

# ZWISCHENMITTEILUNG

im zweiten Halbjahr 2010



Das Tor zum russischen  
**AKTIENMARKT**



Die KREMLIN AG ist ein Investitionsunternehmen mit Sitz in Hamburg, das im Februar 1999 gegründet wurde mit dem Ziel, deutschen Anlegern die Potenziale des russischen Marktes zu erschließen. Die Gesellschaft verwaltet im Nostrogeschäft ein umfangreiches Portfolio von an russischen Börsen notierten Aktien sowie Aktien der Emerging Markets Ukraine und Kasachstan. Die ausstehenden 2,0 Mio. Stück Aktien sind am Regulierten Markt Hamburg sowie im Freiverkehr an den Börsen Berlin, Frankfurt und München notiert und darüber hinaus über die elektronische Börsenplattform Xetra handelbar.

Mit der vorliegenden Zwischenmitteilung nach § 37 x WpHG berichtet die KREMLIN AG zugleich über den Bestand und die Zusammensetzung ihres Portfolios zum 31. Oktober 2010. Der Verlauf der Geschäftstätigkeit der KREMLIN AG entsprach in der Zeit vom 1. Juli bis zum heutigen Berichtstag den Erwartungen, wie sie im Zwischenlagebericht für das erste Halbjahr 2010 beschrieben wurden.

## **KREMLIN AG**

**Nordkanalstr. 52  
20097 Hamburg**

**E-Mail: [info@kremlin-ag.de](mailto:info@kremlin-ag.de)**

**Tel.: 040-238056-85  
Fax: 040-238056-87**



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2010



### Bericht über die Entwicklungen am russischen Aktienmarkt und im Portfolio der KREMLIN AG im Berichtszeitraum

#### 1. Wirtschaftliche Entwicklung der KREMLIN AG

Die wirtschaftliche Lage der KREMLIN zeigt sich in der Entwicklung des Net Asset Value (NAV), das heißt ihres Portfolio-Werts sowie der Bankguthaben und der Verbindlichkeiten. In der Rechnungslegung der KREMLIN nach HGB spiegelt sich die Entwicklung des NAV nur insoweit wider, als Verkäufe von Wertpapieren getätigt werden, da erst dann Veräußerungsgewinne bzw. -verluste ausgewiesen werden. Bis zu diesem Zeitpunkt werden für den Wertpapierbestand jeweils die Anschaffungskosten fortgeführt oder ein niedrigerer beizulegender Wert angesetzt. Der Wert des KREMLIN-Portfolios zuzüglich Bankguthaben stieg von Mio. Euro 3,716 zum 30. Juni 2010 auf Mio. Euro 3,725 zum 31. Oktober 2010 und hat sich bis zum heutigen Berichtszeitpunkt nicht in nennenswertem Umfang verän-

dert. Abzüglich von Verpflichtungen beträgt der NAV zu Zeitwerten bei 2 Mio. ausstehenden Aktien umgerechnet auf eine KREMLIN-Aktie auf diesen Stichtag rund EUR 1,84. Gegenüber dem NAV am 30.06.2010 entspricht dies einer Performance von +0,53%.

Die Wertangaben zum Depot beruhen auf Angaben unserer Fondsmanager beziehungsweise Broker oder Depotbanken. Da einige von uns gehaltene Aktien, mit Ausnahme derjenigen in den russischen Börsensegmenten RTS-1 und RTS-2, nicht regelmäßig gehandelt werden, ist nicht gewährleistet, dass sämtliche angegebenen Werte jederzeit realisiert werden können.

Die Entwicklung über die Monate zeigt nachfolgende Übersicht:

Zeitpunkt	Depotwert Mio. EUR	NAV je Aktie EUR
30. Juni 2010	3,716	1,83
31. Juli 2010	3,681	1,82
31. August 2010	3,755	1,86
30. September 2010	3,689	1,82
31. Oktober 2010	3,725	1,84

Die Verwaltungskosten der Gesellschaft konnten durch die seit Beginn der Finanzkrise Ende 2008 eingeleiteten Kostenreduzierungsmaßnahmen des Vorstands im Berichtszeitraum nochmals um 25% oder TEUR 45 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum gesenkt werden. Personalkosten lagen auf dem Niveau der Vorjahresperiode. Weitere Maßnahmen zur Senkung der Verwaltungskosten werden laufend geprüft und nach Möglichkeit umgesetzt.

