

ELRINGKLINGER AG „Minusmacher“

Glaubt uns, wir haben wirklich alles versucht um es schön zu rechnen (schließlich kommt einer unserer Gründer auch aus dem Schwabenland, wo diese Firma beheimatet ist), aber es ging einfach nicht. Jedes Quartal, jede rollierende Quartalsreihe auf ein, zwei, drei, vier und fünf Jahresperspektive. Aus diesem Geschäftsmodell kommt einfach kein Cash raus. Banken schütten seit Jahren mehr Kapital in das Fass. Wir sind gespannt wann sie bemerken, dass es keinen Boden hat...

- Nahezu alle Umsätze in Verbindung mit Verbrennungsmotoren (1% E-Mobility Segment Umsatz)
- Zyklisches OEM Geschäft >80% vom Gesamtumsatz
- Verhältnismäßig kleines Aftermarket Geschäft (9% des Umsatzes), welches zuletzt um 7% geschrumpft ist
- Unflexibler Personalkostenblock in überwiegend Hochlohnstandorten
- Schnell steigende Investitionskosten, um Batterie-JV mit chinesischem Partner aufzubauen
- Fallende Margen seit 8 Jahren
- Konstant steigende Verschuldung seit 2010
- Nachhaltigkeit der Dividende in Frage

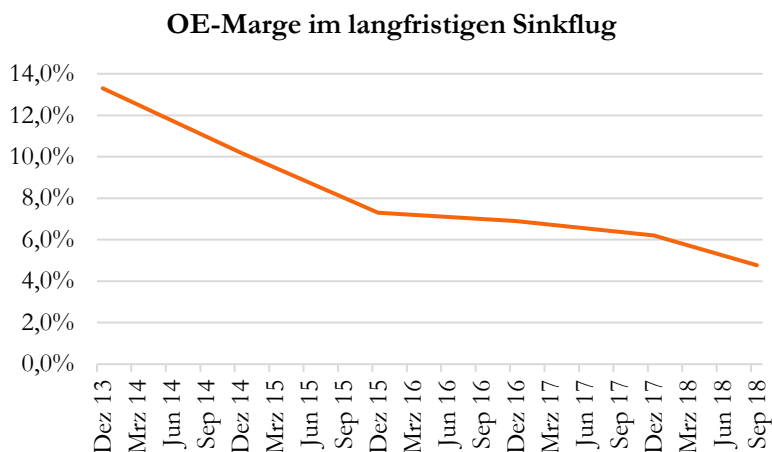
Geschäftsmodell

Die ElringKlinger AG (DB:ZIL2) ist ein großer mittelständischer Automobilzulieferer, beheimatet im schwäbischen Dettingen, unweit von Stuttgart, und erwirtschaftete zuletzt knapp €1,7 Mrd Umsatz und €81m EBIT. Die Firma berichtet in fünf Divisionen, wovon in drei wesentliche Umsätze generiert werden. Diese sind (1) Original Equipment, (2) Aftermarket und (3) Engineered Plastics.

Original Equipment (OE): 83% der Umsätze werden in diesem Segment generiert und lieferten in den letzten 12 Monaten (LTM) eine EBIT-Marge von 4,7%. Die Produkte dieses Segments sind Abschirmtechnik für Hitze und Schall (26% des Konzernumsatzes), Leichtbau (23%), Spezialdichtungen für Motor, Getriebe oder Abgasanlage (18%), Zylinderkopfdichtungen (12%), Abgasbehandlung (3%) und Komponenten für E-Mobilität wie Batteriemodule, Kunststoffspeichergehäuse oder Zellgehäuse (1%). Laut Unternehmensangaben ist ElringKlinger bei Zylinderkopfdichtungen Weltmarktführer in einem oligopolistisch geprägten Markt mit im wesentlichen zwei großen amerikanischen Wettbewerbern. Ähnlich scheint die Situation im Bereich Abschirmtechnik zu sein. Im Jahr 2017 hatte ElringKlinger zusammen mit zwei europäischen Wettbewerbern eine Kartellstrafe kassiert.¹

