

# ZWISCHENMITTEILUNG

im ersten Halbjahr 2009



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. Die ausstehenden 2,0 Mio. Stück Aktien sind am Regulierten Markt Hamburg sowie im Freiverkehr an den Börsen Berlin, Frankfurt und München notiert.

Mit der vorliegenden Zwischenmitteilung nach § 37 x WpHG berichtet die KREMLIN AG zugleich über den Bestand und die Zusammensetzung ihres Portfolios zum 30. April 2009. Der Verlauf der Geschäftstätigkeit der KREMLIN AG entsprach in der Zeit vom 1. Januar bis zum heutigen Berichtstag den Erwartungen wie sie im Lagebericht für das Geschäftsjahr 2008 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



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

#### 1. Politische und wirtschaftspolitische Entwicklungen von Bedeutung für den russischen Aktienmarkt

##### Januar

Die russische Zentralbank gab am 22. Januar bekannt, die im November begonnene Politik der schrittweisen Abwertung des Rubels nun vorerst stoppen zu wollen. Gleichzeitig wurde dem Rubel noch ein Spielraum von 10% im Bezug auf den USD/EUR-Währungskorb eingeräumt. Allerdings setzte sich die Rubelabwertung schneller als erwartet fort: Zwei Wochen später erreichte der Rubel die Grenze seines 10%igen Spielraums beinahe, wodurch die Zentralbank erneut vor die Entscheidung

gestellt wird, den Rubel weiter abwerten zu lassen oder die verbliebenen 386 Mrd. US-Dollar an Währungsreserven wiederum für Deviseninterventionen einzusetzen. Dass Russlands Wirtschaft nun auch offiziell in der weltweiten Konjunkturkrise angekommen ist, unterlegt die Tatsache, dass die russische Regierung ihre Konjunkturprognose für das laufende Jahr zurückgenommen hat. Für 2009 wird nunmehr mit einem Rückgang des BIPs um 0,2% gerechnet.

##### Februar

Der Monat Februar brachte sowohl Licht als auch Schatten für die russische Wirtschaft. Die internationale Ratingagentur Fitch senkte das langfristige Rating der Russischen Föderation sowie einzelner Schuldner bzw. Schuldnergruppen (so z.B. für die Mehrzahl in Russland aktiver Banken, die Stadt Moskau, sowie einzelne Anleihen von Gazprom) auf BBB, was einerseits mit dem Kapitalabfluss ins Ausland und andererseits mit dem Verfall der Rohstoffpreise begründet wurde. Dagegen bewahrheitete sich die Befürchtung vieler Marktteilnehmer, dass die russische Zentralbank entweder erneut am Devisenmarkt intervenieren oder den Rubel weiter abwerten lassen müsse, nicht. Zwar wurde die von den Wäh-

rungshütern erklärte Toleranzgrenze des Rubels im Verhältnis zum USD/EUR-Währungskorb Anfang des Monats knapp erreicht. Doch kam die Zentralbank weder in Zugzwang für weitere Interventionen, noch musste die wenige Wochen zuvor deklarierte Schwankungsbreite des Rubels aufgehoben werden. In seiner jüngsten Haushaltsplanung sieht das russische Finanzministerium ein Haushaltsdefizit von 8% in Höhe des BIP für das laufende Jahr vor. Das Defizit soll vollständig aus dem Reservefonds des russischen Staates gedeckt werden, womit eine Verschuldung des Staates auch in diesem Jahr nicht nötig wäre. Die Regierung würde damit etwa die Hälfte der Mittel des Reservefonds in diesem Jahr einsetzen.

##### März

Der Monat März stand ganz im Zeichen des bevorstehenden G-20-Treffens Anfang April und der dort beschlossenen Maßnahmen zur Bekämpfung der Weltwirtschafts- und Finanz-

krise. Bereits Anfang März begannen die Finanzmärkte in Folge der weltweit eingeleiteten Konjunkturmaßnahmen und der Erwartung positiver Ergebnisse des Londoner Gipfeltref-



## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2009



fens kräftig zu haussieren. Die gestiegenen Einnahmen aus dem Ölexport aufgrund der Erholung des Ölpreises auf knapp über 50 US-Dollar pro Barrel sorgten dafür, dass die seit Jahresbeginn kräftig geschrumpften Währungsreserven Russlands um 3,7 Mrd. US-Dollar auf 388 Mrd. US-Dollar stiegen. Mit 39 Rubeln bewegte sich die russische Währung stabil unterhalb der Toleranzgrenze von 41 Rubeln im Verhältnis zum USD/EUR-Währungskorb. Auch ist der Netto-Kapitalabfluss aus Russland mit 2,7 Mrd. US-Dollar im März weiter rückläufig. Nach Schätzungen des Ministeriums für Wirtschaftsentwicklung wird der Kapitalabfluss aus Russland in 2009 etwa 80 Mrd. US-Dollar betragen und damit deutlich niedriger ausfallen als 2008 mit etwa