Nach Auswertung der 9-Monatszahlen sowie einer aktuellen Hochrechnung auf Basis der Oktoberzahlen geht der Vorstand der KREMLIN AG davon aus, dass sich, bei annähernd gleichen Bestandswerten, aus dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit ein Jahresüberschuss 2010 ergibt, der zu einem Bilanzgewinn im mittleren sechsstelligen Bereich führen wird.



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2010



### 2. Entwicklung der relevanten Wechselkurse

Die Anlage in Wertpapieren erfolgt im russischen und in geringem Maße kasachischen und ukrainischen Währungsraum. Da allerdings die Mehrzahl der von uns gehaltenen Aktien über den RTS und somit in US-Dollar gehandelt wird, haben die Wechselkurse zwischen RUB und USD sowie gegenüber unserer Bilanzwährung EUR einen erheblichen Einfluss auf die Wertentwicklung des Net Asset Value der KREMLIN AG. Beide Handelswährungen haben im Berichtszeitraum gegenüber dem

EUR stark an Wert verloren. Der USD, der sich im 1. Halbjahr 2010 gegenüber dem EUR relativ stark gezeigt hatte, wertete im Zeitraum zwischen 1. Juli und 31. Oktober um 12,92% zum EUR ab. Der RUB konnte im Berichtszeitraum gegenüber dem USD mit +1,14% leicht zulegen, wertete aber entsprechend gegenüber dem EUR um 11,69% ab. Die ukrainische Griwna UAH blieb gegenüber dem USD stabil und hat somit gegenüber dem EUR mit -12,04% ebenfalls kräftig an Wert verloren.

### 3. Personelles

Der Aufsichtsrat der KREMLIN AG hat in seiner Sitzung am 7.10.2010 die Verlängerung des

Vertrags mit dem bestehenden Vorstand bis zum 31.12.2011 beschlossen.

### 4. Wirtschaftspolitische Entwicklungen im Berichtszeitraum Juli bis Oktober

Die im Juli, August und September veröffentlichten Zahlen und Daten zur makroökonomischen Situation in Russland fielen positiv und teilweise sehr vielversprechend aus. So ist die Arbeitslosenquote zwischen Mai und September von 7,3 auf 6,9% gefallen. Auch die Inflation ist während der Sommermonate moderat geblieben: Mit einer durchschnittlichen Zunahme der Inflation von 0,5% lag sie noch Ende August bei einem durchschnittlichen Jahreswert von 6%. Seitdem hat jedoch die heftige Dürreperiode zu einem Einbruch der Ernten und einer signifikanten Preiserhöhung bei Lebensmitteln geführt. Zusätzlich sind die Strompreise in Folge der außergewöhnlichen Hitze und der starken Nachfrage kräftig gestiegen. Auch der Anstieg des Ölpreises und anderer Rohstoffe im September und Oktober haben die Inflationsrate zu Ende Oktober wieder in die Höhe schnellen lassen: erwartet werden nun auf Gesamtjahressicht wohl 8,5%, was zwar immer noch deutlich unter den Anfang des Jahres prognostizierten 9,8%, jedoch auch deutlich über den Prognosen von Juli mit 7-7,5% liegt. Auch hat sich die Erwartung des

Bruttoinlandsprodukts nach den guten Sommermonaten wieder etwas eingetrübt. Nach den im Oktober vorgelegten Zahlen dürfte das Wirtschaftswachstum bei 5,2% liegen und hat sich somit gegenüber den Schätzungen von Juli 2010 mit 5,4% ein wenig verschlechtert. Positiv zu bewerten ist, dass das Konsumverhalten weiterhin anzieht. Die gute Laune der russischen Verbraucher hat sich im Berichtszeitraum immer weiter verbessert. Auch das Budgetdefizit ist im Berichtszeitraum stabil geblieben: Zwischen Januar und September lag es bei 2,2% des Bruttoinlandsprodukts und damit kräftig unterhalb der zum Jahresanfang ursprünglich befürchteten 5,4%. Die lange mit Spannung erwarteten Pläne der Regierung zur weiteren Privatisierung der Wirtschaft wurden im Oktober weiter konkretisiert. So soll der Anteil des Staates an den Banken Sberbank und VTB zwischen 2011 und 2014 um 10% bzw. 25% zurückgefahren werden. Allerdings will die russische Regierung vor allem bei der Sberbank vorerst auf ihre Kontrollmehrheit nicht verzichten. Insgesamt sollen dem Staat aus Anteilsverkäufen von 900 Unternehmen



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2010



gut 58,5 Mrd. USD zufließen, die sowohl den Staatshaushalt unterstützen als auch in Sozial-

programme fließen sollen.