¹ https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Meldung/DE/Pressemitteilungen/2017/13_07_2017_Waermebleche.html

Es fällt auf, die Produkte im OE sind nicht entlang des Zukunftspfades der Automobilbranche ausgerichtet. Die OE EBIT-Marge ist seit fünf Jahren im Sinkflug. Die Firma baut aktuell eine Batteriemontagelinie in Deutschland auf, investiert dementsprechend viel und stellt Personal ein. Es handelt sich dabei um ein JV mit CITC (China), welche die Batteriezelle herstellen werden, und Elring wird die anderen Komponenten des Moduls wie Zellgehäuse



bereitstellen. Die Personalzahl hat sich im letzten Jahr um 9% von 9.376 auf 10.231 erhöht, während der Umsatz sich lediglich um 2% steigerte. Auch in den nächsten beiden Jahren erwartet der Durchschnitt der Analysten² lediglich ein Umsatzwachstum von knapp über 4%. Im Verhältnis zum Gesamtkonzern ist der Umsatz mit dem E-Mobilitäts Segment bei 1% sehr gering und wird in absehbarer Zeit keinen signifikanten Anteil am Konzern haben können.

Aftermarket (AM): Das Aftermarket Segment generiert nur 9,4% des Umsatzes bei einer LTM EBIT Marge von 17,5%. In diesem Segment werden hauptsächlich Dichtungen als Ersatzteile über Großhändler vertrieben. Die hohe Marge in diesem Geschäft ist ebenfalls typisch für das Automobilzulieferer Segment. Die Umsätze im Aftermarket Segment reduzierten sich in Q3 um -6.5% von €40.2m (20.1% EBIT) im Vorjahr auf €37.6m (15.7% EBIT Marge). Sowohl Umsätze und Margen bewegen sich dabei in die falsche Richtung in einem vermeintlich stabilen Segment.

Engineered Plastics (EP): Das EP Segment macht 7% des Konzernumsatzes aus und generiert wie das AM Segment ebenfalls eine attraktive LTM EBIT Marge von 17,5%. Mit EP bezeichnet die Firma Kunststoffteile, welche hauptsächlich auf Spritzgussanlagen für den Automobilmarkt hergestellt werden. Diese substituieren sukzessive Metallbauteile im Auto. Das sind zum Beispiel Ölwanne oder Zylinderkopfhäuben.

Was es bedeutet Automobilzulieferer zu sein

Wer OEMs beliefert muss sich mit einigen Widrigkeiten befassen. Dazu zählt in erster Linie hoher Preis- und Effizienzdruck. Die Autohersteller befinden sich selbst im Kriegszustand. Seit etlichen Jahren zeigen die OEMs hohe Absatzwachstumsraten und möchten nicht die Gunst der Aktionäre verlieren. Daher wird vor allem auf der Preisebene mit harten Bandagen gekämpft. Manchmal können wir die Preise bspw. beim PKW-Gewerbeleasing kaum glauben. Um dies profitabel zu halten wird an allen Ecken und Kanten gefeilt. Erst vor 5 Tagen zierte die Titelseite des Handelsblatts ein Artikel über das neue aggressive Sparprogramm bei VW³. Darüber hinaus verlangen globale OEMs, dass man nah an den eigenen Werken produziert und über einen modernen und effizienten Maschinenpark verfügt. Dies zwingt Zulieferer zu intensiven und nicht nachlassenden Investitionen.