### April

Weltweit wurden die Ergebnisse des G20-Gipfeltreffens als großer Erfolg im Kampf gegen die Weltwirtschafts- und Finanzkrise gefeiert. Die wichtigsten Industrie- und Schwellenländer der G-20-Gruppe hatten als Konsequenz aus der schweren Krise bei ihrem Treffen in London ein schärferes Regelwerk für die Finanzmärkte sowie eine Billion Dollar an internationalen Geldspritzen für strauchelnde Staaten und den Welthandel beschlossen. Dies und der wiederaufflammende Optimismus der Anleger ließen die Aktienmärkte weltweit im April weiter haussieren, wobei sich der RTS wiederum als einer der stärksten zeigte. Die im April veröffentlichten Konjunkturdaten für viele Industriestaaten und auch für Russland sprechen allerdings eine andere Sprache: So schrumpfte beispielsweise Russlands Industrieproduktion im ersten Quartal 2009 um 14,3 Prozent im Vergleich zum Vorjahreszeitraum und um 14,6 Prozent im Vergleich zum vierten

130 Mrd. US-Dollar. Dem widerspricht allerdings eine Studie der Weltbank, die Ende März bei der russischen Regierung für Aufregung und Verärgerung sorgte. Nicht nur befürchtet die Weltbank ein weiteres Ansteigen des Kapitalabflusses auf möglicherweise 170 Mrd. US-Dollar; die Prognose der Weltbank, die auf einem durchschnittlichen Ölpreis von 45 US-Dollar pro Barrel basiert, prognostiziert einen Rückgang der Wirtschaftsleistung um 4,5% und ist damit weitaus pessimistischer als die russische Regierung, die auf ihrer Prognose von 2,2% beharrt. Auch schätzen die Ökonomen der Weltbank, dass die Arbeitslosenquote von derzeit 8,5% auf 12% anwachsen könnte.

Quartal 2008. Nach der Verlangsamung des Produktionsrückgangs im Februar, als das Rezessionstempo im Vergleich zum Vorjahreszeitraum ca. 13,3 Prozent (gegenüber 16 Prozent im Januar) ausmachte, war im März 2009 eine deutliche Beschleunigung des Rückgangs zu verzeichnen, und zwar in der Größenordnung von etwa 13,7 Prozent (im Vergleich zum März 2008). Die Kreditzinsen sind in Russland im Moment dermaßen hoch, dass Unternehmer nicht an Kreditaufnahme denken können. Der Refinanzierungssatz der russischen Zentralbank liegt mit 12,5% um satte 2 Prozentpunkte über dem entsprechenden Vorjahresatz. Doch gibt es auch gute Nachrichten: so die schon im letzten Monat angelaufene deutliche Erholung der Credit Default Swaps auf Russland als Schuldner und die Aufwertung des Rubels auf mittlerweile unter 38 Rubel im Verhältnis zum USD/EUR-Währungskorb.



## 2. Der Aktienmarkt Januar bis April 2009

### Januar

Der Handel am russischen Aktienmarkt begann aufgrund der langen russischen Feiertage erst am 12. Januar. Nach leicht positivem Auftakt im Anschluss an die russischen Weihnachtssferien zeigte sich der Aktienmarkt ab Mitte Januar erneut deutlich negativ. Der RTS-1 rutschte am 23. Januar erstmalig seit 2003 sogar wieder kurzzeitig unter die Marke von

500 Punkten, konnte sich dann von der psychologisch wichtigen Marke gegen Monatsende wieder befreien und schloss mit einem Monatsverlust von 14,51% bei 535 Zählern. Der Nebenwerteindex RTS-2 wies im Berichtsmontat mit einem Verlust von 19,45% im Vergleich zum RTS-1 eine noch schwächere Performance aus.

### Februar

Die Regierungsankündigung, dass nun weitere konjunkturbelebende Ausgaben getätigt, Kredite zur Verfügung gestellt und gleichzeitig Steuern gesenkt werden sollen, beflügelte die russischen Aktienmärkte zur Mitte des Monats hin. Allerdings gaben die russischen Indizes zum Monatsende wieder nach, wobei ihre Performance im Berichtsmontat trotzdem noch mit die beste der europäischen Aktienmärkte war. Der RTS-1 startete in den Februar mit 535,04 Punkten, stieg zum 13.02. auf 624,21, um dann mit 544,58 Punkten bzw. einem Mo-

natsgewinn von 1,78% aus dem Handel zu gehen. Damit schloss der Leitindex nach sieben Monaten erstmalig wieder mit einem Monatsplus. Die Volatilität des RTS-1, gemessen über 60 Tage, lag im Februar zwar immer noch bei 75%, andererseits auch schon deutlich unter den Höchstständen von mehr als 110% während der letzten Monate. Der RTS-2 entwickelte sich etwas schwächer als der RTS-1 und schloss im Februar mit einem Monatsplus von 0,69%.