### 5. Der Aktienmarkt Juli bis Oktober

Im Juli konnten die russischen Indizes trotz des mehrheitlich pessimistischen Sentiments der Anleger ihre Verluste aus den vorangegangenen beiden Monaten teilweise wieder aufholen. Der RTS stieg im Juli um 10,5%, der RTS-2 um 6,1%. Hauptsächlicher Kurstreiber war hierbei der Beginn der Berichtssaison zum 2. Quartal. Wie erwartet konnten die meisten der Unternehmen die Prognosen übertreffen und sorgten für gute Laune unter Investoren. Gleichzeitig sank jedoch der Wert des USD um 6% womit die gute Performance auf Basis des EUR wieder zunichte gemacht wurde. Im August hielten die Anleger vor dem Hintergrund schlechter Zahlen zum US-Häuser- und Arbeitsmarkt ihr Pulver trocken: Traditionell ist dies der umsatzschwächste Monat an der russischen Börse, doch dieser August war der umsatzschwächste seit 2002. Der RTS sank um 3,95%; der RTS-2 konnte immerhin 1,5% hinzugewinnen. Im September wurde der russische Aktienmarkt vor allem vom weiter nachgebenden USD beeinflusst. Obwohl große Teile der Finanzmittel internationaler Investoren in die gigantische Kapitalerhöhung der brasilianischen Ölgesellschaft Petrobras flos-

sen, schaffte es auch die russische Börse, ausländisches Geld anzuziehen, das auf der Suche nach lukrativen Anlagen die Emerging Markets wieder etwas stärker zu beachten schien als zuletzt. Als Folge dessen konnte der RTS ein Monatsplus von 6,1% verzeichnen, der RTS-2 stieg im selben Zeitraum sogar um 11,8%. Auf USD-Basis ist dies eine ordentliche Performance, die jedoch durch den Wertverlust des USD von 7,6% gegenüber dem EUR fast vollständig kompensiert wurde. Insbesondere im Bereich der Small Caps blieben die Kurse gleichzeitig nahezu unverändert, was im September insgesamt zu einer ungünstigen Konstellation für das KREMLIN-Portfolio führte. Auch im Oktober konnte die russische Börse Kursgewinne verzeichnen: Der RTS stieg um 5,2%, der RTS-2 um 2,2%. Die Abwertung des USD fiel im Oktober mit -1,53% etwas schwächer aus als in den beiden Vormonaten. Der RTS verzeichnet im Berichtszeitraum Juli bis Oktober auf USD-Basis eine Gesamtperformance von +18,5%, der RTS-2 von sogar 23,1%. Auf EUR-Basis umgerechnet beträgt die Performance des RTS im Berichtszeitraum +4,7%, die des RTS-2 beträgt +8,25%.

### 6. Entwicklung des KREMLIN Portfolios im Berichtszeitraum Juli bis Oktober

Unter den Kernbeteiligungen der 2. und 3. Reihe im KREMLIN-Portfolio gab es im Juli sowohl Gewinner als auch Verlierer. Gut performen konnten AFK Sistema mit +9,7% und Bashkirnefteprodukt VZ mit +10,7%; MRSK Holding und IBS Holding gehörten mit +31,4 bzw. +32,4% sogar zu den Bestperformern am russischen Aktienmarkt. Doro-gobuzh mit lediglich +0,8% und Juzhuralnickel mit -17% enttäuschten dagegen. Unter den Blue Chips konnte vor allem die überver-

kaufte Aktie von Gazprom glänzen: mit +15% zeigte sie hinter Transneft (+22%) die beste Performance. Am ukrainischen Aktienmarkt, der im Juli mit +10,7% noch etwas besser performen konnte als der russische, nahmen wir durch Verkäufe unserer Positionen von Motor Sich und Zahidenergo aufgelaufene Gewinne mit und senkten damit gleichzeitig unsere Beteiligungsquote auf rund 1% des Gesamtportfolios.