Margen auf Talfahrt

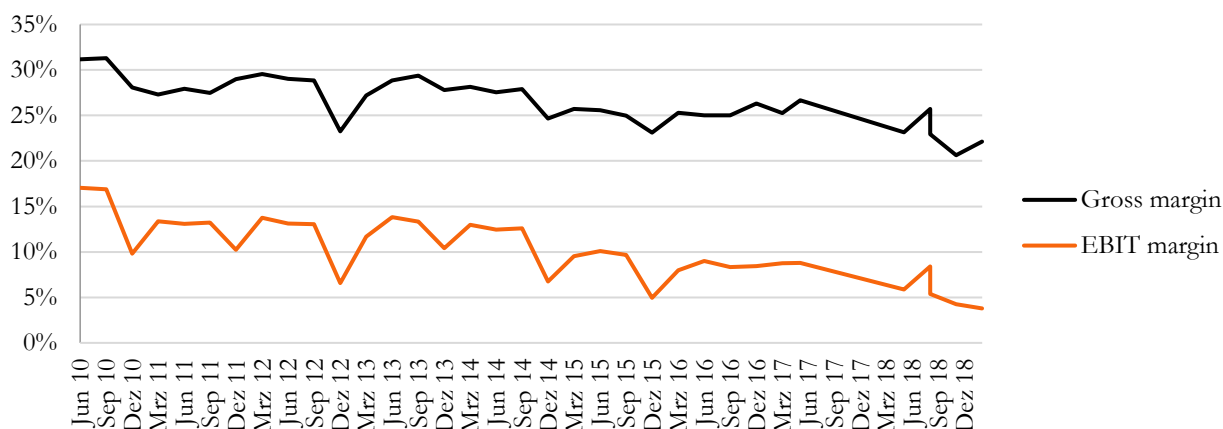
Während sich die Bruttomarge von ihrem Höchstpunkt bei 28,5% im März 2014 auf zuletzt 22,6% komprimiert hat, leidet darunter schlussendlich auch das EBIT. Die Bruttomarge wurde insbesondere von

² Quelle: S&P CapitalIQ

³ Handelsblatt Ausgabe Nr. 236 vom 6. Dezember 2018: „Neues Sparprogramm bei VW“

Rohstoffpreiserhöhungen wie Stahl, Aluminium und Kunststoff getroffen. Es zeigt, wie wenig Preissetzungsmacht das Unternehmen hat und wie gnadenlos es solch externen Faktoren ausgeliefert ist.

Bruttomarge & EBIT-Marge im langfristigen Abwärtstrend



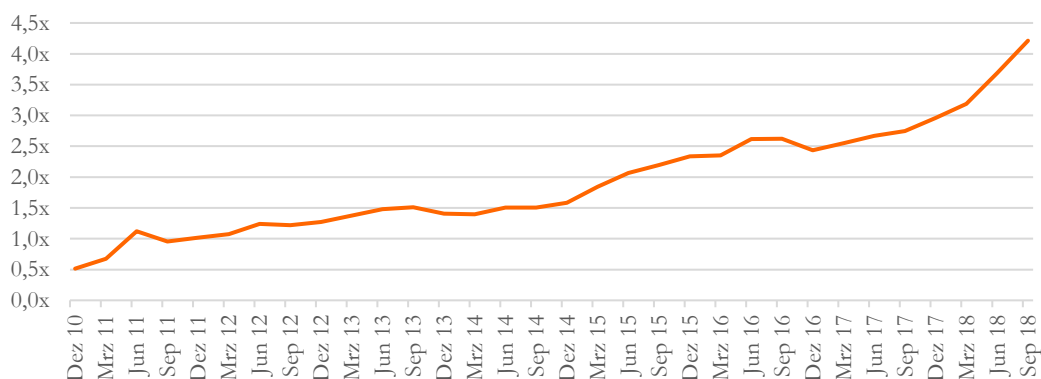
Kassensturz. Zahlen bitte.

Die folgende Tabelle⁴ zeigt, dass ElringKlinger seit geraumer Zeit nicht mehr genügend Cashflow aus dem operativen Geschäft generieren konnte, um seine Investitionskosten („Capex“) zu decken. Die Kennzahl „OCF Capex Cover“ zeigt sogar an, dass sich dies in der jüngeren Zeit sogar verschlimmert hat.