### März

Im Zuge der Hausse der internationalen Finanzmärkte konnte auch der russische Aktienmarkt im Berichtsmontat kräftige Kurssteigerungen verzeichnen. In den letzten Handelstagen des März beendete eine kräftige Kurskorrektur allerdings die 3-wöchige Aufwärtsbewegung; dennoch war die Performance des russischen Aktienmarkts im Berichtsmontat eine der besten weltweit. Der RTS-1 startete in den März mit 544,58 Punk-

ten, stieg zum 26.03. auf ein 4-Monats-Hoch von 752,63, um dann mit 689,63 Punkten bzw. einem Monatsgewinn von 26,64% aus dem Handel zu gehen. Der RTS-1 hat damit insgesamt 9,14% seit Jahresbeginn gewonnen. Der RTS-2 als Indikator für die Mid Caps entwickelte sich etwas schwächer als der RTS-1 und schloss im Februar mit einem Monatsplus von 16,86%, was eine ytd-Performance von 6,03% ergibt.

### April

Der russische Aktienmarkt entwickelte sich im Berichtsmontat im Kontext der weltweiten Kursaufschwünge und im Zuge eines offenkundig wieder gestiegenen Risikoappetits der internationalen Investoren erneut sehr positiv. Der

RTS-1 stieg von 689,63 Punkten bis zum 17. April auf 834,59 Punkte, um dann nach zwei stärkeren Korrekturen, die jeweils in der 2. Wochenhälfte einsetzten, mit 832,87 Zählern den Monat zu beenden. Per Monatssaldo stieg



## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2009



der RTS-1 damit um 20,8%. Der Der RTS-2 stieg mit 23,5% noch stärker als der Blue Chip Index und hat damit zum ersten Mal seit November wieder besser performt als der RTS-1. Sicherlich ist der Rebound des russischen Ak-

tienmarktes vor allem durch Blue Chips getrieben. Aber auch die zweite Reihe zeigt nun, allerdings eben mit der von uns bereits prognostizierten zeitlichen Verzögerung zu den Blue Chips, eine solide Erholungstendenz.

### 3. Das KREMLIN-Portfolio

#### 3.1. Entwicklung

##### 3.1.1. Small Cap Portfolio

###### Januar

Unser Small Cap Depot gab im Januar mit einem Minus von 18,35% fast in genauso starkem Umfang nach wie der RTS-2 (-19,45%), wobei für die meisten unserer Beteiligungen derzeit weiterhin nur die Geldkurse zur Berechnung herangezogen werden konnten. Denn wie in den beiden Vormonaten herrscht vorwiegend Stillstand auf dem Markt für Small Caps. Dennoch lässt sich eine gewisse Belebung mit konzeptionellem Hintergrund feststellen: Auf der einen Seite waren manche ausländischen Fonds bereit, Werte zu verkaufen, weil sie Umschichtungen zugunsten der Blue Chips vornehmen mussten; auf der ande-

ren Seite griffen vereinzelt lokale Investoren bei den niedrigen Kursen zu. Nennenswerte Umsätze gab es bei unseren Positionen Dorogobuzh, Juzhuralnickel und Jushny Kuzbass. Topthema der letzten Tage waren die News zu unserer Beteiligung Bashkir Nefteproduct. Dessen Haupteigner soll nun angeblich per Gerichtsauflage gezwungen werden, seine Anteile an die AFK Sistema zu verkaufen. Die AFK Sistema ist Großaktionär der Bashkir Nefteproduct und kämpft schon seit über einem Jahr um die vollständige Übernahme des Unternehmens.

