

20.08.2008 Driver & Bengsch AG ^{(5)*}

KAUFEN

Kursziel: 2,44 EUR

Kurs: 1,33 EUR
20.08.2008, 9.06 Uhr
Frankfurt

**Letztes Rating
(Kursziel):**
05. Mai 2008
KAUFEN / 3,66 EUR

Marktsegment:
Entry 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 (31.12.2007)
Firmensitz: Itzehoe

Gründung: 07/2005

Vorstand:

André Driver, Carsten Bengsch

WKN: ADCB88

ISIN: DE000ADCB888

Börsenkürzel: D8B.FSE

Anzahl Aktien: 20,5 Mio. Stück

Marktkap.: 27,265 Mio. EUR

Streubesitz: 26,8 %

52 W Hoch: 4,05 EUR

52 W Tief: 0,87 EUR

Durchs. Tagesvolumen : 4.348 EUR



* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate).

In Mio. Euro	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Provisionserträge	10,551	12,710	13,015	14,470
EBITDA	1,486	1,180	1,625	2,140
EBIT	1,399	1,081	1,525	2,040
EBT	1,467	0,338	1,025	1,540
Periodenergebnis	0,925	0,171	0,682	1,078
In Euro				
Gewinn je Aktie	0,05	0,01	0,03	0,05
Dividende je Aktie	0,06	0,00	0,03	0,03
In %				
EBITDA-Marge	14,1	9,3	12,5	14,8
EBIT-Marge	13,3	8,5	11,7	14,1
Dividendenrendite	3,4	-	2,3	2,3
Kennzahlen				
EV/Sales	2,45	2,33	2,09	2,05
EV/EBITDA	17,37	25,09	18,22	13,83
KGV	30,58	165,44	40,0	25,29
KBV (Basis EK zum 31.12.2007)			0,69	

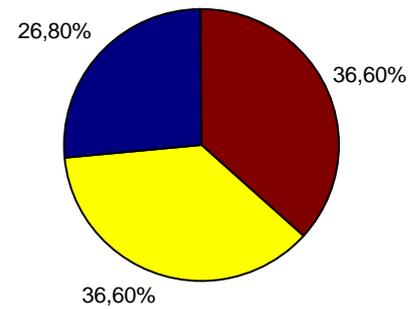
Highlights:

- Schwieriges Kapitalmarktumfeld belastet Provisionserlöse und Ergebniszahlen
- Gesamtjahresschätzungen auf Basis HJ 2008 reduziert, aber verbessertes 2. Halbjahr mit Gewinn erwartet
- Aktuelles Kursniveau spiegelt nicht langfristiges Potenzial des Unternehmens wider

Unternehmen

Aktionärsstruktur

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



Quelle: Driver & Bengsch; 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 EUR.

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 Driver & Bengsch 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 Mai 2007 bietet der Konzern über seine 4. Tochter, die Kredit-Service-Plus GmbH (Gründung Nov. 2006), 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 Vermögensverwaltern und institutionellen Kunden an.

Ereignis	Datum
Stock Day Financial Services	02. 09. 2008
Forum Financial Services	09. 09. 2008
DKM in Dortmund, Fachmesse für Finanz- und Versicherungswirtschaft	28.10.-30.10.2008
Veröffentlichung Q3-Bericht	10.11.2008
VI. MKK Münchner Kapitalmarkt Konferenz	9./10.12.2008

Marktentwicklung

Die Auswirkungen des unsicheren Kapitalmarktumfeldes waren über die gesamte erste Jahreshälfte des laufenden Jahres bemerkbar. Nach der zwischenzeitlichen Erholung im zweiten Quartal verloren alle wichtigen Aktienindizes weiterhin deutlich an Wert. Als Folge fallender Aktienkurse und hoher Volatilitäten am Aktienmarkt, verloren die Anleger weiterhin an Vertrauen und zogen es vielfach vor, ihr Kapital im festverzinslichen Bereich anzulegen, statt in Aktien oder Investmentfonds.

Ein weiterer wesentlicher Einfluss auf die Entwicklung von Wertpapieranlagen ist die europäische Zinspolitik. So erhöhte die EZB zum 3. Juli dieses Jahres das Zinsniveau auf 4,25 %. Damit wurden zusätzliche Anreize zur weiteren Kapitalanlage in festverzinsliche und damit sichere Tagesgelder geschaffen, was ebenfalls zu Lasten der Wertpapieranlagen ging.

