

H&R WASAG AG

Branche	Branchen-Konjunktur	Gewinn-wachstum	Confidence SCORE 3)	Management SCORE 3)	Story SCORE 3)	Strategie (ISIN: DE0007757007)
Chemie	↗	↗	48,6 %	70,0 %	44,0 %	BSP-Wachstum/Kautschuk



Marktdaten

aktueller Kurs (Stämme)	12.05.2010	16,93
in % seit Hoch / Hoch	-8,2%	18,45
in % seit Tief / Tief	78,2%	9,50
Grundkapital (1)		76,63
davon Vorzugsaktien		0,00
Marktkapitalisierung (1)		1.297,26
Streubesitz (Ord.)		43,8%
H&R Bet. GmbH		42,5%
Tagesumsatz in Stück		45.500

Termine & News Flow

HV	prelim 2009	1Q/10	H1.Q/10	H1.Q/10
27/Mai 10	19.02.2010	12.05.2010	13.08.2010	12.11.2010

Kennzahlen & Bewertung

geschätztes Ergebniswachstum (3 Jahre)	37,8%
theoretischer Wert je Aktie (10e) nach (2-Phasen) DCF-MoC	37,11
theoretischer Wert je Aktie nach 3-Phasen DivDisc.-Model:	16,13
Ratings (Moody's / S+P):	- / -/-

Kennzahlen	2008	2009 31.12.2010e	31.12.2011e	
Ergebnis je Aktie (2)	0,39	0,83	1,53	1,72
Cash-Flow je Aktie (2)	0,53	0,65	2,38	2,67
Dividende (2)	0,40	0,45	0,92	1,20
EBIT-Ratio (in %)	3,6%	5,9%	8,9%	9,3%
ROE (netto, in %)	7,1%	13,8%	23,0%	23,9%

Bewertung a)

P/E	53,9	22,2	11,1	9,9
P/Buchwert	3,8	3,1	2,5	2,4
P/CF	39,6	28,6	7,1	6,3
EV/EBIT	20,1	15,5	6,2	5,5
Dividendenrendite (net)	1,9%	2,4%	5,4%	7,1%

(1=Mo. EUR: 2=EUR: 3=100%= sehr gut; 4=negativ; hist. Bewert. a. Basis hist. Hochskurse)

+ Q1/10 überraschend dynamisch – 2010 mit Mengen- und Preisanstiegen und ... + – Rekordinvestition. EPS-Plus 2010 könnte 82 % erreichen. Ab 2012 kann Brutto-Marge spürbar ansteigen, wenn Nachfrage nach Kunststoff-Weichmacher weiter steigt. Sanierung der kleinen SBU „Kunststoffe“ dauert bis 2011 – 2010 noch kleiner Verlust. Finanzierung scheint gesichert, Cashflow soll Schulden abbauen. Dividendenanstieg um € 0,05.

**Gewinn je Aktie 09/10e/11e alt: 0,85/ 0,94/ 1,07
neu: 0,83/ 1,53/ 1,72**

➔ **Positive Überraschung: Q1/10 mit kräftigem Umsatz und sehr starkem Ergebnisanstieg, auch wenn Dynamik im Laufe des Restjahres weniger kräftig sein dürfte – wir erhöhen unsere Schätzung spürbar.** Schwacher US-Dollar verstärkt Grundöl-Preisanstiege zusätzlich, was, solange die Nachfrage steigt, auf Kunden – mit Zeitverzögerung – abwälzbar ist. **Im Q2/10e könnte die Marge also fallen!**

➔ **Der „faire Wert“ nach DCF-Modell springt auf € 37,00 (alt: € 17,50),** denn die Gewindynamik und der Optimismus steigt bzw. der Zinssatz des DCF-Modells fällt! Die Scores zeigen (noch) schwache Werte, mittelfristig nachhaltig steigende Dividende, zuvor Schuldenabbau!

➔ **Das Mengenwachstum setzte ab dem Herbst 2009 wieder ein und hat sich jüngst beschleunigt.** Auch das Management ist optimistisch, leveraget die Bilanz noch stärker und investiert € 55 Mio. in die Wertschöpfungskette am Standort HH. Ab 2012 soll damit das EBITDA um > € 12 Mio. p. a. (+20 %) erhöht werden. Die erwartete starke Nachfrage nach Kautschukweichmachern (Verbot alter Weichmacher seit 1.1.2010; erweiterte Kennzeichnungspflicht in Kfz-Reifen ab 2012) soll damit bedient werden. Eine Dividendenanhebung für 2010e scheint nicht mehr ausgeschlossen.

