

# AKTIONÄRSBRIEF

## zum Dezember 2008



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.

### **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



Sehr geehrte Aktionäre,

wir dürfen Ihnen das von der KREMLIN AG zum 31.12.2008 gehaltene Wertpapierportfolio in ungeprüfter und vorläufiger Aufstellung unserer Broker beziehungsweise Depotmanager präsentieren. Wie üblich ist das Depot nach Branchen und Klassen (Small Cap, Large Cap, Opportunity) aufgeschlüsselt, ergänzt um eine Aufstellung der 10 größten Depotwerte.

### **Bericht über die Entwicklungen am russischen Aktienmarkt und im Portfolio der KREMLIN AG für den Monat Dezember 2008**

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

Im Dezember verkündete die russische Regierung, für den Bankensektor weitere finanzielle Mittel in Höhe von 9 Billionen Rubel bzw. ca. 220 Mrd. Euro bereitstellen zu wollen. Von diesen sind laut Ministerpräsident Wladimir Putin im Laufe des Dezember bereits 4 Billionen Rubel an notleidende Finanzinstitute geflossen.

Während weltweit etliche Staaten neben Finanzhilfen für angeschlagene Kreditinstitute und bestimmte Schlüsselindustrien durch Leitzinssenkungen billiges Geld in die Märkte pumpen, belässt die russische Zentralbank dagegen den Leitzins seit Anfang Dezember bei vergleichsweise hohen 13%, um in Russland die Inflation nicht weiter anzuheizen. Zugleich hat die Notenbank die im November begonnene „kontrollierte“ Abwertung des Rubels gegenüber dem USD/EUR-Währungskorb im Dezember fortgesetzt. Insgesamt hat damit der Rubel seit Oktober um 19% an Wert verloren.

Die neuesten Konjunkturprognosen der russischen Regierung für das Jahr 2009 gehen von einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von 2,4% und einem gleichzeitigen Rückgang der Industrieproduktion um 3,2% aus. Mit den gedämpften Konjunkturaussichten musste Wladimir Putin im Dezember eingestehen, dass das von ihm im Jahr 2003 verkündete Ziel einer Verdoppelung des BIPs innerhalb von zehn Jahren doch noch nicht frühzeitig im Jahr 2010 zu erreichen sei.

Der Ölpreis-Einbruch um mehr als 100 Dollar seit dem Rekordhoch vom Juli, die Finanzmarktkrise und die damit verbundenen unerwarteten Nettofinanzmittelabflüsse aus Russland haben der ursprünglichen Schätzung einen Strich durch die Rechnung gemacht. Bedingt durch den Kapitalabzug von ausländischen Investoren in der zweiten Jahreshälfte ergibt sich für das Jahr 2008 laut russischer Zentralbank ein Nettofinanzmittelabfluss von rund 100 Mrd. USD.



### 2. Der Aktienmarkt im Dezember

Die Ende November von ohnehin kaum mehr einem Marktteilnehmer erwartete Jahresend-rallye ist nicht eingetreten. Der RTS-1 schloss am 31.12. – verglichen mit dem Vormonat – nahezu unverändert bei knapp 632 Zählern. Ebenfalls nahezu auf gleichem Niveau bei 548 Zählern ging der Nebenwerteindex RTS-2 nach Schwankungen zwischen 539 und 562 Punkten am Monatsende aus dem Handel.

Im Berichtszeitraum hat sich die Entwicklung des USD-Wechselkurses gegenüber dem Euro stark negativ bemerkbar gemacht: Notierte der Euro zum 30. November noch bei 1,2695, so stieg er im Verlauf des Dezember zeitweise auf über 1,43 und gab dann gegen Monatsende wieder etwas nach, um dann bei 1,3917 zu schließen. Dies entspricht einem Kursverlust auf Monatsbasis von 9,6%.