Der Finanzmarkt wird im laufenden Jahr 2008 voraussichtlich in den letzten beiden Monaten November und Dezember von der bevorstehenden Einführung der Abgeltungssteuer besonders geprägt werden. Mit der Steuerneuregelung müssen Erlöse aus dem Wertpapierverkauf bei Kauf ab 01.01.2009 auch nach Ablauf einer zwölfmonatigen Frist versteuert werden. Die Driver & Bengsch AG dürfte dabei nicht nur von dem nach wie vor hohen Beratungsbedarf in diesem Bereich profitieren. Auch geplante Umschichtungen von Investorensseite sollten sich positiv auswirken. Es wird erwartet, dass Aktien- und Dachfonds der Beliebtheit von Direktanlagen, zumindest kurzfristig den Rang ablaufen werden. Weiterhin lässt eine Studie des Marktforschungs- und Beratungsinstituts psychonomics einen hohen Bedarf an neuen Produkten erahnen. Laut dieser Studie sind nur 8,0 % der Bevölkerung über die Steuerneuregelung ausreichend informiert und mehr als ein Drittel der Befragten gaben an, einen Neuabschluss oder eine Umschichtung ihrer Geldanlagen vorzunehmen.

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - 1.HJ 2008

in Mio. Euro	1.HJ 2007	Veränderung	1.HJ 2008
Provisionserträge	7,201	-33,1 %	4,815
Provisionsergebnis	4,798	-17,4 %	3,963
Konzernergebnis (EBT)	1,387	-94,7 %	0,073
Jahresüberschuss	0,852	-94,5 %	0,047

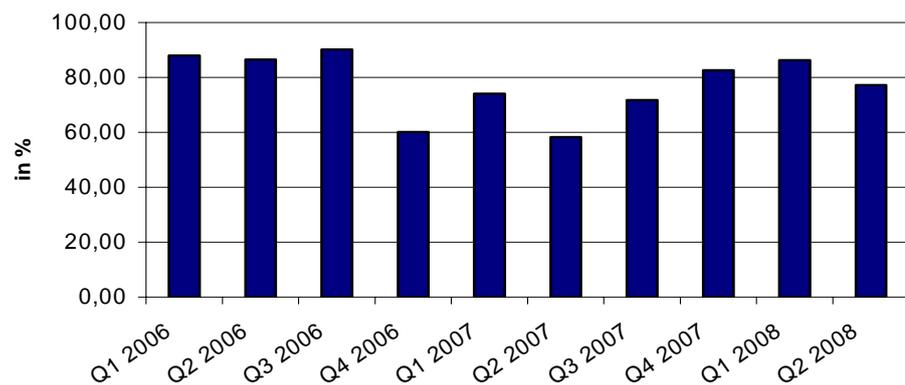
Quelle: GBC AG, Driver & Bengsch AG

Die allgemeine Verunsicherung des Kapitalmarktes mit zum Teil drastischen Kursverlusten hatte einen negativen Einfluss auf das Provisionsgeschäft der Driver & Bengsch AG. In diesem sehr schwierigen Marktumfeld fielen die Provisionserträge um 33,1 % auf 4,82 Mio. EUR, nachdem im Vorjahreszeitraum Erträge in Höhe von 7,201 Mio. EUR erzielt wurden. Leicht positiv zum Vorjahr entwickelten sich in der ersten Jahreshälfte die Bestandsprovisionen, die Versicherungsprovisionen, die Emissionsberatung sowie die Kreditvermittlung. Teilweise deutliche Rückgänge verzeichneten hingegen die Bereiche Vermittlungsprovision, Depotverwaltung und das Fondsmanagement.

Für diesen Rückgang mitverantwortlich ist auch der Basiseffekt des ersten Halbjahres 2007. Im Vorjahreszeitraum wurden rund 56,7 % der Provisionserträge in der ersten Jahreshälfte erzielt, obwohl die letzten beiden Quartale in der Finanzbranche als die traditionell stärksten gelten.

Die eingesparten Bezuschussungen im Rahmen der mittlerweile abgelaufenen Hochzinsaktion „ZinsPlus“ führten entlastend zu einem deutlichen Rückgang der Provisionsaufwendungen. Analog zum Auslaufen dieser Hochzinskonten reduzierten sich die Provisionsaufwendungen im ersten Halbjahr um 64,5 %. Nachdem im Vorjahreszeitraum Aufwendungen in Höhe von 2,40 Mio. EUR das Ergebnis belasteten, betragen diese im laufenden Geschäftsjahr lediglich 0,85 Mio. EUR. Somit erzielte die Driver & Bengsch AG ein Provisionsergebnis in Höhe von 3,96 Mio. EUR, das einem Rückgang in Höhe von 17,4 % zum Vorjahreshalbjahr gleichkommt (1.HJ 2007 4,80 Mio. EUR). Erfreulich war allerdings der Anstieg der Provisionsmarge, die auf Halbjahresbasis bei 82,3 % lag. In der isolierten Betrachtung des zweiten Quartals 2008 gab es ebenfalls einen Margenanstieg auf 77,7 %, nachdem im zweiten Quartal des Vorjahres ein Wert von 58,2 % erreicht wurde.