➔ **Auslastungseffekte waren im Q1/10 geringer als der Materialkostenanstieg: Die EBITDA-Marge sank um 209 BP auf 9,55 %, während der Umsatz um 59 % ggü. Q1/09 sprang, was zu 40 Prozentpunkten mengenbedingt war.** Die Auslandsnachfrage war erneut entscheidend. Das EBIT stieg in Q1/10 um 40 % auf € 19,4 Mio.; das EPS um 43 % auf € 0,40.

Unternehmensbeschreibung:

Mit Nischenprodukten aus Deutschland in die ganze Welt

Großaktionär und Streubesitz mit je über 42 % Anteilsbesitz

Rohöl ist Hauptkostenblock – Produktpreis-anpassung mit 2-3 Monaten Verzögerung

Chemisch-pharmazeutische Spezialprodukte bringen 90 % der Erlöse und noch mehr Ergebnisbeiträge

Die im SDAX notierte H&R WASAG AG ist als mittelständisches Unternehmen der Spezialchemie in der Entwicklung und Herstellung chemisch-pharmazeutischer Spezialprodukte auf Rohölbasis tätig (2009: € 760 Mio. Umsatz) und ist als Markt- und/oder Technologieführer trotz Konkurrenz durch Öl-Multis aussichtsreich positioniert. Die Nachfrage zeichnet sich durch teils regulatorisches, teils technisch bedingtes Wachstum aus. Die Produktpreise schwanken – zeitversetzt mit dem Rohölpreis. Im zweiten Geschäftsfeld entwickelt und produziert man Präzisions-Kunststoffteile, die in eine breite Palette von Geräten eingebaut werden.

Zwei Wurzeln der H&R WASAG AG, die Schmierstoff-Raffinerie Salzbergen (SRS, H&R Gruppe) und die Westfälisch-Anhaltische Sprengstoff-Actien-Gesellschaft (WASAG), reichen bis in das 19. Jh. zurück. H&R steht für Hansen & Rosenthal, ein traditionsreiches Hamburger Familienunternehmen, das jetzt bereits in der 4. Generation erfolgreich das chemische Spezialitätengeschäft betreibt. Über die H&R Beteiligung GmbH (Familie Hansen und Rosenthal) ist man mit 42,5 % Großaktionär an der geschäftsleitenden Holdinggesellschaft. Weitere befreundete Aktionäre kommen hinzu, so dass der Streubesitz bei knapp 44 % liegt.

Zwei wesentliche Geschäftsfelder werden ergänzt um Quarzsand-Aktivitäten für die Glasindustrie (Sythengrund). Der dominierende Geschäftsbereich Chemisch-pharmazeutische Rohstoffe („ChemPharm“) bündelt die Aktivitäten des Konzerns in der Entwicklung und Produktion von rund 800 rohöl-basierten Spezialprodukten (Grundöle, Weißöle, Paraffine, Weichmacher, Feindestillate und Solvate) insbesondere für die Chemie und Pharmazie. Ölpreisschwankungen können nur mit einer zeitlichen Verzögerung von 2-3 Monaten an die Kunden weitergegeben werden (Windfall-Losses und -Profits). Folge: hoher Liquiditätsbedarf bei schnell steigenden Rohstoffpreisen. Währungsschwankungen kommen hinzu und wirken je nachdem ausgleichend oder auch verstärkend.

Neben den beiden Spezialraffinerien des Geschäftsbereichs in Salzbergen (1994 von BASF übernommen) und Hamburg betreibt H&R Konversionsanlagen in UK, Südafrika, Australien, Thailand und den Niederlanden und ist vertriebsseitig weltweit vertreten. Ferner ist man – gegen ein Verarbeitungsentgelt – Dienstleister im Schmierstoffgeschäft, mischt und füllt für Dritte (BP / ARAL) Auto- und Industrieschmierstoffe ab bzw. mischt im Hamburger Hafen Schmierstoffe für die Marineindustrie (H&R LubeBlending).