###### Februar

Das Small Cap Depot entwickelte sich mit einem Plus von 8,19% sichtlich besser als der RTS-2, was hauptsächlich auf weiter zurückgehende Spreads zwischen Geld- und Briefkursen einiger Portfolio-Unternehmen und weniger erfolgter Trades zurückzuführen ist; der Markt im Small Cap Bereich blieb weiterhin recht leblos. Relativ bewegt blieb es dagegen weiterhin bei Nachrichten über AFK Sistema und Bashkir Nefteproduct. Im Februar wurde offiziell bestätigt, dass die Untersuchungen gegen die Verwaltungsgesellschaft der baschkirischen Assets eingestellt worden sind,

was den Weg freimacht für deren Weitergabe an die AFK Sistema und als positiv gewertet werden kann. Bis auf negative Aussagen des Chefs von Chelyabinsk Zinc, Vsevolod Gaikhma, dass die Zinkproduktion – wie allerdings erwartet – gefallen ist und die Produktionskosten von ca. 1.200 US-Dollar je Tonne teilweise größer sind als die Zinkpreise, sowie einiger Bewegungen bei Juzhuralnickel mit einem Kursplus von ca. 11 %, gab es keine nennenswerten Meldungen im Bereich der Small Caps.



## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2009

KREMLIN



### März

Die Erholung des russischen Aktienmarkts machte sich auch bei unseren Small Caps bemerkbar, wenn auch in wesentlich schwächerem Umfang als bei den stark liquiden Werten des RTS-1 und RTS-2. Besonders kräftig stiegen von Dorogobuzh Stämme und Vörzüge mit einem Plus von 78% bzw. 80% in Folge der guten Entwicklung im gesamten Düngemittelsektor im 1. Quartal. AFK Sistema stiegen um 70%. Das Small Cap-Depot konnte immerhin ein Plus von 9,73% verzeichnen. Erfreulich dabei ist, dass neben weiterhin zurückgehenden Spreads zwischen Geld- und Briefkursen bei mehreren Positionen eine Handelsbelebung zu verzeichnen war; den-

noch bleibt die Situation im Small Cap Bereich im Ganzen unbefriedigend. Die Top Story an der russischen Börse im März betraf unsere beiden Portfolio-Unternehmen Sistema und Bashkir Nefteproduct. Die prognostizierte Klärung der Mehrheitsbeteiligung an den baschkirischen Ölgesellschaften durch AFK Sistema hat sich bewahrheitet. Nun hat Sistema offiziell bestätigt, dass sie für insgesamt 2,5 Mrd. US-Dollar ihre Beteiligung auf zwischen 65% und 87% der sechs Gesellschaften aufstocken wird. Der Preis stellt eine Prämie von ca. 100% auf den gegenwärtigen Börsenwert der Gesellschaften dar.

### April

Der Small Cap-Bereich entwickelte sich im Berichtsmonat insgesamt etwas schlechter als die Blue Chips, aber man merkt auch hier immer mehr eine positive Dynamik. Noch immer laufen die meisten Geschäfte „over the counter“, also direkt zwischen Marktteilnehmern und vorbei an den offiziell gestellten RTS-Kursen, aber mittlerweile ist in immer mehr Werten auch wieder realer Handel zu sehen. Zu den am stärksten gehandelten Aktien gehörte im April wie im Vormonat AFK Sistema. Zwar stieg die Aktie nur um bescheidene 13%, allerdings gab es sehr gute Nachrichten aus dem Unternehmen. Als Beteiligungsgesellschaft hat Sistema neben sehr guten, hochwertigen Assets einige von sehr schlechter Qualität, so etwa Sistema Hals. Diese Beteiligung konnte für 1,5 Mrd. US-Dollar (inklusive 700 Mio. US-Dollar Schuldennachlass) an VTB verkauft werden. Der Verkauf bringt Sistema das dringend benötigte Kapital zur Bedienung seiner Schulden. Der

Deal zeigt auch einen anderen massiven Vorteil von Sistema – die starke politische Lobby des Mehrheitsgesellschafters Evtushenko. Erfreuliches gab es auch von unserer Beteiligung Bashkir Nefteproduct zu vermelden: Die im Januar beschlossene Dividende in Höhe von 47,75 Rubel pro Aktie wurde Ende April ausgeschüttet, wodurch der KREMLIN AG knapp 180.000 US-Dollar zuflossen. Die Aktie blieb allerdings in diesem Monat ohne jegliche Bewegung – die Marktteilnehmer halten den Atem an vor dem voraussichtlich Ende Mai erscheinenden Angebot von Sistema an die Minderheitsaktionäre der baschkirischen Assets. In einigen anderen Werten wie z.B. Juzhuralnickel, Juzhny Kuzbass und Uralelectromed spürte man ansteigenden Kaufdruck, wohl weil sie der allgemeinen Marktentwicklung hinterherhinken und langsam auch diese Werte wieder aufgesammelt werden.



## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2009

KREMLIN



### 3.1.2. Large Cap Portfolio

#### Januar

Unser Large Cap Portfolio verlor im Januar im Gleichschritt mit dem RTS-1 (-14,51%). Mit Abstand der größte Verlierer unter den Blue Chips war Norilsk Nickel mit einem Minus von gut 38%. Bei Investoren kam die Nachricht schlecht an, dass unter der Obhut des russi-

schen Staates eine neue Gesellschaft gegründet werden soll, was wohl bei vielen Investoren Ängste um Corporate Risks hervorgerufen hat. Die anderen Werte des Teilportfolios gingen zum Monatsende innerhalb der Bandbreite zwischen +0,3% und -23% aus dem Handel.