Entwicklung der Provisionsergebnismarge über die Quartale



Quelle GBC AG, Driver & Bengsch AG

Im Zuge des weiteren Unternehmenswachstums kam es im Personal- und Verwaltungsbereich zu erhöhten Aufwendungen zum Vorjahr um 9,8 %. In diesem Bereich stiegen die Kosten von 3,40 Mio. EUR (1.HJ 2007) auf 3,73 Mio. EUR (1.HJ 2008). Der Aufbau des Vertriebsnetzes insbesondere im Bereich Private Finance zeichnet für diese Entwicklung verantwortlich. Hier sollen fixe Kostenstrukturen aber sukzessive verstärkt variabel gestaltet werden, so dass sich hier wieder eine Entlastung ergeben sollte.

Aufgrund dieser beschriebenen Effekte sank das EBITDA auf 0,28 Mio. EUR, nachdem im Vorjahr 1,43 Mio. EUR im operativen Bereich erzielt werden konnten.

Die Abschreibungen auf Sachanlagen und Gegenstände des Anlagevermögens bewegten sich auf ein stabiles Niveau und blieben mit 0,04 Mio. EUR im Rahmen unserer Erwartungen (1.HJ 2007 0,41 Mio. EUR). Insgesamt entwickelte sich damit auch das operative Ergebnis (EBIT) in Höhe von 0,24 Mio. EUR unterproportional zu den Provisionserträgen. Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum reduzierte es sich von 1,39 Mio.

EUR um 83,1 %. Eine ähnliche Situation ergibt sich in der Betrachtung der EBIT-Marge, die sich von 19,3 % (1.HJ 2007) auf 4,9 % (1.HJ 2008) reduzierte.

Zum Halbjahr des Vorjahres hatte das ausgegebene verzinsliche Genussrechtskapital noch nicht das Niveau dieses Geschäftsjahres. Demzufolge gibt es im Halbjahresvergleich des laufenden zum vergangenen Geschäftsjahr einen Anstieg der Zinsbelastung von 0,04 Mio. EUR (1.HJ 2007) auf 0,59 Mio. EUR (1.HJ. 2008). Demgegenüber stehen Zinserträge in Höhe von 0,42 Mio. EUR (1.HJ. 2007 0,04 Mio. EUR), so dass ein negatives Zinsergebnis von 0,16 Mio. EUR das Vorsteuerergebnis belastet.

Vor diesem Hintergrund reduzierte sich das Vorsteuerergebnis (EBT) im ersten Halbjahr 2008 von 1,39 Mio. EUR (1.HJ 2007) auf 0,07 Mio. EUR. Mit einer Steuerquote von 35,6 % und der damit verbundenen Steuerbelastung in Höhe von 0,03 Mio. EUR, sank der Konzernjahresüberschuss auf 0,05 Mio. EUR.

Damit lag die Gesellschaft insgesamt bei den Umsatz- als auch bei den Ergebniszahlen unter unseren Schätzungen. Vor dem Hintergrund des dramatisch schlechten Kapitalmarktumfeldes sind die erzielten Ergebnisse im Vergleich zu anderen Finanzdienstleistern aber akzeptabel.

Bilanzielle Betrachtung - 1. HJ 2008

Mit einer Eigenkapitalquote von 72,6 % zeichnet sich die Bilanz der Driver & Bengsch AG auch im ersten Halbjahr 2008 weiterhin als sehr solide aus. Der leichte Anstieg dieser Quote zur Geschäftsjahresbilanz 2007 (71,8 %) ist einerseits im leichten Anstieg des Eigenkapitals von 40,81 Mio. EUR (GJ 2007) auf 41,00 Mio. EUR (1.HJ 2008) und andererseits im leichten Rückgang der Bilanzsumme von 56,84 Mio. EUR (GJ 2007) auf 56,45 Mio. EUR (1.HJ 2008) begründet.