| | <u>Kumulative Zeiträume</u> | | | |
|--|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|
| | <u>2 Jahre</u> | <u>3 Jahre</u> | <u>4 Jahre</u> | <u>5 Jahre</u> |
| Operativer Cash Flow (nach Steuern und Zinsen) | 178,1 | 330,9 | 475,3 | 605,6 |
| Capex | (328,1) | (493,2) | (671,4) | (804,6) |
| OCF - Capex | (152,9) | (184,2) | (257,4) | (276,6) |
| OCF Capex Cover (OCF / Capex) | 0,543x | 0,671x | 0,708x | 0,753x |
| Aufnahme kurzfristiger Schulden (Abbau) | (22,6) | (21,5) | (60,5) | (60,5) |
| Aufnahme langfristiger Schulden (Abbau) | 215,4 | 180,5 | 313,1 | 352,4 |
| Aufnahme Schulden (Abbau) | 192,8 | 159,0 | 252,6 | 291,9 |
| Dividende | (63,4) | (95,1) | (129,9) | (161,6) |

Dieses Defizit wurde offensichtlich über die kontinuierliche Aufnahme von Schulden finanziert. Dass die Firma sich eine Dividende eigentlich nicht leisten kann, wird hier deutlich.

Net Financial Leverage



⁴ Quelle der Finanzdaten: S&P Capital IQ

| | Sep 13 | Dez 13 | Mrz 14 | Jun 14 | Sep 14 | Dez 14 | Mrz 15 | Jun 15 | Sep 15 | Dez 15 | Mrz 16 | Jun 16 | Sep 16 | Dez 16 | Mrz 17 | Jun 17 | Sep 17 | Dez 17 | Mrz 18 | Jun 18 | Sep 18 |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Quartalsdaten | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Operativer Cash Flow (nach Steuern und Zinsen) | 31,8 | 33,1 | 18,8 | 36,3 | 42,1 | 52,8 | 26,7 | 32,2 | 32,7 | 31,7 | 39,5 | 32,3 | 49,3 | 49,4 | 19,8 | 30,9 | 13,0 | 24,5 | 7,0 | 20,7 | 12,8 |
| Capex | (24,9) | (39,8) | (26,9) | (24,4) | (42,1) | (53,6) | (35,2) | (40,7) | (48,7) | (48,4) | (37,5) | (36,1) | (43,0) | (52,8) | (29,6) | (42,4) | (42,1) | (39,7) | (29,4) | (38,4) | (53,9) |
| OCF - Capex | 4,6 | (9,8) | (10,3) | 5,7 | (4,8) | (8,7) | (35,4) | (11,0) | (18,1) | (24,8) | 0,6 | (11,9) | 4,8 | (12,8) | (42,5) | (10,1) | (31,5) | (21,0) | 29,1 | (19,2) | (45,0) |
| OCF Capex Cover (OCF / Capex) | 1,276x | 0,833x | 0,699x | 1,484x | 1,000x | 0,985x | 0,758x | 0,792x | 0,670x | 0,655x | 1,054x | 0,894x | 1,147x | 0,935x | 0,668x | 0,728x | 0,309x | 0,619x | 0,240x | 0,541x | 0,238x |
| Aufnahme kurzfristiger Schulden (Abbau) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | (39,0) | 0,0 | 25,7 | 17,1 | (41,8) | 0,0 | 38,8 | 51,2 | (172,2) | 0,0 | (25,9) | 58,2 | 27,4 |
| Aufnahme langfristiger Schulden (Abbau) | (0,3) | 0,0 | 7,7 | 25,9 | 5,7 | 0,0 | 31,2 | 52,9 | 48,4 | 0,0 | (5,4) | (43,4) | 13,9 | 0,0 | 7,4 | 2,9 | 196,9 | 0,0 | (0,3) | (4,2) | 12,8 |
| Aufnahme Schulden (Abbau) | (0,3) | 0,0 | 7,7 | 25,9 | 5,7 | 0,0 | 31,2 | 52,9 | 9,4 | 0,0 | 20,4 | (26,3) | (27,8) | 0,0 | 46,2 | 54,1 | 24,6 | 0,0 | (26,2) | 54,0 | 40,2 |
| Dividende | 0,0 | 0,0 | 0,0 | (31,7) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | (34,8) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | (31,7) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | (31,7) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | (31,7) | 0,0 |