### 3. Das KREMLIN-Depot im Dezember

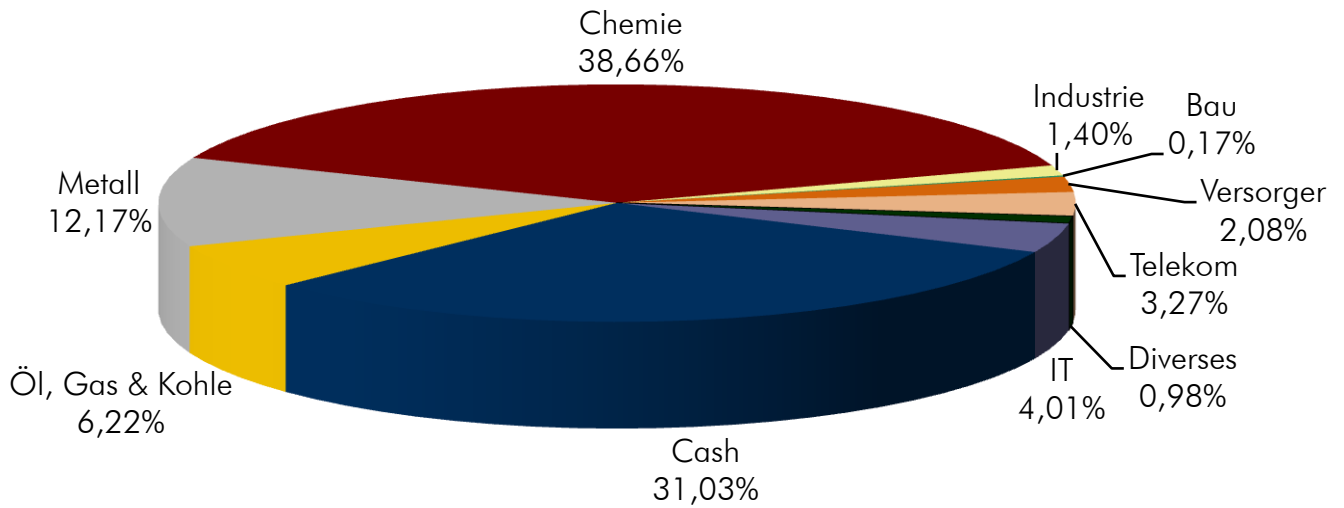
Mit der Ad-Hoc-Mitteilung vom 12.12.2008 hat die KREMLIN AG bekannt gegeben, dass Wertpapiere und Barmittel mit einem damaligen Zeitwert i.H.v. insgesamt 450.000 USD, die bei einem russischen Broker verwahrt werden, möglicherweise nicht mehr für die KREMLIN AG verfügbar sind. Da dieses Ausfallrisiko mangels neuer Erkenntnisse zum jetzigen Zeitpunkt trotz intensiver Bemühungen des Vorstands sowie der beauftragten international renommierte Anwaltskanzlei in Moskau unverändert hoch bleibt, hat die KREMLIN AG unter Berücksichtigung des Vorsichtsprinzips die Wertpapiere und Gelder ergebniswirksam in voller Höhe wertberichtigt. Bei der Berechnung des NAV zum Stichtag sind diese Assets deshalb außer Ansatz geblieben; bis auf Weiteres werden der Aktionärsbrief und der darin veröffentlichte Net Asset Value unter Nichtberücksichtigung dieser Assets dargestellt. Sämtliche von der Wertberichtigung betroffenen Wertpapiere sind dem Small Cap Portfolio zuzurechnen. Die Verwaltungsorgane der KREMLIN AG haben ihre Rechtsberater mit der Einlei-

tung aller nötigen juristischen Schritte und der Einschaltung der russischen Wertpapierbehörde beauftragt. Über den Fortgang und die Ergebnisse dieser Maßnahmen zur Wiedererlangung der Assets wird die Gesellschaft ihre Aktionäre und den Kapitalmarkt im Rahmen ihrer regelmäßigen Berichterstattung sowie ggf. per Ad-Hoc-Mitteilung informieren.