Eine wesentliche Veränderung der Passivseite ist der Rückgang kurzfristiger Verbindlichkeiten, die hauptsächlich aus Verbindlichkeiten des Genussrechtskapitals bestehen. So betrug im ersten Halbjahr die Summe des kurzfristigen Fremdkapitals 1,52 Mio. EUR, nachdem es zum 31.12.2007 eine Höhe von 2,14 Mio. EUR aufwies. Im langfristigen Fremdkapital gab es keine wesentlichen Veränderungen.

Auf der Vermögensseite der Bilanz entwickelten sich die kurzfristigen Vermögenswerte ebenfalls rückläufig, jedoch in einem geringeren Ausmaße als die kurzfristigen Verbindlichkeiten, was sich in einem Anstieg des Working Capital niederschlägt. Zum Ende des Geschäftsjahres 2007 reduzierten sich diese Vermögenswerte von 8,59 Mio. EUR um 7,4 % auf 7,96 Mio. EUR. Die langfristige Aktivseite der Driver & Bengsch AG blieb zum Jahresende nahezu unverändert.

Entwicklung des Cashflows im 1. HJ 2008

Der operative Cashflow war vor allem durch die Zunahme des Working Capital in Höhe von 1,37 Mio. EUR gekennzeichnet. Aufgrund des schwächeren Periodenergebnisses fiel damit der operative Cashflow im laufenden Geschäftsjahr überproportional von –0,15 Mio. EUR (1.HJ 2007) auf –1,28 Mio. EUR.

Geringere Investitionen in Sachanlagevermögen führten zu einer Verbesserung des Investitions-Cash Flow von –1,11 Mio. EUR (1.HJ 2007) auf –0,15 Mio. EUR.

Die Einzahlung aus der Genussrechtsausgabe führte im 1. HJ 2007 zu einem Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit in Höhe von 4,20 Mio. EUR. Im laufenden Geschäftsjahr lag der Finanzierungscashflow hingegen nur bei 0,04 Mio. EUR, da keine weiteren eigenen Genussscheine ausgegeben wurden.

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. 4,5 % (bisher 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 11,1 % (bisher 10,6 %) (Erklärung zur Berechnung: 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 9,8 % (bisher 9,5 %).

WACC von 9,8 %
ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	11,1 %
Gewicht in %	75 %
Fremdkapitalkosten	8,0 %
Gewicht in %	25 %
Taxshield in %	25 %
WACC	9,8 %

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2	
Provisionserlöswachstum	7,0 %
EBITDA-Marge	30,0%
Steuerquote	29,8 %
Working Capital in % vom Umsatz	11,7 %
Umsatz zu OAV	1071,4%
Abschreibungen vom OAV	7,1 %

Discounted Cashflow-Modell

Die Driver & Bensch 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 9,8 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009 entspricht als **Kursziel 2,44 € (bisher 3,66 €)**.

Werttreiber - Endwert- Phase 3

ewiges Provisionserlöswachstum	2,5 %
langfristige Kapitalrendite	104,9 %

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario Driver & Bensch AG

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Provisionserlöse	13,015	14,470	15,483	16,567	17,726	18,967	20,295	
Veränderung der Provisionserlöse	2,4%	11,2%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	2,5%
EBITDA-Marge	12,5%	14,8%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,100	-0,100	-0,099	-0,103	-0,110	-0,117	-0,126	
Abschreibungen vom OAV	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	
EBITA	1,525	2,040	4,545	4,867	5,208	5,573	5,963	
EBITA-Marge	11,7%	14,1%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	33,5%	30,0%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	
EBI (NOPLAT)	1,014	1,428	3,191	3,417	3,656	3,912	4,186	4,478
Working Capital	1,700	1,750	1,811	1,938	2,074	2,219	2,375	
Working Capital zu Umsatz	13,1%	12,1%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	11,7%	
Operatives Anlagevermögen	1,400	1,400	1,445	1,546	1,655	1,770	1,894	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	9,296	10,336	10,714	10,714	10,714	10,714	10,714	
Investiertes Kapital (IK)	3,100	3,150	3,257	3,485	3,728	3,989	4,269	
Kapitalrendite	37,0%	46,1%	101,3%	104,9%	104,9%	104,9%	104,9%	104,9%
Free Cashflows:								
EBITDA	1,625	2,140	4,645	4,970	5,318	5,690	6,088	
Steuern auf EBITA	-0,511	-0,612	-1,355	-1,450	-1,552	-1,661	-1,777	
Investitionen in OAV	-0,163	-0,100	-0,145	-0,204	-0,218	-0,233	-0,250	
Veränderung des Working Capital	-29,8%	-5,0%	-6,1%	-12,7%	-13,6%	-14,5%	-15,5%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
Freier Cashflow	0,65	1,38	3,08	3,19	3,41	3,65	3,91	59,68