Der Produktionsprozess der H&R ChemPharm beginnt mit der Vakuumdestillation und schließt verschiedene Konversionsanlagen ein. Zuvor hat das Rohöl eine atmosphärische Destillation erfahren. Aus den Rückständen bzw. „Nebenprodukten“ (ca. 0,4 Mio. Jato) dieser vorgelagerten Produktionsstufen (atmosphärische Rückstände, Vakuumdestillate und Mitteldestillate) gewinnt man an den beiden deutschen Standorten die Spezialprodukte. Diese Hauptprodukte (ca. 0,6 Mio. Jato) umfassen medizinische und technische Weißöle, Paraffine, Weichmacher, Feindestillate sowie knapp 0,3 Mio. Jato Schmierstoffe und Grundöle. Sie dienen als Basis für die Herstellung von Autoschmierstoffen, Kunststoffen, Druckfarben und Kerzen sowie für chemische, pharmazeutische, kosmetische und medizinische Erzeugnisse. In diesen Produktgruppen gehört H&R zu den größten Produzenten in Europa. Ab 2012 soll der Anteil der Hauptprodukte zulasten der Nebenprodukte (wie z. B. Schweröl) spürbar erhöht werden, wenn in HH die Veredelungsanlage in Produktion gehen soll.

Der Kauf der Spezialraffinerie Hamburg-Neuhof von BP im Januar 2004 machte H&R WASAG zum Marktführer für viele der rohöl-basierten „Haupt“-Produkte in Deutschland bzw. Zentraleuropa. Mit einer ähnlichen Produktpalette wie im Emsland kamen zu den existierenden 0,3 Mio. Jato Haupt- und 0,1 Mio. Jato Nebenprodukten jeweils 0,3 Mio. Jato Haupt- und 0,3 Mio. Jato Nebenprodukte dazu (plus drei kleinere Konversionsanlagen in UK und NL – 0,07 Mio. Jato). Außerdem wurde von BP die europaweite ESP-Vertriebsorganisation für chemisch-pharmazeutische Spezialprodukte übernommen. Bis Q1/12 will man den Anteil höherwertiger Destillate in Neuhof mit einer PDA-Anlage stark erhöhen und investiert ab Q1/10

Kunststoffe – Sanierung 2009-10 – neue Kundengruppen sind essenziell

rekordhohe € 55 Mio. in eine Veredelungsanlage. Im Weißölgeschäft z. B. ist man schon heute innerhalb Europas der größte Anbieter mit einem Marktanteil von weit über 30 %. Die Konkurrenz sind lokale Nischenanbieter wie auch einige der global vertretenen und rückwärtsintegrierten Öl-Multis.

Der Geschäftsbereich „Kunststoffe“ (ca. 5 % vom Konzernumsatz) ist führend in der Entwicklung und Fertigung von Präzisionskunststoffteilen (Präzisions-spritzgüsse für die Automobilindustrie, die Kommunikations-, Labor-, Medizin- sowie Mess- und Regeltechnik-Industrie). Die GAUDLITZ GmbH, Coburg, entwickelt und produziert Präzisionskunststoff-sowie Verbundteile auf duro- als auch thermoplastischer Basis. Der Werkzeugbau für die hochwertigen Spritzgießformen ist integraler Bestandteil. Seit mehr als 65 Jahren wird im Stammwerk in Coburg entwickelt und gefertigt. In Tschechien und seit 2005 auch in der VR China wird für den asiatischen und amerikanischen Markt produziert. Langjährige und tiefe Kundenbeziehungen zu Auto- und Autozuliefer-Betrieben prägten das Bild. Als Konsequenz daraus ist man aufgefordert, wichtigen Kunden bei deren Produktionsverlagerung ins Ausland zu folgen.

Losgrößensteigerungen bei Preisreduktionen stellen die Rentabilität im Auto-Geschäft grundsätzlich infrage. Ab 2009 ist eine Sanierung und Neupositionierung in Richtung Medizintechnik angestoßen worden, die ab 2012 trotz niedrigerem Umsatzniveau Profitabilität erreichen soll.

Cashflow- bzw. CFROI-gesteuert will man die kommenden Jahre hoch einstelliges Erlöswachstum erreichen. Der operative Cashflow soll ab 2012 wieder die Investitionen von rund € 50 Mio. p. a. finanzieren. Die Dividendenpolitik ist eher von Konstanz als von Ertragsorientiertheit geprägt.

Gegen die EU-Kartellstrafe über € 22 Mio. hat man Revision eingereicht (Entscheidung nicht vor Q4/2010).

Revisionsverfahren der EU-Kartellbuße dauert an

Unternehmensentwicklung:

Nachfrageimpuls aus dem Q4/09 beschleunigte sich im Q1/10 – Asien blieb der Treiber

Der in den **ersten 3 Monaten 2010** um 59 % höhere Konzernumsatz (€ 252 Mio.) resultiert zu einem Drittel aus steigenden Rohstoffpreisen, die über höhere Verkaufspreise an die Kunden weitergegeben wurden. Die Mengen der abgesetzten Hauptprodukte konnten sowohl im Vergleich zum Vorquartal als auch zum Vorjahresquartal gesteigert werden – es herrschte Vollausslastung. Das Volumen abgesetzter Hauptprodukte lag dagegen nur um 3,5 % unter dem Vorjahreszeitraum.

