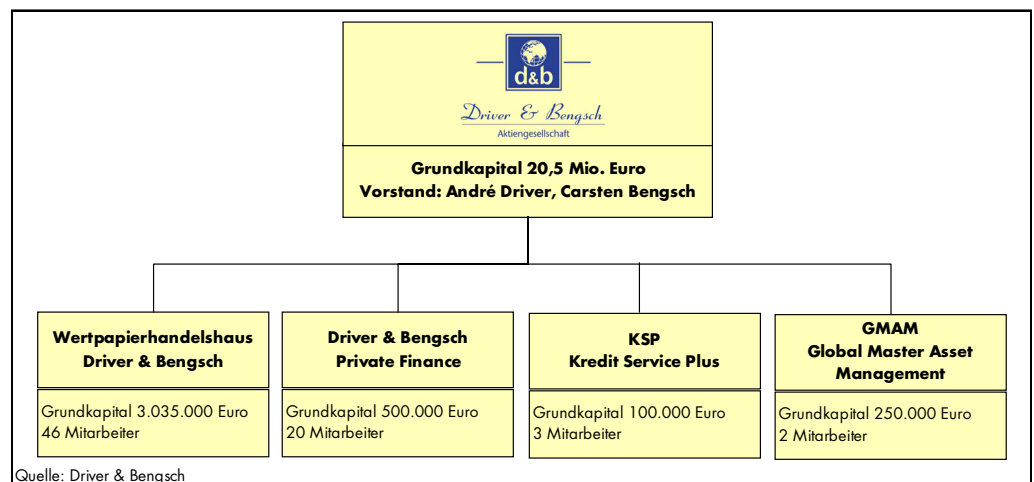
In der neu firmierten Driver & Bensch Private Finance GmbH, die aus der Verschmelzung der beiden Tochtergesellschaften Versicherungsmakler Gebrüder Hansen GmbH und Meridio Direkt GmbH entstanden ist, ist die Vermittlung von Versicherungen, Anlageprodukten und Krediten gebündelt. Die Vermittlung der gesamten Driver & Bensch-Produktpalette erfolgt hierbei deutschlandweit vor Ort durch ein Vertriebsnetz aus externen Partnern.

Die im November 2006 gegründete Global Master Asset Management GmbH (GMAM) fokussiert sich auf die betriebswirtschaftliche Unternehmensberatung. Die Schwerpunkte liegen hierbei im Bereich Corporate Finance/Emissionsberatung und Fondsberatung.

Mit der Aufnahme der operativen Tätigkeit der Kredit-Service-Plus GmbH (KSP) deckt das Unternehmen seit Januar 2007 die Bereiche Kreditvermittlung und -beratung (u.a. Ratenkredite, Leasing, Baufinanzierung) ab.

Driver & Bensch ist ausschließlich im deutschen Markt tätig und beschäftigt am Unternehmenssitz in Itzehoe rund 75 Mitarbeiter. Darüber hinaus verfügt das Unternehmen über ein überregionales Vertriebsnetz aus externen Partnern.

Driver & Bensch Gruppe



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

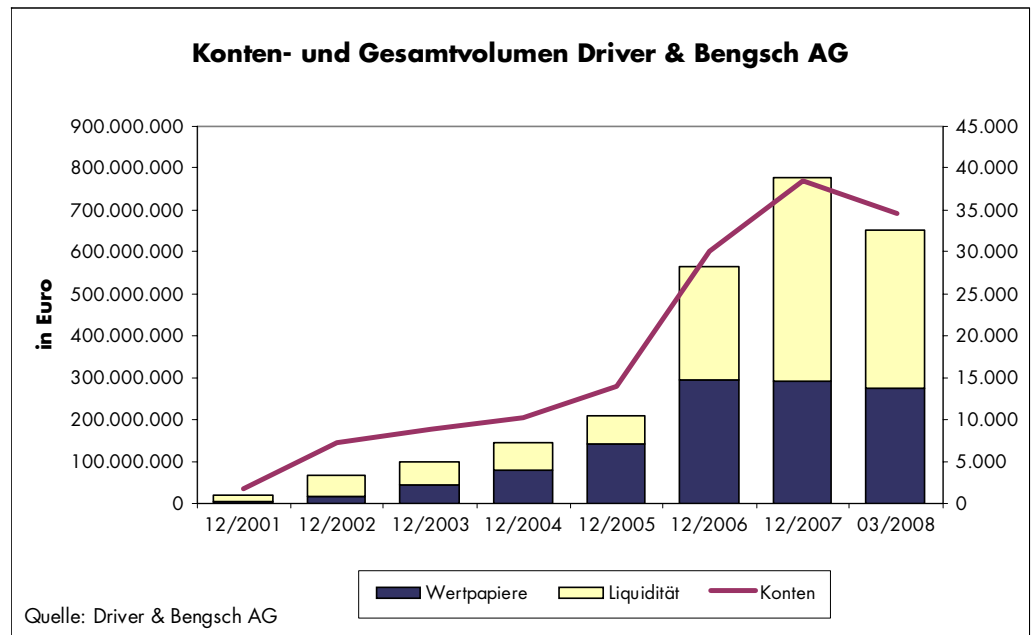
Geschäftsentwicklung in Q1 2008 (31.03.)