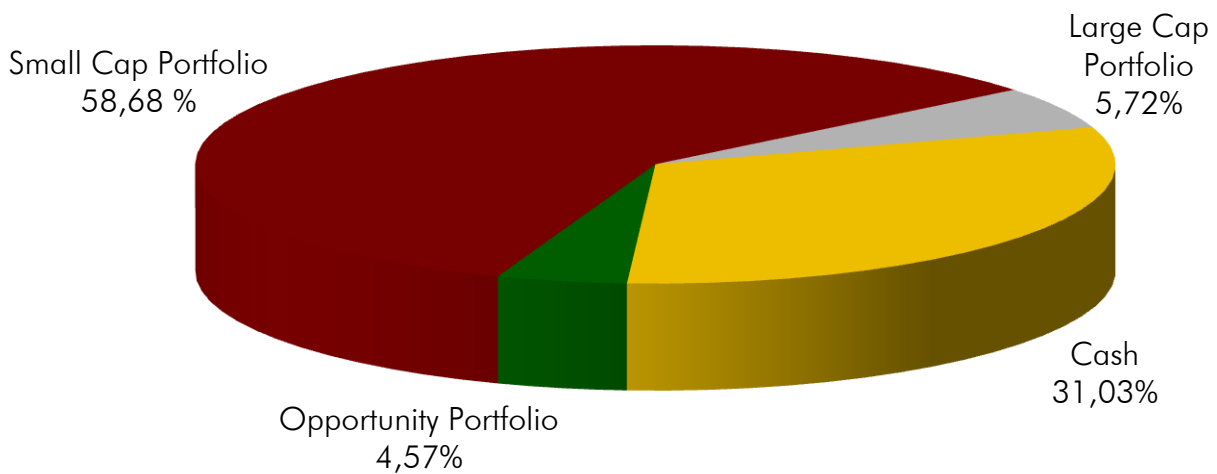
Gegen Jahresende lässt sich an Wertpapiermärkten hin und wieder beobachten, dass Aktienkurse von Marktteilnehmern gezielt in die Höhe getrieben werden, um die Jahresperformance positiv zu beeinflussen (so genanntes „window dressing“). Dies war in den umsatzschwachen letzten Handelstagen des Jahres offensichtlich auch bei einigen Positionen aus unserem Portfolio der Fall. Da bei diesen Aktien die Bewertung am 31.12.2008 irrational angestiegen wäre, haben wir aus kaufmännischer Vorsicht die niedrigeren bzw. vor der Kurssteigerung festgestellten Geld- oder Handelskurse zugrunde gelegt.



**KREMLIN-Portfolio nach Branchen  
NAV 2.000 (31.12.2008)**



**KREMLIN-Portfolio nach Arten  
NAV 2.000 TEUR (31.12.2008)**





### Die 10 größten Positionen im Depot der KREMLIN AG zum 31.12.2008

Bashkir Nefteprodukt Vz.	18,82%
Dorogobuzh St.	12,18%
Juzhuralnickel	6,52%
Kuibyshev Azot	4,13%
IBS Holding	2,69%
Dorogobuzh Vz.	2,63%
Uralelectromed	2,31%
AFK Sistema	1,84%
Zakhidenergo	1,83%
Varyeganneft	1,47%

### 3.1. Small Cap Portfolio

Der Situation an dem im November fast zum Erliegen gekommenen Markt für russische Small Caps hat sich im Monat Dezember nur unwesentlich geändert. Zwar haben wir im Berichtsmonat bei der Mehrzahl der Aktien des Small Cap Portfolios Handelsaktivitäten beobachtet: Doch wie schon angemerkt, werten wir einige dieser Bewegungen eher als so genanntes „window dressing“. Als Indiz für eine möglicherweise zunehmende Liquidität des Marktes könnte gelten, dass sich die zum Teil gewaltigen Spreads zwischen den Geld- und Briefkursen bei einigen Aktien wieder erheblich verringert haben.

Wie bereits dargelegt sind die von dem Ausfallrisiko betroffenen Wertpapiere dem Small Cap Portfolio zugeordnet. Unter der Berücksichtigung der Wertberichtigung sowie der Kursbewegungen der restlichen Aktien hat das Small Cap Portfolio im Berichtsmonat auf USD-Basis um fast 33% an Wert verloren, wobei die einzelnen Wertpapiere uneinheitlich tendierten. Die höchsten Bewertungsverluste mussten die beiden Positionen Altainefteprodukt und Voltyre hinnehmen. In beiden

Fällen sind die Kursrückgänge geringeren Geldkursen geschuldet, da bei diesen beiden ohnehin illiquiden Werten im Berichtsmonat kein Handel zustande kam.

Erfreulich entwickelten sich dagegen im Dezember die Kurse unserer Positionen Uralektromed (+94%), Varyuganneft (St.: +58% und Vz. +80%) und Dorogobuzh (St. +35% und Vz. +39%). Den Kurs von Uralektromed beflügelte im Dezember die Ankündigung der russischen Regierung, massive Investitionen im Uralgebiet tätigen zu wollen. Die Varyuganneft-Aktien profitierten von Gerüchten, das Schweizer Unternehmen Glencore beabsichtige, einen 25%-Anteil an dem Mutterkonzern Russneft zu übernehmen. Bei Dorogobuzh wirkten sich im Dezember mehrere Nachrichten positiv auf den Aktienkurs aus: Neben der Meldung eines neuen Absatzrekords im Düngemittelsegment, ist das Unternehmen in eine von der Regierung veröffentlichte Liste der 17 Chemieunternehmen aufgenommen worden, die für Russland strategisch von Bedeutung sind.