| Nettofinanzverschuldung (Net Debt) | 298,9 | 295,3 | 306,3 | 333,4 | 339,1 | 347,4 | 396,3 | 442,6 | 461,1 | 485,2 | 481,7 | 532,0 | 528,8 | 532,9 | 581,0 | 614,5 | 644,1 | 647,5 | 624,8 | 682,3 | 728,3 |
| Pensionsrückstellungen | 103,0 | 92,3 | 93,0 | 93,7 | 94,2 | 124,1 | 126,5 | 126,9 | 127,0 | 118,7 | 119,0 | 119,9 | 120,4 | 136,6 | 137,2 | 135,7 | 135,3 | 126,0 | 126,4 | 127,5 | 127,3 |
| Kasse | 60,9 | 62,9 | 60,2 | 60,1 | 63,5 | 69,7 | 71,0 | 74,6 | 60,9 | 50,3 | 68,6 | 73,4 | 47,2 | 45,2 | 43,1 | 53,2 | 43,1 | 53,0 | 48,1 | 50,7 | 42,6 |
| Leverage (Net Debt + Pensions / EBITDA) | 2,0x | 1,8x | 1,8x | 1,9x | 1,9x | 2,1x | 2,4x | 2,7x | 2,8x | 2,9x | 2,9x | 3,2x | 3,2x | 3,1x | 3,1x | 3,3x | 3,3x | 3,5x | 3,8x | 4,4x | 4,9x |
| Rollierende 12-Monatszeiträume | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Umsatz | 1.142,2 | 1.150,1 | 1.193,1 | 1.230,5 | 1.270,5 | 1.325,8 | 1.373,2 | 1.419,4 | 1.458,1 | 1.507,3 | 1.521,1 | 1.532,2 | 1.540,3 | 1.557,4 | 1.605,6 | 1.622,5 | 1.651,9 | 1.664,0 | 1.661,4 | 1.684,4 | 1.686,6 |
| Bruttomarge | 310,8 | 325,6 | 340,5 | 346,9 | 353,8 | 358,5 | 362,8 | 368,1 | 368,2 | 374,3 | 376,2 | 376,9 | 379,0 | 395,9 | 407,9 | 418,9 | 429,1 | 408,4 | 394,3 | 385,3 | 374,5 |
| Bruttomarge in % | 27,2% | 28,3% | 28,5% | 28,2% | 27,8% | 27,0% | 26,4% | 25,9% | 25,2% | 24,8% | 24,7% | 24,6% | 24,6% | 25,4% | 25,4% | 25,8% | 26,0% | 24,5% | 23,7% | 22,9% | 22,2% |
| R&D | 53,1 | 56,7 | 57,7 | 58,4 | 59,4 | 57,3 | 58,1 | 60,3 | 60,7 | 61,4 | 62,4 | 62,6 | 65,2 | 67,4 | 69,6 | 71,5 | 70,4 | 71,4 | 73,4 | 74,9 | 76,9 |
| R&D in % vom Umsatz | 4,6% | 4,9% | 4,8% | 4,7% | 4,7% | 4,3% | 4,2% | 4,2% | 4,2% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,2% | 4,3% | 4,3% | 4,4% | 4,3% | 4,3% | 4,4% | 4,4% | 4,6% |
| EBITDA | 197,8 | 209,8 | 219,6 | 221,2 | 225,6 | 219,7 | 215,0 | 214,1 | 210,1 | 207,7 | 204,7 | 203,4 | 201,8 | 218,7 | 228,2 | 230,2 | 234,5 | 218,8 | 196,1 | 184,9 | 172,9 |
| EBITDA in % | 17,3% | 18,2% | 18,4% | 18,0% | 17,8% | 16,6% | 15,7% | 15,1% | 14,4% | 13,8% | 13,5% | 13,3% | 13,1% | 14,0% | 14,2% | 14,2% | 14,2% | 13,1% | 11,8% | 11,0% | 10,3% |
| EBIT | 130,3 | 141,7 | 151,0 | 151,6 | 154,5 | 147,8 | 141,1 | 137,8 | 132,0 | 128,4 | 123,8 | 120,7 | 116,5 | 131,5 | 138,7 | 139,3 | 142,0 | 125,5 | 104,0 | 93,4 | 81,3 |
| EBIT in % | 11,4% | 12,3% | 12,7% | 12,3% | 12,2% | 11,1% | 10,3% | 9,7% | 9,1% | 8,5% | 8,1% | 7,9% | 7,6% | 8,4% | 8,6% | 8,6% | 8,6% | 7,5% | 6,3% | 5,5% | 4,8% |
| Return on capital employed (auf EBIT Basis) | 12,4% | 13,1% | 13,7% | 13,6% | 13,3% | 12,2% | 10,7% | 10,5% | 9,9% | 9,6% | 9,2% | 8,8% | 8,3% | 9,5% | 9,8% | 10,0% | 9,2% | 8,2% | 6,8% | 6,2% | 5,2% |
| EBIT pro Mitarbeiter | 19.870 | 22.144 | 23.600 | 21.841 | 21.732 | 20.790 | 18.830 | 18.149 | 17.073 | 16.223 | 15.230 | 14.569 | 13.816 | 15.311 | 15.868 | 15.456 | 15.145 | 13.062 | 10.808 | 9.379 | 7.948 |