Q1-Zahlen fallen gemischt aus

Erwartungsgemäßer Rückgang bei Assets under Advice

Einlagen- und Wertpapierbestand sinkt erwartungsgemäß

Die Zahlen zum ersten Quartal 2008 sind insgesamt gemischt ausgefallen. Erwartungsgemäß sank der Einlagen- und Wertpapierbestand (-126 Mio. Euro auf 652 Mio. Euro) nach dem Auslaufen der letzten zinssubventionierten Konten zum Ende des 1. Quartals 2008. Auf dem derzeitigen Niveau bietet der aktuelle Bestand u.E. dem Unternehmen jedoch weiterhin ausreichend Wachstumspotenzial. Nach unserer Einschätzung dürften die zinssensibelsten Kunden ihre Anlagegelder bereits abgezogen haben, sodass sich der weitere Abfluss an Kundenvermögen zukünftig spürbar abschwächen sollte.



Niedriger Stand im qoq-Vergleich beim Provisionsertrag ...

... durch Senkung des Provisionsaufwands nahezu kompensiert

Provisionserträge unter unseren Erwartungen

Vor dem Hintergrund des hohen verbliebenen Kundenvermögens (275 Mio. Euro Wertpapiere, 377 Mio. Euro Liquidität) hatten wir jedoch eine stärkere Entwicklung bei den Provisionserträgen erwartet. Insgesamt wurde der Rekordwert des Vorjahres um 1,2 Mio. Euro verfehlt, sodass im abgelaufenen Quartal ein Ertragsrückgang auf 2,6 (3,8) Mio. Euro verbucht werden musste. Trotz des ggü. Q1 2007 vorhandenen Basiseffekts, ist das abgelaufene Quartal gemessen am Provisionsertrag im quartalsweisen Vergleich eines der schwächsten (Q4 2007: 3,2; Q3 2007: 2,5; Q2 2007: 3,4; Q1 2007: 3,8; alle in Mio. Euro). Hintergrund waren primär das unsichere Börsenumfeld, das sich im 1. Quartal nochmals sehr volatil zeigte sowie für den März geplante Vermittlungsgeschäfte, die nun in Q2 verbucht werden. Auf Grund des Auslaufens der subventionierten Hochzins-Konten ging der Provisionsaufwand deutlich auf -0,36 (-0,99) Mio. Euro zurück, womit die im Vergleich zum Vorjahr fehlenden Provisionserträge teilweise kompensiert werden konnten. Im Ergebnis belief sich das Provisionsergebnis auf 2,2 (2,8) Mio. Euro.

Zinsaufwand nahezu kompensiert

Zinsergebnis über unseren Erwartungen

Die Reallokation der in Form des Genussrechtskapitals eingeworbenen liquiden Mittel durch kurzfristige Ausleihung (Zwischenfinanzierung für Corporate Bonds) an mittelständische Unternehmen, hat dem Unternehmen einen spürbaren Zinsertrag eingebracht (0,21 (Vorjahr: 0,02) Mio. Euro). So konnte der höhere Zinsaufwand resultierend aus der Begebung des Genussrechtskapitals nahezu kompensiert werden (Zinsergebnis: -0,08 (0,02) Mio. Euro).