### 3.2. Large Cap Portfolio

Die einzelnen Bluechips unseres Portfolios entwickelten sich im Berichtsmonat uneinheitlich: Während die Stammaktien von Rostelecom über 21% und die Aktien von Tatneft über 12,5% zulegen, waren die größten Verlierer

die Werte Uralsvyazinform und Gazprom mit einem Minus von knapp 17% bzw. 14%. Insgesamt musste unser Large Cap Portfolio im Dezember auf Monatsstichtag 3,4% abgeben.

### 3.3. Opportunity Portfolio

Trotz des Gasstreits mit Russland gewann der ukrainische Leitindex PFTS im Berichtsmonat in der Landeswährung Griwna fast 7%. Die Griwna selbst notierte nach den massiven Abwertungen der Vormonate Ende Dezember um 4% leichter als zu Monatsbeginn. Wie im Vormonat zeigten sich die ukrainischen Aktien bei äußerst dünnen Umsätzen uneinheitlich. Auf

Dollarbasis lagen MotorSich, Zakhidenergo und Dniprooblenergo im Plus. Hingegen haben sämtliche kasachischen Unternehmen noch einmal deutlich an Wert eingebüßt, allen voran Steppe Cement mit -65%. Per Saldo ist das Opportunity Portfolio auf Monatsstichtag damit nahezu unverändert (+0,85%) geblieben.

## 4. Voraussagen für die kommenden Monate

2009 wird für Russland voraussichtlich ein Jahr der Bewährung in der Krise. Die wirtschaftliche Situation dürfte sich in der ersten Jahreshälfte deutlich verschlechtern und frühestens ab dem zweiten Halbjahr wieder erholen. Auch sind weitere Kursturbulenzen aufgrund schlechter Nachrichten nicht ausgeschlossen. Bei einem Ölpreis von dauerhaft unter 40 USD/Barrel würde eine Rezession in Russland in diesem Jahr wohl unvermeidlich sein. Zudem dürfte sich der Rubelkurs weiter deutlich abschwächen. Die Notenbank lässt im Moment zwar nur eine kontrollierte Abwertung zum Währungskorb USD/Euro um 1-2% im Monat zu. Experten erwarten aber für dieses Jahr einen weiteren Währungsverlust von 20%, sollte sich die wirtschaftliche Lage in Russland nicht rasch wieder verbessern.

Ein Hoffnungsschimmer sind die seit Jahresbeginn zu verzeichnenden kräftigen Erholungstendenzen wichtiger Rohstoffe wie Kupfer, Nickel und Zink. Auch der Ölpreis hat sich – vorerst – wieder über die Marke von 40 USD/Barrel erholt. Dennoch notieren alle diese Rohstoffe weit unter ihren Höchstpreisen und mehrheitlich auch unter der Profitabilitätsschwelle für die produzierenden Unternehmen. Unverändert bildet die Abhängigkeit der russischen Wirtschaft vom Rohstoff-Export das größte Risiko für die weitere Performance des russischen Aktienmarkts. Aufgrund der weiterhin bestehenden Illiquidität vieler Portfoliowerte sowie der nach wie vor geringen Handelstätigkeit an den russischen Börsen sind nennenswerte Veränderungen im Depot vorerst nicht geplant.



## Aktionärsbrief zum Dezember 2008



### Depotwert je Aktie

Wie Sie aus der Depotaufstellung zum 31.12.2008 ersehen können, beträgt der so genannte Net Asset Value (NAV) des Wertpapier-Portfolios der KREMLIN AG inklusive liquider Mittel TEUR 2.000. Abzüglich von Verpflichtungen beträgt dieser bei 2 Mio. ausstehenden Aktien umgerechnet auf eine KREMLIN-Aktie auf diesen Stichtag rund EUR 0,93. 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 müssen und dieser Wert von weiteren Faktoren abhängt.

Die Wertangaben zum Depot beruhen auf Angaben unserer Broker beziehungsweise unserer Fondsmanager. Da die gehaltenen Aktien zum Teil nicht regelmäßig gehandelt werden, ist nicht gewährleistet, dass die angegebenen Werte jederzeit realisiert werden können.

Hamburg, den 15. Januar 2009



Der Vorstand