Es ist gelungen, die EBITDA-Marge vom „erfreulichen“ Niveau des Q4/09 (8,59 %) nochmals um 96 BP auf 9,55 % auszubauen (Q1-Q3 2008; vor ao. Rückstellung für EU-Kartellstrafe von € 22,0 Mio.: 8,3 %). Die außerordentlich gute Marge des Startquartals 2009 (11,46 %) wie überhaupt das Ertragsniveau des Jahres 2007 wurde um 191 BP verfehlt. Beide Kernsegmente bauten ihre operativen Ergebnisbeiträge aus. Aber auch der mit rund 5 % Umsatzgewicht im Konzern kleine Bereich Präzisionskunststoffe lieferte erstmals seit seiner Sanierung wieder einen kleinen Gewinn ab.

Im Geschäftsbereich ChemPharm (Umsatzplus: international/national: 75 % und 59 %) konnte der zusammengefasste EBITDA-Beitrag in Q1/10 im Vergleich zum Vorjahresquartal um 34,1 % auf € 24 Mio. (Q1/09: € 17,9 Mio.) gesteigert werden. Damit blieb die Kennzahl allerdings unter dem um die Rückstellung für das Kartellbußgeld bereinigte und durch außergewöhnlich gute Margen bedingte „Vorkrisen“-Rekordquartal (Q3/08: € 28,2 Mio.). Die Marge erreichte also 9,62 % nach 11,7 % im Q1/09!

Der deutlich kleinere Geschäftsbereich Präzisionskunststoffe konnte im Q1/10 bei einem Umsatzanstieg von € 0,7 Mio. auf € 9,6 Mio. das EBITDA um 200 % von € 0,1 Mio. auf € 0,3 Mio. ausbauen. Das verbesserte Ergebnis resultierte aus der konsequenten Kostensenkung der vorgelagerten Quartale (massiver Arbeitsplatzabbau am größten Standort in Coburg); während auf der Nachfrageseite die Situation aufgrund der

**Q1/10 mit EBITDA
i. H. v. € 24 Mio.
(+33 %) trotz Grundöl-
bedingtem Druck auf
Brutto-Marge**

**2010 im Zeichen des
Mengenwachstums und
der Großinvestition in
HH – bei steigendem
Gewinn**

**Für die Kunststoff-
Aktivitäten wird 2010 das
Jahr der Neuausrichtung –
mit Verlust**

**Umsatzanstieg 2010e von
> 20 % möglich – EPS-Plus
von > 80 %**

Schwäche der Automobilindustrie angespannt blieb. Es gelang, erste Aufträge aus der Medizintechnik abzarbeiten.

Im Auftaktquartal stieg die Materialkostenquote um nicht ganz 100 BP auf fast 75 %, womit die Aufwendungen um 84 % auf € 190,4 Mio. stiegen (Vorprodukte alleine +98 %).

Die Personalkosten stiegen unterdessen nur um 6 % auf € 16,7 Mio., wohingegen die sonstigen (Fracht-) Kosten um 24 % auf € 26 Mio. anwuchsen. Das 3-Monats-EBITDA wuchs also um 33 % auf € 24,2 Mio. und das EBIT verbesserte sich um 6 Prozentpunkte schneller auf € 19,4 Mio. Zusammen mit dem im Q2/09 aufgenommenen zehnjährigen KfW-Darlehen über € 20 Mio. hat sich die H&R WASAG AG ein niedriges Zinsniveau für ein Kreditvolumen von € 80 Mio. langfristig gesichert. Dafür war in Q1/10 € 2,4 Mio. (Q1/09: € 2,3 Mio.) zu zahlen.

Der operative Cashflow drehte von € -2,9 Mio. im Q1/09 auf € 6,7 Mio., denn der Ergebnisanstieg wurde durch den negativen Saldo aus Vorrats- und Verbindlichkeitsaufwuchs nicht aufgezehrt.