Ergebnisrückgang u.a. auf Grund niedrigerem Provisionsergebnis

Rückgang beim EBIT und Konzernergebnis

Das Fehlen wichtiger Deckungsbeiträge aus dem Provisionsgeschäft in Verbindung mit höheren Kosten für Verwaltung und Personal spiegelt sich in dem Ergebnis vor Steuern wider, dass auf 0,2 (1,3) Mio. Euro sank. Das Konzernergebnis verminderte sich auf 0,15 (0,81) Mio. Euro.

Prognose und Ausblick

Erreichen unserer Prognosen im Jahresverlauf erwartet

Prognosen vorerst bestätigt

Insgesamt zeigt das Q1-Zahlenwerk eine gegenüber den Vorquartalen veränderte Aufwands- und Ertragsstruktur (u.a. Verschiebung der Ergebnisquellen). Diese Veränderungen decken sich derzeit nicht vollständig mit unseren Prognosen. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich im weiteren Geschäftsverlauf eine schrittweise Annäherung des Geschäftsergebnisses an unsere Schätzungen ergibt, weshalb wir unsere Prognosen vorerst bestätigen. Zudem erwarten wir im Zuge der Einführung der Abgeltungssteuer eine starke Dynamik im Jahresendgeschäft, die auf eine kurzfristige anhaltende Lücke zwischen prognostiziertem und berichtetem Quartalsergebnis schließen wird.

Kommende Quartale wegweisend

Assets under Advice bieten weiterhin aussichtsreiches Wachstumspotenzial

Von den derzeit von Driver&Bensch verwahrten 652 Mio. Euro sind rund 377 Mio. Euro als Liquidität "geparkt". Daraus ergibt sich für Driver&Bensch ein aussichtsreiches Potenzial für zukünftiges Wachstum. Nach unserer Einschätzung werden die kommenden Quartale zeigen, ob die Kombination aus Beratungsqualität, Produktqualität und Kundenqualität stimmt, um daraus einen nachhaltig hohen Ergebniszufluss zu generieren.

Vierversprechendes Vermittlungsgeschäft

Geschäftsmodell bietet zahlreiche Wachstumstreiber

Neben dem Kerngeschäft der Wertpapierhandelshaus Driver&Bensch AG sehen wir in dem Ausbau der Geschäftsaktivitäten in der Private Finance GmbH einen weiteren langfristigen Wachstumstreiber. Im Rahmen von Kooperationen mit freien Vermittlern sollen hier eigene Versicherungsprodukte angeboten sowie neue Kunden für die Wertpapierberatung gewonnen werden. Die Visibilität der umfassenden Aktivitäten zur Expansion des Geschäftsbereiches ist bisher im Zahlenwerk noch nicht vorhanden, was sich jedoch aus der erst kurzfristigen Geschäftsaufnahme zum Februar 2008 erklärt. Darüber hinaus halten wir die in der Global Master Asset Management GmbH gebündelten Corporate Finance-Aktivitäten für vielversprechend. Dieses lukrative Geschäft der Mittelstandsfinanzierung über hochverzinsliche Corporate Bonds verfügt über zahlreiche Ertragsquellen (Einnahmen aus Beratung, Strukturierung, Zwischenfinanzierung und Vertrieb), ist jedoch auf Grund des High-Yield-Charakters der Bonds nicht risikofrei (Imagerisiko für Driver&Bensch bei Default). Vor dem Hintergrund erhöhter Kreditrestriktionen der Banken und eines ausgetrockneten IPO-Marktes erwarten wir für dieses Geschäft im weiteren Jahresverlauf jedoch eine dynamische Ergebnisentwicklung.