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2010



Im August konnten vor allem Telekomwerte gut performen: unsere Beteiligungen Volgatelecom und Uralsvyazinform gewannen 8,9% bzw. 9,1% hinzu. Auch Bashneft legten mit +4,2% zu. Dagegen schwächelten die Versorger-Holding MRSK und EOS Russia mit -4,9% bzw. -8,3% überdurchschnittlich. Auch AFK Sistema und – leider erneut – Juzhuralnickel gehörten mit -3,1% bzw. -3,3% zu den Verlierern. Unter den Blue Chips war im August die Aktie von Gazprom nach gutem Vormonat wieder der große Verlierer: mit -5% verschlechterte sie sich zusammen mit Rosneft (-7,7%) und Lukoil (-9,3%) überdurchschnittlich stark. Dagegen rauschten Rostelecom VZ nach Ankündigung einer großzügigen künftigen Dividendenpolitik um 21,7% nach oben. Aufgrund der geringen Handelstätigkeit sahen wir im August von Käufen oder Verkäufen ab.

Im September waren es trotz unbefriedigender Liquidität in einigen Titeln die Mid Caps in unserem Portfolio, die besonders gut performten. Unter den Gewinnern waren vor allem die mittlerweile hochvolatile MRSK Holding, die um 21% stieg, sowie IBS Holding mit einer Wertentwicklung von +29%. Auch unser Ölwert Bashneft, bei dem wir im September zukaufen, konnte eine gute Performance von +9% vorweisen. Unsere kleine Öl-Beteiligung Varyeganeft war mit +31% der Gewinner im Portfolio und kann, wie schon in den Monaten zuvor, auf eine starke Werterholung nach einer langen Phase der Illiquidität zurückblicken. Im Berichtsmonat verkauften wir unsere gesamte Position an Bashkirneftprodukt VZ, lange Zeit eine unserer größten Kernbeteiligungen im Portfolio. Die Umstrukturierung der Bashneft-Gruppe durch die Sistema-Holding hat dazu geführt, dass die einstige Cash-Cow die Dividendenzahlungen auf ein Minimum reduziert hat. Zusammen mit einer großen Marktmenge hat dies zu einer wenig attraktiven Situation geführt. Wir konnten die Position mit einem Gewinn von 44% gegenüber dem Kaufkurs abstoßen. Die Blue Chip-Notierungen liefen im September größtenteils

seitwärts. Gazprom zeigte erneut eine enttäuschende Performance, wenn auch nur mit einem hauchdünnen Minus von -0,2%. Im September stockten wir die Position von Surgutneftegaz VZ auf, die im Vergleich zu den Wettbewerbern unter den großen Ölgesellschaften über eine signifikante Unterbewertung sowie eine hervorragende Dividendenrendite verfügt. Am ukrainischen Aktienmarkt war im September buchstäblich „die Luft raus“. Der UX legte nach in diesem Jahr bisher hervorragender Performance vorübergehend eine Verschnaufpause ein. Hier dürfte die Korrekturphase noch etwas länger anhalten. Nach den Verkäufen unserer größten Beteiligungen blieben wir auf Halteposition und beobachteten das Marktgeschehen vorerst nur.

Im Oktober zeigten sich die Werte aus der 2. und 3. Reihe zum größeren Teil positiv, allerdings waren es vor allem unsere Kernbeteiligungen Dorogobuzh und erneut Juzhuralnickel, die durch negative Performance von -4,4% und -22,7% die insgesamt gute Entwicklung des Portfolios stark beeinträchtigten. Dagegen überzeugten vor allem Aeroflot mit einem Plus von 11%, unsere Anfang Oktober zugekaufte Position MVideo mit ebenfalls +11% und MRSK Holding mit +16%. Besonders gut schnitt unsere langjährige Beteiligung Altainefteproduct VZ ab, die nach einer sehr langen Phase der Illiquidität mit einem Trade um 133% stiegen. Auch Varyeganeft überzeugte erneut mit einem Kurssprung von 9,5% bei den Stämmen und sogar 25% bei den Vorzügen. Bashneft dagegen, unsere nach erneutem Zukauf im Oktober nunmehr größte Beteiligung, gab leicht um -1% nach. Im Bereich der Blue Chips konnten vor allem Gazprom (+8,8%) und Norilsk Nickel (+9,1%) zulegen. Auch Transneft VZ, die wir im Oktober ebenfalls stark aufstockten, zeigten mit +6,2% eine überzeugende Performance. Insgesamt zeigte unser Portfolio trotz sehr unterschiedlicher Performance im Bereich der Small Caps im Oktober eine Performance, die entsprechend den Gewichtungen von Blue