In den obig dargestellten 21 Quartalen hat ElringKlinger es ganze fünf Mal geschafft seine Investitionskosten zu decken. Dieser Kapitaldurst wird mit Schulden gelöscht. Aus diesem Grund hat sich die Leverage-Quote signifikant erhöht. Zuletzt stand die Firma bei 4,2x EBITDA.⁵ Irgendwann könnte es schwierig werden eine weitere Bank zu finden, die noch mehr Geld nachlegt. Auch wir wissen, manchmal gibt es Investitionszyklen, bei denen man zunächst investieren muss, um dann die Früchte später zu ernten. Bei ElringKlinger ist wohl selten Erntezeit.

Besonders beängstigend ist die Tatsache, dass sich die Bilanz des Unternehmens stetig aufbläht und dabei die Gewinne nicht mitziehen. Das bedeutet die Investitionen in das eigene Unternehmen haben abnehmende Renditen. Das lässt sich deutlich an der Verschlechterung der Kennzahl „Return on Capital Employed“ erkennen. Der zukünftige Capex-Plan sieht leider auch keine Entlastung vor. Das Management plant mittelfristig eine Investitionsquote von 9-10% des Gesamtumsatzes. Bei knapp €1,7 Mrd. Umsatz würde dies jährlichen Investitionen von €153 – 170m entsprechen.

Das Management hat außerdem angekündigt, dass die Quote der Forschungs- und Entwicklungskosten erhöht werden soll. In den Zeiträumen 2014 bis 2017 lag diese bei ca. 4,3%. Zukünftig soll dies auf 5-6% erhöht werden. Das ist notwendig und verständlich. Bei den dünnen Margen eines Automobilzulieferers ist eine solche Erhöhung aber signifikant.

Wir haben rollierende 12-Monatszeiträume der Vergangenheit betrachtet. Das letzte 12-Monatsfenster, in welchem dies aus dem operativen Cash Flow heraus erreicht wurde, war vor 6 Quartalen im Juni 2017 mit insgesamt €155m operativem Cash Flow. €170m wurden historisch bisher nur einmal im 12-Monatszeitraum Ende Dezember 2016 erreicht (eine einmalig positive Entwicklung des Umlaufvermögens war der Auslöser). Es sei hier nochmals angemerkt, dass es der Sinn eines Unternehmens sein sollte, wesentlich mehr Cash zu generieren, als nur hin und wieder tatsächlich die eigenen Investitionskosten zu decken.

Finale Frage

Ein Geschäftsmodell, das nachhaltig **keinen** Cash Flow generiert und dessen Dividende aus Bankschulden finanziert wird – was ist das Wert? Gute Frage, nächste Frage...