Lukrative Corporate Finance-Aktivitäten

Driver & Bensch AG					
Prognosen ausgewählter Kennziffern der Gewinn- und Verlustrechnung					
	Einheit :	Tsd. Euro			
	Geschäftsjahresende :	31. Dez			
	Rechnungslegungsstandard :	IFRS	Q1 2008	2008e	
			berichtet	prognostiziert	
				2009e	
				prognostiziert	
Zinsergebnis			-79	-738	-828
Veränderung ggü. Vorjahr			-	0,7%	-12,1%
Provisionsergebnis			2.235	11.311	13.593
Veränderung ggü. Vorjahr			-21,8%	24,4%	20,2%
Ergebnis vor Steuern (EBT)			211	2.342	3.712
Veränderung ggü. Vorjahr			-83,9%	592,9%	58,5%
Konzernjahresüberschuss			146	1.686	2.673
Veränderung ggü. Vorjahr			-82,0%	617,6%	58,5%
Ergebnis je Aktie in Euro			0,01	0,08	0,13

Quelle: Independent Research; Driver & Bensch AG

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

Bewertung

Bewertungsmodell

Zur Bewertung der Driver & Bensch-Aktie ziehen wir - konsistent zu unseren vorherigen Bewertungen - unser Peer-Group-Modell heran. Als Peer-Group-Unternehmen verwenden wir weiterhin vergleichbare deutsche Finanzdienstleister. Die Ermittlung des fairen Wertes erfolgt dabei auf Basis der Bewertungskennziffern KGV und KBV für das Geschäftsjahr 2008, die wir jeweils zu 50% gewichten. Auf Grund des extrem hohen KBV von AWD (2008e: 10,7) gegenüber der Peer-Group bereinigen wir die KBV-Betrachtung der Peer-Group um diesen Wert.

Peer-Group-Modell						
Unternehmen	Kurs (Euro) 13.05.2008	Market Cap. (Mio. Euro)	Kurs/Buchwert 2008e	Kurs/Buchwert 2009e	KGV 2008e	KGV 2009e
AWD Holding AG	31,99	1.236,1	10,7	10,3	17,2	15,7
comdirect bank AG	8,73	1.232,9	2,6	2,6	18,0	16,5
DAB bank AG	5,76	433,1	2,3	2,2	11,4	10,4
MLP AG	10,96	1.074,0	3,0	2,8	14,5	13,1
bereinigt um AWD			2,6	2,5		
Durchschnitt			4,7	4,5	15,3	13,9
Driver & Bensch AG	1,80	36,9	0,9	0,8	21,9	13,8

Quelle: Independent Research; Bloomberg

Neuer fairer Wert: 3,29 (alt: 3,13) Euro

Auf Basis der Peer-Group-Analyse werden die Vergleichsunternehmen derzeit mit einem KGV 2008e von durchschnittlich 15,3 bzw. mit einem KBV 2008e von durchschnittlich 2,6 bewertet. Als Bestandteil des KBV prognostizieren wir für Driver & Bensch ein Eigenkapital von 42,5 Mio. Euro per Ende 2008. Wird nun das Bewertungsniveau der Peer-Group-Unternehmen für Driver & Bensch zugrunde gelegt, so ermitteln wir auf Basis unserer aggregierten Bewertungsmethode (Gewichtung KGV und KBV jeweils zu 50%) einen neuen Unternehmenswert von 67,38 (alt: 64,12) Mio. Euro. Dies entspricht einem fairen Wert je Aktie von neu 3,29 (alt: 3,13) Euro (auf Basis einer Aktienanzahl von 20,5 Mio. Stück).

Bewertungsbasis	Wert des EK in Mio. Euro	Fairer Wert je Aktie in Euro
KGV 2008e	22,85	1,11
KBV 2008e	111,91	5,46
Ergebnis (jeweils zu 50%)	67,38	3,29

Quelle: Independent Research

Anhang

Driver & Bensch AG						
Gewinn- und Verlustrechnung						
Einheit : Geschäftsjahresende : Rechnungslegungsstandard :	Tsd. Euro 31. Dez	2005*	2006	2007	2008e	2009e
		HGB	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Zinsergebnis		25	68	-743	-738	-828
Provisionsergebnis		7.694	8.569	9.075	11.311	13.593
Verwaltungsaufwendungen		-4.553	-7.208	-8.069	-8.230	-9.053
Abschreibungen		-1.062	-87	-99	-100	-100
Sonstige betriebliche Erträge		47	127	174	100	100
Ergebnis vor Steuern (EBT)		2.151	1.469	338	2.342	3.712
Ertragsteuern		-1.423	-542	-167	-656	-1.039
Sonstige Steuern		-1	0	0	0	0
Konzernjahresüberschuss		727	927	171	1.686	2.673
Aktienanzahl (in Mio.)		20,5	20,5	20,5	20,5	20,5
Ergebnis je Aktie in Euro		0,04	0,05	0,01	0,08	0,13
Dividende je Aktie in Euro		0,09	0,06	0,00	0,04	0,07
Dividendenrendite		-	1,4%	0,0%	2,1%	3,3%
Jahresüberschuss vor Firmenwertabschreibung		1.700	1.016	171	1.686	2.673