Ausblick:

Die Kundenregion Asien zeigte seit Q3/09 eine anziehende Nachfrage. Mit kennzeichnungsfreien Weichmachern für Autoreifen beginnt ab 2010 eine mehrjährige Sonderkonjunktur, die von Europa ausgehend auch andere Kundenregionen (ab 2012) erfassen wird. Im dominierenden Segment ChemPharm sind somit neue Rekordstände absehbar, was Umsatz und EBIT betrifft. Ab Q1/2012 wird die ab Q2/10 zu bauende PDA-Anlage in HH – mit € 55 Mio. die größte Einzelinvestition in der Geschichte des Unternehmens – in die Produktion gehen und die Wertschöpfungstiefe in HH spürbar vertiefen; sie könnte ab 2012 einen EBITDA-Beitrag von € 12-14 Mio. p. a. erwirtschaften, womit das Segment-EBITDA um gut 20 % ausgeweitet wird!

In der kleineren SBU „Kunststoffe“ steht man am Anfang einer mehrjährigen Neupositionierung. Zusätzliche Kostensenkungsinitiativen sind an den drei Standorten nicht geplant. Nicht vor 2011 ist mit einer Rückkehr in die Gewinnzone zu rechnen, wenn neue Produkte mit einem neuen Vertrieb für medizintechnische Anwendungen das Gewicht der auch künftig noch wichtigen Automobilkunden spürbar reduzieren sollen.

Die Sandaktivitäten in Westfalen (Sythengrund) sollen frühestens von 2011 in eine Regio-spezifische Kooperation eingebracht und verwertet werden wird.

Die **Investitionen in Sachanlagen** werden u. E. wieder auf > € 40 Mio. (2009: € 22 Mio.) steigen und – nicht nur 2010 – über den Planabschreibung und dem Cashflow liegen.

Wir erhöhen unsere Einschätzung und rechnen mit einem Umsatz-/EBIT-Plus 2010 von 20 % bzw. 85 %. Das **EPS wird nach unserer Schätzung für 2010 € 1,53/Aktie erreichen** – also um reichlich **80 % ansteigen**, denn die Großinvestition fordert ihren Tribut.

Trotz des starken Winters lagen die Produktions- und **Absatzmengen im Januar und Februar 2010** deutlich über Vorjahr; was sich auch im Q2/10 so fortsetzte. Gleichzeitig war man bemüht, die zuletzt wieder gestiegenen Rohstoffkosten – wie auch jüngst in der Preisrunde im Mai – an die Kunden weiterzureichen. Im Q2/10 könnte also die EBITDA-Marge wieder sinken.

Disclaimer

Die Analyse ist kein Angebot und keine Aufforderung, diese Aktien zu erwerben oder zu verkaufen. Die Analyse richtet sich ausschließlich an Interessenten in der Bundesrepublik Deutschland.

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Unsere auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Die Studie ist am

DATUM 12.05.2010

erstellt worden. Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Aktualisierung der vorliegenden Studie zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell nicht terminlich festgelegt.

Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und -zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Sämtliche Einschätzungen, welche für die in dieser Studie analysierten Unternehmen abgegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, wie z. B. Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und / oder Umsatzprognosen oder auch Maßnahmen der Unternehmen, möglicherweise nicht erreicht werden.

Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Nachrichtenagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden. Des Weiteren wurden Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Unternehmen zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltliche Änderung vorgenommen.

Die Bewertung stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo sinnvoll und möglich – einer Sum-of-the-parts-Betrachtung. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Einflussgrößen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertung von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischer Entwicklung schnell und ohne Vorwarnung ändern können.

Wir sprechen KEINE konkreten Anlage- Empfehlungen aus, vielmehr weisen wir auf Bewertungsungleichgewichte hin und stützen uns dabei auch auf die Kennzahlen-Analyse.

Wir gehen grundsätzlich von einem Anlagehorizont von 9 bis 12 Monaten aus.

Die in dieser Analyse dargestellte Meinung gibt ausschließlich die persönliche Ansicht des Erstellers wieder. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Erstellers zum Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung.

Kein Teil der Vergütung des Erstellers war, ist oder wird direkt an den Erfolg der hier dargestellten Ausarbeitung geknüpft. Der Ersteller der Studie erhält eine Vergütung, die sich an der Gesamtrentabilität der EQUI.TS GmbH orientiert.

Ersteller der Studie ist Thomas J. Schieble (Investmentanalyst DVFA).

**Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 34b WpHG im Zeitpunkt der Veröffentlichung
Weder EQUI.TS GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen**

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals,
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt, oder
- c) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

- d) Auftraggeber der Studie ist – entfällt

Herausgeber der Studie:
EQUI.TS GmbH

Sitz: Frankfurt am Main

HRB 47021 Amtsgericht Frankfurt am Main

Geschäftsführer: Thomas J. Schieble

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

Die Annahme dieses Dokuments gilt als Zustimmung zu den oben genannten Beschränkungen.