Frankfurt, 11. Dezember 2018

⁵ Quelle der Finanzdaten: S&P Capital IQ

DISCLAIMERS

No Offer or Advice. The information contained herein has been prepared solely for informational purposes and is not an offer to sell or purchase or a solicitation of an offer to sell or purchase an interest in any securities. CCA reserves the right to change, modify, add or remove portions of any content at any time without notice and without liability. Those who access this do so at their own initiative. You acknowledge that the content of this document is for general, informational purposes only and is not intended to constitute an offer to sell or buy any securities or promise to undertake or solicit business, may not be relied upon in connection with any offer or sale of securities. We do not provide investment or other advice, and this is not to be deemed a recommendation that anyone buy, sell or hold any security or other investment or that you pursue any investment style or strategy. You should consult with your own advisers with respect to your individual circumstances and needs.

No Warranties or Liability. We are not responsible for any damages that result from your use of this information. We have compiled this in good faith and while we use reasonable efforts to include accurate and up-to-date information, this is provided on an "as is" basis with no warranties of any kind. We do not warrant that the information is accurate, reliable, up to date or correct. Your use of this information is solely at your own risk.

Confidentiality. This information is confidential. Recipients may not disclose any of this information to any person or use it for any purpose other than those permitted by us in writing. Information in this document is exclusively directed towards professional investors domiciled in Germany according to section 31a of the Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG). Investment advice and investment brokerage according to section 1 paragraph 1a No. 1a German Banking Act (Kreditwesengesetz - KWG) will be provided for the account and under the liability of BN & Partners Capital AG according to section 2 paragraph 10 German Banking Act (Kreditwesengesetz - KWG). BN & Partners Capital AG has the required authorisation of Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) according to section 32 German Banking Act.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung („WM“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Für den Inhalt ist ausschließlich der unten genannte vertraglich gebundene Vermittler als Verfasser verantwortlich. Diese „WM“ wird ausschließlich zu Informationszwecken eingesetzt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Der vorstehende Inhalt gibt ausschließlich die Meinungen des Verfassers wider, die von denen der BN & Partners Capital AG abweichen können. Eine Änderung dieser Meinung ist jederzeit möglich, ohne dass es publiziert wird. Diese „WM“ begründet weder einen Vertrag noch irgendeine anderweitige Verpflichtung oder stellt ein irgendwie geartetes Vertragsangebot dar. Ferner stellen die Inhalte weder eine Anlageberatung, eine individuelle Anlageempfehlung, eine Einladung zur Zeichnung von Wertpapieren oder eine Willenserklärung oder Aufforderung zum Vertragsschluss über ein Geschäft in Finanzinstrumenten dar. Diese „WM“ ist nur für professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien mit gewöhnlichem Aufenthalt bzw. Sitz in Deutschland bestimmt und wurde nicht mit der Absicht verfasst, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu geben. Die steuerliche Behandlung von Transaktionen ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und evtl. künftigen Änderungen unterworfen. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile über zukünftiges Geschehen dar, sie können sich daher bzgl. der zukünftigen Entwicklung eines Produkts als unzutreffend erweisen. Die aufgeführten Informationen beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser „WM“, eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann nicht übernommen werden. Die BN & Partners Capital AG übernimmt für den Inhalt, die Richtigkeit und die Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr und haftet nicht für Schäden, die durch die Verwendung der „WM“ oder Teilen hiervon entstehen. Die vorliegende „WM“ ist urheberrechtlich geschützt, jede Vervielfältigung und die gewerbliche Verwendung sind nicht gestattet.

Datum: 11. Dezember 2018. Herausgeber: CCA GmbH / Eschersheimer Landstraße 1-3/ 60322 Frankfurt handelnd als vertraglich gebundener Vermittler (§ 2 Abs. 10 KWG) im Auftrag, im Namen, für Rechnung und unter der Haftung des verantwortlichen Haftungsträgers BN & Partners Capital AG, Steinstraße 33, 50374 Erfstadt. BN & Partners Capital AG besitzt für die die Erbringung der Anlageberatung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG und der Anlagevermittlung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 1 KWG eine entsprechende Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemäß § 32 KWG.