#### Februar

Unser Large Cap Portfolio zeigte im Berichtsmonat mit einem Plus von 7,03% im Vergleich zum RTS-1 mit 1,78% eine etwas stärkere Performance, wobei die meisten Blue Chips mit einem Plus aus dem Monat gingen. So legten Rosneft mit 10,25%, Norilsk Nickel mit 8,14%, Tatneft mit 7,65% und MTS mit 5,26%

stärker als die Benchmark zu. Die Indexschergewichte Gazprom und Lukoil schlossen dagegen mit einem Minus von 5,12% bzw. 8,6%. Die Folgen der Rating-Abstufungen trugen vermehrt zu dieser Kursentwicklung der beiden Schergewichte bei.

#### März

Unser Large Cap Portfolio zeigte im Berichtsmonat mit einem Plus von 21,5% eine etwas schwächere Performance als der marktweite RTS-1 mit 26,6%, was hauptsächlich daran lag, dass die bei uns etwas stärker als im RTS gewichtete Position Surgutneftegaz schlechter performte als ihre Öl-Peers. Hier belastete der Ende März verkündete Kauf des ungarischen Ölunternehmens MOL zu einem nach Marktmeinung deutlich zu hohen Preis. Ansonsten

waren es vor allem die Öl- und Gas- sowie die Mining-Gesellschaften, die sehr gut performten: So legten Rosneft mit 23,9%, Tatneft mit 23,16% und Lukoil mit 21,2% kräftig zu. Top-Performer waren Norilsk Nickel mit einem Plus von 31,3% und die Pipeline-Gesellschaft Transneft mit 47,7%, letztere allerdings von einem historisch niedrigen Niveau aus.

#### April

Wie schon erwähnt ist die Kursrallye der letzten beiden Monate in erster Linie vom Anstieg der Blue Chips getrieben. Daher sieht die Performance bei den Aktien der großen russischen Konzerne recht beachtlich aus. Sehr gut entwickelte sich Norilsk Nickel. In Erwartung einer wirtschaftlichen Erholung stiegen die Papiere um ca. 37%. Ähnlich gut entwickelten sich Tatneft mit 25,2% und Rosneft mit 22,05%. Auch MTS zeigte ein solides Plus mit mehr als

20%. In absoluten Zahlen gut, aber relativ schlechter als der Markt, entwickelten sich die Schergewichte Gazprom und Lukoil mit +15 bzw. +18%. Das ist aber auch nicht verwunderlich, suchen doch die Investoren jetzt immer mehr Handelsideen abseits der Klassiker. Schlechter als der Markt liefen Rostelekom (+5,5%), Uralsvyazinform (+2,5%) und erneut Surgutneftegaz (+7,8%).





### 3.1.3. Opportunity Portfolio

#### Januar

Die Mitte des Monats veröffentlichten Konjunkturdaten für die Ukraine und der Ausblick für das laufende Jahr fielen nicht besonders optimistisch aus und haben die ohnehin geringe Hoffnung auf eine baldige konjunkturelle Erholung in der Ukraine genommen, was den ukrainischen Aktienmarkt im Januar belastete und den PFTS um 9% nach unten drückte. Unser Teilportfolio Ukraine ist mit einem Minus von 7% mit nur einer geringfügig besseren Performance aus dem Handel gegangen. Der Wechselkurs der ukrainischen Landeswährung Griwna hat sich im Gegensatz zum Dezember stabil behauptet, sodass die Performance in der Landeswährung Griwna in etwa der in US-Dollar entspricht. Die wieder zunehmende An-

gleichung des Interbankenwechsellkurses in Richtung des offiziellen Devisenkurses signalisiert, dass die Marktteilnehmer zumindest kurzfristig nicht mit einer drastischen Abwertung der Griwna rechnen. Im Gegensatz zu den Vormonaten haben sämtliche kasachischen Aktien des Opportunity Portfolios wieder an Wert hinzulegen können. Einige exportorientierte kasachische Aktien wurden von der Erwartung einer Abwertung des Tenge beflügelt. Insbesondere Steppe Cement mit +47% und Orsu mit +25% beeinflussten das Teilportfolio Kasachstan, das im Januar mit gut 35% zulegen konnte. Das gesamte Opportunity Portfolio lag auf US-Dollarbasis im Berichtsmontat mit knapp 4% im Minus.