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2010

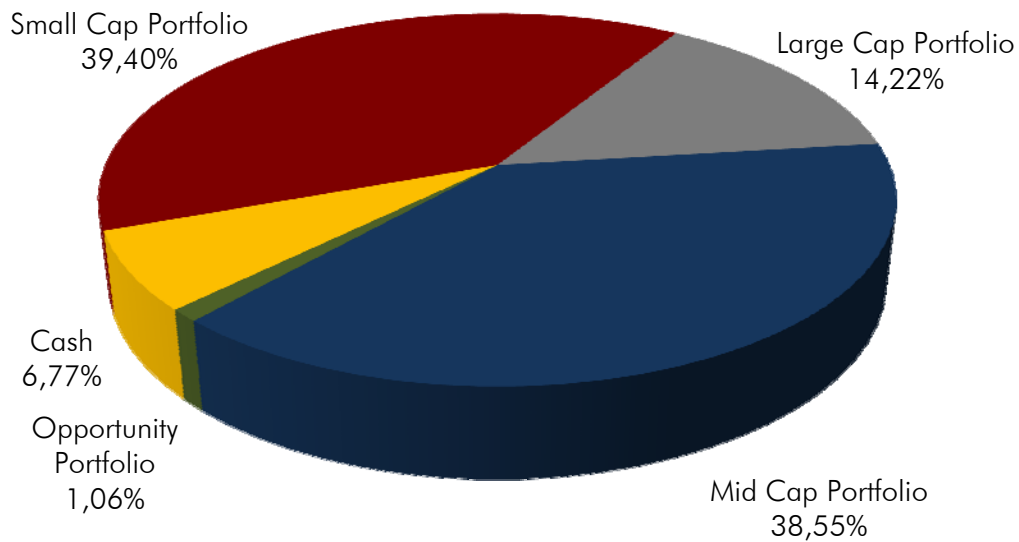


Chips, Mid Caps und Small Caps zwischen der des RTS (+5,3%) und der des RTS-2 (+2,2%) lag. Auf USD-Basis konnte das Portfolio um 2,5% zulegen. Auf EUR-Basis führte

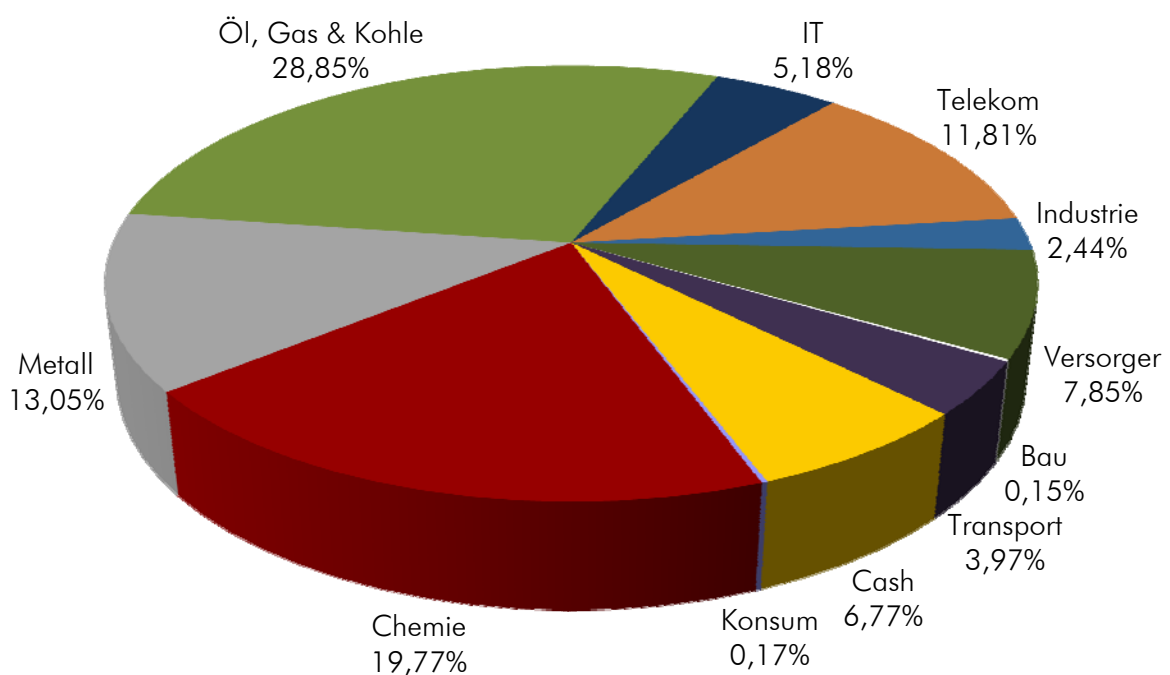
dies allerdings durch die anhaltende Schwäche des USD im Oktober zu einer nur hauchdünnen Verbesserung des NAV von rund 1%.