VALUATION in Mio. EUR

	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	12,501	13,076	12,983	11,174
Barwert des Continuing Value	30,966	34,008	37,350	41,019
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	43,467	47,085	50,333	52,193
Nettoschulden (Net debt)	1,322	0,915	0,225	-2,227
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	42,145	46,170	50,108	54,420
Fremde Gewinnanteile	-	-	-	-
Wert des Aktienkapitals	42,145	46,170	50,108	54,420
Ausstehende Aktien in Mio.	20,500	20,500	20,500	20,500
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,06	2,25	2,44	2,65

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR

Dividendenzahlung	-	-0,615	-0,615	0,615
Aktienrückkäufe	-0,140	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	-0,106	-0,073	-0,018	0,045

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 2,44 €

		WACC				
		8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%
Kapitalrendite	100,9%	2,74	2,54	2,37	2,22	2,09
	102,9%	2,79	2,58	2,41	2,26	2,12
	104,9%	2,83	2,62	2,44	2,29	2,15
	106,9%	2,87	2,66	2,48	2,32	2,18
	108,9%	2,92	2,70	2,52	2,35	2,21

Ausblick und Fazit

Das erste Halbjahr 2008 war geprägt durch ein anhaltend sehr schwieriges Kapitalmarktumfeld mit starken Verwerfungen, ausgelöst durch die Finanzkrise und die Eintrübung der Konjunktur.

Insgesamt lag die Driver & Bengsch AG bei Umsatz- und Ergebniszahlen unter unseren Erwartungen. Im Vergleich zu anderen Finanzdienstleistern präsentierte die Gesellschaft noch eine akzeptable Entwicklung.

Für das laufende zweite Halbjahr erwarten wir uns eine Verbesserung und gar ein starkes Wachstum der Provisionserlöse vor dem Hintergrund der anstehenden Platzierungsphase verschiedener Genussschein- sowie Anleihenprodukte. Der nach wie vor hohe Kontenbestand von derzeit 33.000 Konten sollte eine stabile Basis weiteren Wachstums darstellen.

Unsere positive Erwartung ist zusätzlich durch die Einführung der Abgeltungssteuer geprägt, die sich besonders zum Jahresende in einen höheren Beratungsbedarf und einer höheren Produktnachfrage manifestieren sollte. Unter der Prämisse einer Aufhellung der Marktlage sollten auch zusätzliche Umsätze aus der Umschichtung festverzinslicher Konten in Wertpapierkonten generiert werden.

Dennoch haben wir auf Basis des 1. Halbjahres 2008 unsere Schätzung der Provisionserlöse aus unserer letzten Studie (27.05.2008) von bisher 14,5 Mio. Euro auf 13,02 Mio. EUR nach unten angepasst. Ebenfalls haben wir vor dem Hintergrund des schwächeren ersten Halbjahres unsere Prognose für das EBITDA in 2008 auf 1,63 Mio. EUR deutlich reduziert. Die geschätzte EBITDA-Marge von 12,5 % für das laufende Geschäftsjahr sollte aufgrund verbesserter Kostenstrukturen dann im nächsten Jahr wieder auf 14,8 % (2009e) ansteigen. Mittelfristig erwarten wir uns mit einem besseren Kapitalmarktumfeld wieder die Rückkehr der Gesellschaft zu früheren Profitabilitätsniveaus (EBITDA-Margen von 30%).

Das Vorsteuerergebnis (EBT) erwarten wir für 2008 mit 1,025 Mio. EUR und liegen damit über der veröffentlichten Guidance des Unternehmens. Driver & Bengsch will auf Konzernebene das EBT des Jahres 2006, also mindestens 0,338 Mio. Euro, mindestens übertreffen. Dabei antizipieren wir ein erfolgreiches Emissionsgeschäft bei Anleihen- und Genussscheinen.

Als Gewinn je Aktie erwarten wir für 2008 nun 0,03 EUR (bisher 0,10 EUR).

Wir haben auf Basis unserer neuen Schätzungen unsere Bewertungseinschätzung nach unten angepasst und im Rahmen unserer DCF-Analyse ein 2009er Kursziel von 2,44 EUR ermittelt (bisher 3,66 EUR). Wir stufen die Driver & Bengsch AG unverändert mit dem Rating 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 Wertes 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 Interessenskonflikten 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

§ 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 der 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