#### Februar

Im Februar konnte an dem Abwärtstrend auf dem ukrainischen Aktienmarkt auch nicht die positive Nachricht rütteln, dass die ukrainische Notenbank sich nun aktiv für die Tilgung von ausländischen Endkundenkrediten einsetzt und somit die Anzahl der als Not leidend geltender Kredite senken könnte. Anhaltend negative Nachrichten um eine potentielle Zahlungsunfähigkeit des Landes, die chaotischen Verhältnisse in der Politik und Spekulationen um einen möglicherweise wiederaufflammenden

Gasstreit behielten letztlich die Oberhand. Das Teilportfolio Ukraine entwickelte sich auf Dollarbasis mit einem Minus von 33,92% etwas schlechter als die Benchmark (PFTS: -23,12%), was auf die im Berichtszeitraum überdurchschnittlichen Verluste der höher gewichteten Versorger im Teilportfolio zurückzuführen ist. Die kasachischen Aktien tendierten im Gegensatz zum Januar mit -16,35% wieder leichter, liegen seit Jahresbeginn wegen des starken Januars dennoch mit 12,72% im Plus.

#### März

Die März-Performance des ukrainischen Aktienmarkts war gut, blieb allerdings weit hinter der des großen Nachbarn zurück. Der PFTS konnte 7,5% zulegen, ist damit aber immer noch mit 24,58% gegenüber dem Jahresanfang im Minus. Zudem ist die Bewegung nur auf wenige Blue Chips beschränkt. Es bleibt dabei, dass ohne die Rückkehr mutiger internationaler Anleger die ukrainische Börse ein Schattendasein führt. Bester Wert im Ukraine-Portfolio war Zahidenergo mit einem Plus von

11,9%. Motor Sich verbilligten sich um 1,6%, obwohl gute Nachrichten zur Auftragslage des Flugzeugmotorenherstellers kamen. Wenigstens hat sich gegenwärtig die Währung Griwna stabilisiert. Der offizielle Umrechnungskurs liegt bei 7,7 UAH pro US-Dollar, der Interbankenkurs bei 8,0. Das Teilportfolio Ukraine entwickelte sich auf Dollarbasis mit einem kleinen Plus von 2,9% etwas schlechter als der Index, was der weiterhin mangelhaften Liquidität einiger Positionen geschuldet ist.





## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2009



Eine Klärung der unbefriedigenden politischen Situation könnte im Bezug auf die derzeit fehlende Risikobereitschaft internationaler Anleger im Bezug auf die ukrainische Börse viel helfen. Die kasachischen Aktien tendierten im Gegen-

satz zum Januar mit insgesamt +6% wieder fester. Hier fehlt derzeit aber gänzlich die Beachtung durch Investoren, die anderswo bessere Chancen sehen als in diesen Exoten der Emerging Markets.

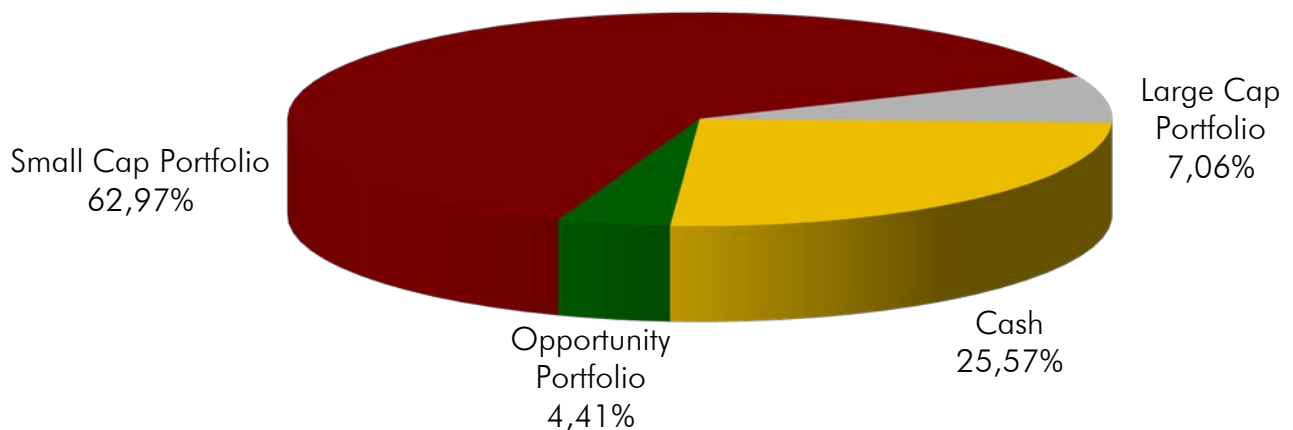
### April

Der in den Vormonaten arg gebeutelte ukrainische Aktienmarkt entwickelte sich überaus gut, wenngleich die Umsätze weiterhin nicht sehr groß sind. So ging der PFTS-Index mit einem Plus von 49,49% aus dem Monat und hat somit seit Jahresbeginn 12,7% gewinnen können. Als umsatzstärkste Werte aus dem Portfolio konnten Zahidenergo um 42% und Motor Sich um 30% zulegen, wenn auch schlechter als der Index, was vor allem auf die