Quelle: Independent Research; Driver & Bensch AG

*Zahlen für Rumpfgeschäftsjahr vom 08.07.2005 bis 31.12.2005

Driver & Bensch AG						
Ausgewählte Kennzahlen						
Einheit :	Tsd. Euro	2005*	2006	2007	2008e	2009e
Geschäftsjahresende :	31. Dez	HGB	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Rechnungslegungsstandard :						
GuV-Kennzahlen						
Zinsergebnis		25	68	-743	-738	-828
Provisionsergebnis		7.694	8.569	9.075	11.311	13.593
Verwaltungsaufwand		-4.553	-7.208	-8.069	-8.230	-9.053
EBT		2.151	1.469	338	2.342	3.712
Jahresergebnis		727	927	171	1.686	2.673
Kapitalrentabilitäts-Kennzahlen						
Eigenkapitalrendite (ROE)		1,7%	2,2%	0,4%	4,0%	6,0%
Cost/Income Ratio		59,0%	83,5%	96,8%	77,8%	70,9%
Provisionsergebnis je Mitarbeiter (in Tsd. Euro)		157	130	121	140	155
Verwaltungsaufwand je Mitarbeiter (in Tsd. Euro)		-93	-109	-108	-102	-103
EBT je Mitarbeiter (in Tsd. Euro)		44	22	5	29	42
Bilanzkenn-/Geschäftszahlen						
Eigenkapitalquote		94,6%	94,3%	71,8%	72,6%	75,7%
Kundeneinlagen (in Mio. Euro)		207	567	778	642	661
Kundenkonten		13.980	30.248	38.477	34.629	35.149
Kennziffern je Aktie (in Euro)						
Ergebnis je Aktie		0,04	0,05	0,01	0,08	0,13
EBT je Aktie		0,10	0,07	0,02	0,11	0,18
Dividende je Aktie		0,09	0,06	0,00	0,04	0,07
Buchwert je Aktie		2,09	2,04	1,99	2,07	2,16
Bewertungskennzahlen						
KGV		-	96,0	485,5	21,9	13,8
KBV		-	2,1	2,0	0,9	0,8
Dividendenrendite		-	1,4%	0,0%	2,3%	3,6%

Quelle: Independent Research; Driver & Bensch AG

*Zahlen für Rumpfgeschäftsjahr vom 08.07.2005 bis 31.12.2005

Disclaimer

Erläuterung Anlageurteil Aktien - Einzelemittenten -:

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

Haftungserklärung

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

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

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

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

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

Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen und/oder Mitglieder ihrer Geschäftsleitung, ihrer leitenden Angestellten und/oder ihrer Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Finanzinstrumente oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern. Die Independent Research GmbH und ihre verbundenen Unternehmen können als Berater für die Finanzinstrumente oder damit zusammenhängender Investments fungieren, Dienstleistungen für oder in Bezug auf diese Emittenten erbringen oder solche Dienstleistungen anbieten und können auch im Vorstand, sonstigen Organen oder Ausschüssen dieser Emittenten vertreten sein. Pflichtangaben nach § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung

Wesentliche Informationsquellen

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

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

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen:

Aktienanalysen:

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

Technische Analysen:

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

Sensitivität der Bewertungsparameter:

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

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

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Aktienanalysen:

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

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

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

Mitarbeiter/-innen der Independent Research GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den hausinternen Compliance-Regelungen, die sie als Mitarbeiter/-innen eines Vertraulichkeitsbereiches einstufen. Die hausinternen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften zur Konkretisierung der Organisationspflichten gemäß § 34b Abs.5, Abs.8 S.1 WpHG (<http://www.bafin.de>).

Mögliche Interessenkonflikte - Stand: 14.05.2008

Weder die Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

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

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

Stand: 14.05.2008

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

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



Independent Research

Senckenberganlage 10-12
60325 Frankfurt am Main

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