### 7. KREMLIN-Depot zum 31. Oktober 2010 (NAV 3.725 TEUR)

#### 7.1. Nach Arten



#### 7.2. Nach Branchen





## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2010

KREMLIN



### 7.3. Die zehn größten Positionen

Die 10 größten Positionen im Depot der KREMLIN AG zum 31.10.2010	
Bashneft St.	10,70%
Dorogobuzh St.	9,69%
Juzhuralnickel	5,87%
AFK Sistema	5,07%
MRSK Holding	4,48%
IBS Holding	4,27%
Volgatelecom Vz	4,00%
Aeroflot	3,97%
Transneft, Pref	3,56%
Altainefteproduct, Vz.	3,34%

### 8. Voraussagen für die kommenden Monate

Die am 3. November verlautbarte Entscheidung der US-amerikanischen Notenbank Federal Reserve, mit ihrem Programm „quantitative easing 2“ zusätzliche 600 Mrd. USD in die Wirtschaft zu pumpen, kam nicht überraschend und war in ihrem Umfang auch so erwartet worden. Die Geldflut dürfte vorerst für weiter steigende Kurse an den Aktienmärkten sorgen, wird aber gleichzeitig die US-Währung voraussichtlich weiter kräftig unter Druck bringen. Während an anderen Börsen bereits am 4. und 5. November hohe Kursgewinne als Folge der Fed-Entscheidung zu verzeichnen waren, konnte die russische Börse aufgrund zweier Feiertage erst am 8. November auf die Nachricht reagieren – mit einer vergleichsweise moderaten Kurssteigerung. Weiteres Aufwärtspotenzial ist daher vorhanden, und für die nächsten Tage dürften die Kurse am RTS mehrheitlich im grünen Bereich bleiben. Doch richten sich die Blicke der Investoren bereits auf die Erwartungen der Unternehmen zum 4. Quartal und den Jahresbeginn 2011.

Es gibt mehrere Faktoren, die den russischen Aktienmarkt in den kommenden Wochen negativ beeinflussen können. Die wichtigsten

Faktoren dürften die zu erwartende Zunahme der Inflation und die zurückgehenden Wachstumserwartungen der großen Ökonomien USA, China und Europa sein. Bezüglich der Inflation gibt es bereits in Asien erste Anzeichen einer zunehmenden Inflation – nicht zuletzt durch die kräftig steigenden Rohstoffpreise. Auch in den USA und Europa dürfte die Geldpolitik der Fed mittelfristig die inflationären Tendenzen kräftig stimulieren. Gleichzeitig kühlt sich das Wirtschaftswachstum in den USA und Europa wieder etwas ab. In den USA könnte das BIP für 2010 sogar auf unter 1% fallen und in Europa steht Deutschland als Wachstumslokomotive weitgehend alleine da. Zudem richtet sich das Augenmerk bezüglich der Staatsverschuldung in Europa nun wieder verstärkt auf den Kandidaten Irland. Erneut könnte die Europäische Union angesichts eines drohenden Budgetdefizits von 36% in Irland gezwungen sein, den Staatsbankrott eines europäischen Peripheriestaates abzuwenden.

Und nicht zuletzt könnte das Sentiment der Anleger für fallende Kurse sorgen: nach den vergangenen zwei starken Börsenmonaten September und Oktober haben die Bullen an



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2010



der Börse derzeit klar die Oberhand, bearishe Tendenzen sind so niedrig wie seit 2006 nicht mehr. Bei so viel Optimismus im Markt und den meist schon in die Kurse eingepreisten guten Nachrichten wäre es nicht verwunderlich, wenn wir im November sinkende Kurse sähen. Angesichts eines KGV von 7,8 – bei steigenden Preisen für Öl und Industriemetalle! – bleibt der russische Aktienmarkt derzeit

mit einem Abschlag von fast 40% im Vergleich zu anderen Emerging Markets dennoch ungerechtfertigt niedrig bewertet. Dies könnte mittelfristig zu einer fundamentalen Aufholbewegung gegenüber den internationalen Peers führen, an der vor allem die Blue Chip und Mid Cap-Positionen im KREMLIN-Portfolio entsprechend partizipieren dürften.

Hamburg, den 9. November 2010



*Axel Pothorn*

Vorstand