durchwachsenen Jahreszahlen beider Gesellschaften für 2008 zurückzuführen ist. Der Röhrenhersteller Khartsisk Pipe Plant war im April mit einem Plus von 183% der Star der ukrainischen Börse, allerdings ist die Kurssteigerung ausschließlich am letzten Handelstag zustande gekommen und daher von ihrer Aussagekraft für die Aktie mit Vorsicht zu genießen. Auch die kasachischen Aktien lebten etwas auf, insbesondere Max Petroleum.

### 3.2. KREMLIN-Depot zum 30. April 2009 (NAV TEUR 2.489)

#### 3.2.1. Nach Arten



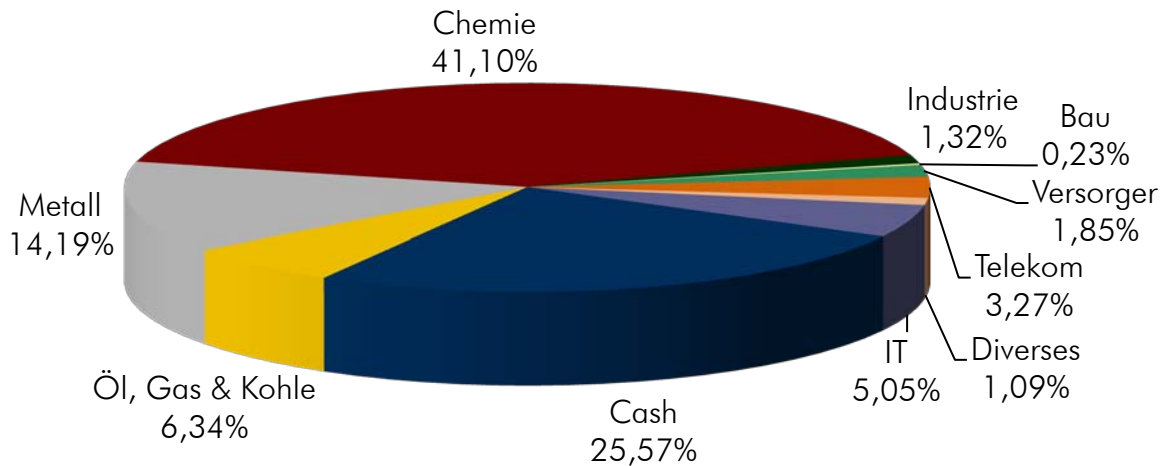


## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2009

KREMLIN



### 3.2.2. Nach Branchen



### 3.2.3. Die zehn größten Positionen

Die 10 größten Positionen im Depot der KREMLIN AG zum 30.04.2009	
Bashkir Nefteproduct Vz.	20,83%
Dorogobuzh St.	10,22%
IBS Holding	7,43%
Juzhuralnickel	5,77%
Altainefteproduct Vz.	3,73%
KuibyshevAzot	3,22%
AFK Sistema	2,36%
Sredneuralsky Copper	1,80%
Dorogobuzh Vz.	1,59%
Rosneft	1,40%

### 3.3. Depotwert je Aktie

Wie Sie aus der Depotaufstellung zum 30. April 2009 ersehen können, beträgt der sog. Net Asset Value (NAV) des KREMLIN Wertpapierportfolios auf diesen Stichtag TEUR 2.489. Bei der Betrachtung des NAV ist zu berücksichtigen, dass der innere Wert des KREMLIN Wertpapierportfolios vom inneren Wert der KREMLIN Aktie zu unterscheiden ist, da in die Berechnung des inneren Wertes einer Aktie sämtliche Aktiva und Passiva einfließen müs-

sen und dieser Wert von weiteren Faktoren abhängt. 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.



## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2009



### 4. Wirtschaftliche Entwicklung

Die wirtschaftliche Lage der KREMLIN zeigt sich in der Entwicklung des Net Asset Value (NAV) ihres Portfolios 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. Das Eigenkapital zu Zeitwerten, ersichtlich im NAV zuzüglich Bankguthaben und abzüglich Verbindlichkeiten, veränderte sich von Mio. Euro 1,885 zum 1. Januar 2009 auf Mio. Euro 2,441 zum 30. April 2009 und hat sich bis zum heutigen Berichtszeitpunkt nicht in nennenswertem Umfang verändert. Die Entwicklung über die Monate zeigt nachfolgende Übersicht:

Zeitpunkt	Depotwert Mio. EUR	NAV je Aktie EUR
01. Januar 2009	2,003	0,94
31. Januar 2009	1,908	0,88
28. Februar 2009	1,972	0,91
31. März 2009	2,077	1,00
30. April 2009	2,489	1,22

Die Fixkosten der Gesellschaft im Berichtszeitraum liegen in absoluten Zahlen unter dem

Niveau des entsprechenden Vorjahreszeitraums.

### 5. Wechselkursrisiken

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, stellt die Parität des US-Dollar zum Euro einen Einflussfaktor auf den Wertzuwachs des KREMLIN-Portfolios dar. Der USD, der sich seit Beginn der Finanz- und Wirt-

schaftskrise gegenüber dem Euro relativ stark zeigte, hat im Berichtszeitraum um 4,6% aufgewertet. Die Parität des Rubels gegenüber dem Euro war dagegen im Berichtszeitraum in Folge der nach November und Dezember im Januar 2009 erneut vorgenommenen Abwertung der russischen Währung negativ und hat sich um rund 5,84% verschlechtert.

### 6. Jahresabschluss 2009

Der Aufsichtsrat hat in seiner Sitzung am 16. April 2009 den Jahresabschluss 2008, der einen Jahresfehlbetrag von TEUR -4.642 (Jahresüberschuss Vorjahr: TEUR 2.181) und –

nach Auflösung der Kapital- und Gewinnrücklagen – einen verbleibenden Bilanzverlust von EUR 114.623,98 ausweist, sowie den Lagebericht gebilligt. Damit sind der Jahresabschluss



## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2009



und der Lagebericht für das Geschäftsjahr 2008 der KREMLIN AG festgestellt. Die Offen-

legung zum elektronischen Bundesanzeiger erfolgte am 24. April 2009.

### 7. Voraussagen für die kommenden Monate

Trotz der Freude über steigende Kurse überwiegt bei den meisten Marktteilnehmern noch immer die Verunsicherung darüber, wie es weitergehen wird. Die Spannbreite reicht von Optimisten, die schon jetzt das Ende der Krise kommen sehen, bis zu absoluten Pessimisten, die mittelfristig Kurse unter 500 Punkten im RTS vorhersagen. Die Wahrheit wird, wie üblich, irgendwo dazwischen liegen. Dass eine Korrektur möglich – vielleicht sogar vernünftig, weil für den Markt gesund – ist, bleibt festzuhalten. Die Frage ist, wie tief sie gehen und wie lange sie dauern wird. Neutral gestimmte Marktteilnehmer gehen von einer recht bescheidenen Korrektur, moderat steigenden Kursen bis in das 3. Quartal hinein und dann einem erneuten deutlichen Abschwung im Herbst aus.

Ausschlaggebend für den russischen Aktienmarkt wird in erster Linie auch weiterhin die Entwicklung der Weltmärkte sowie der Preise für Rohöl und Industriemetalle bleiben. Eine Entkopplung des russischen Aktienmarkts vom globalen Umfeld ist mehr als unwahrscheinlich. Interne russische Faktoren stehen von der Bedeutung her hinten an, abgesehen natürlich von Branchen wie Immobilien, Konsumgütern

und Automobil. Hier bleiben innerrussische Aspekte, wie z.B. Konjunkturprogramme und weitere Regierungsmaßnahmen zur Belebung der Inlandskonjunktur, weiter relevant.

Die nach dem starken Sell-off am ukrainischen Aktienmarkt zu beobachtende kräftige Gegenbewegung wird derzeit noch hauptsächlich von inländischen Anlegern getragen und bleibt wohl bis auf weiteres abhängig von der Entwicklung der internationalen Aktienmärkte. Mittelfristig wird für die Ukraine neben der weltweiten Kursentwicklung die realwirtschaftliche Entwicklung der europäischen Nachbarstaaten und Russlands als größtem Handelspartner von Bedeutung sein, von der die ukrainische Wirtschaft in hohem Maße abhängig ist. Allerdings sind viele ukrainische Werte zumindest für Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont zu ausgesprochen interessanten Bewertungen zu haben. Von weiteren Engagements in der Ukraine, wie im Übrigen auch in Kasachstan, sehen wir bis auf weiteres ab, wenngleich wir die bestehenden Positionen als Basisinvestments in diesen grundsätzlich hochinteressanten Ländern halten.

Hamburg, den 11. Mai 2009



*Axel Pothorn*

Vorstand