

AKTIONÄRSBRIEF

zum Mai 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 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

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



Sehr geehrte Aktionäre,

wir dürfen Ihnen das von der KREMLIN AG zum 31.05.2009 gehaltene Wertpapierportfolio in ungeprüfter und vorläufiger Aufstellung 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 Mai 2009

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

Die Hausse am russischen Aktienmarkt verstärkte sich im Mai nochmals gegenüber den schon guten beiden Vormonaten. Hierfür waren in erster Linie der stark gestiegene Ölpreis sowie die anziehenden Preise für andere für Russland wichtige Rohstoffe wie Zink, Nickel oder Kupfer, das sich mittlerweile von etwa 3.000 auf gut 5.000 USD erholt hat, verantwortlich. Denn weiterhin sehen die Prognosen zur russischen Wirtschaft in diesem und dem nächsten Jahr alles andere als rosig aus. Das Wirtschaftsministerium hat die Erwartungen des Wirtschaftswachstums für 2010 von ursprünglich 3,8 auf lediglich 0,5% gesenkt. Auch ist der Rückgang des BIP um fast 10% im ersten Quartal 2009 wesentlich höher ausgefallen als prognostiziert. Dennoch gab es auch gute Nachrichten: So ist im Berichtsmonat der Netto-Kapitalabfluss zum Erliegen gekommen, nachdem er im März und April bereits rückläufig gewesen war. Sofern die nun wieder gestiegene Risikobereitschaft internationaler Investoren, die sich in diesem Trend manifestiert, nicht wieder abrupt abnimmt, könnten die ursprünglichen Prognosen der russischen Regierung von einem Nettokapitalabfluss von 80 Mrd. USD in 2009 sogar kräf-

tig unterboten werden. Auch die Inflationsrate geht zurück. So verringerte sich der Preisanstieg im April auf ca. 0,7% nach 1,3% im März und ging im Mai nach ersten Prognosen weiter zurück auf 0,6%. Dies wiederum erlaubte es der russischen Zentralbank im Mai etwas verklausuliert anzukündigen, dass diese „zu den klassischen monetären Stimulierungsmechanismen der Wirtschaft übergehen“ könne, was vor allem bedeutet, dass die Leitzinsen sukzessive zurückgenommen werden; in einem ersten Schritt von 12% auf 11,5% ab Juni. Auch der Rubel zeigt vor dem Hintergrund des stark gestiegenen Ölpreises und des zurückgegangenen Kapitalabflusses anhaltende Stärke: Ende Mai lag die Parität zum EUR/USD-Währungskorb verglichen mit seinem High im Februar um 10 % höher bei 36,75 RUB. Zudem konnten die Währungsreserven weiter ausgebaut werden und betragen Ende Mai 401 Mrd. USD. Auch hat die Zahl der Arbeitslosen laut offiziellen Zahlen ihren Höhepunkt im April überschritten und ist Ende Mai auf 2,23 zurückgegangen. Allerdings wollte die Regierung nicht ausschließen, dass sie zum Herbst – saisonal bedingt – wieder ansteigen könne.



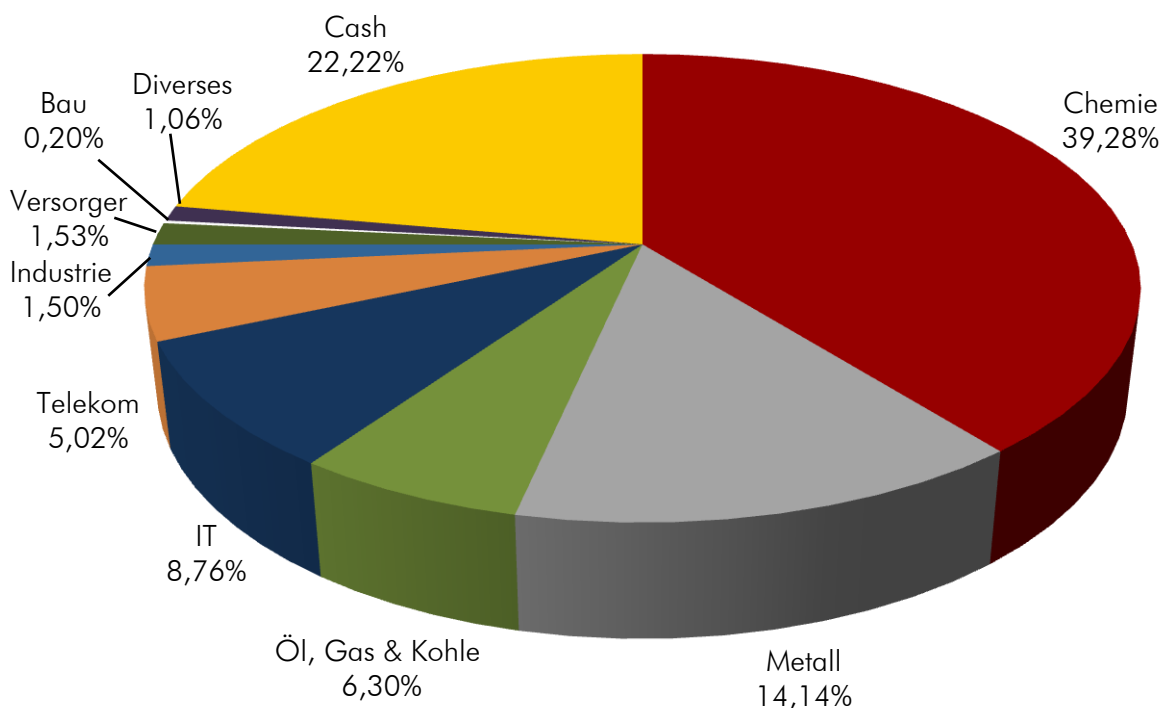
2. Der Aktienmarkt im Mai

Getrieben vom Anziehen der Rohstoffpreise und insbesondere des Ölpreises zeigte der russische Aktienmarkt im Berichtsmonat die beste Performance aller Börsen weltweit. Der RTS-1 startete in den Mai mit 832,87 Punkten, konnte am 20. Mai die 1.000-Punkte-Marke überspringen und stieg, nach einer kurzen Verschnaufpause, bis zum letzten Handelstag am 29. Mai auf 1.087,59 Punkte. Dies entspricht einem Monatsgewinn von 30,58%. Der RTS-1 hat damit insgesamt 72,12% seit Jahresbeginn gewonnen. Bezeichnend ist aber vor allem die Steigerung im RTS-2: Der Index für

die Mid Caps entwickelte sich im Mai mit einem Monatsplus von 34,84% noch besser als der RTS-1, was zu einer ytd-Performance von 56,48% führte. Dies ist die Bestätigung unserer früher geäußerten Prognose: die Nebenwerte ziehen mit einer Zeitverzögerung, dann aber umso deutlicher, gegenüber den Blue Chips an. Stark gegenläufig entwickelte sich im Berichtsmonat allerdings der USD, der gegen unsere Bilanzwährung Euro um 6,2% von 1,3275 auf 1,4098 kräftig nachgab und so die hervorragende Performance auf US-Dollar-Basis negativ beeinflusste.

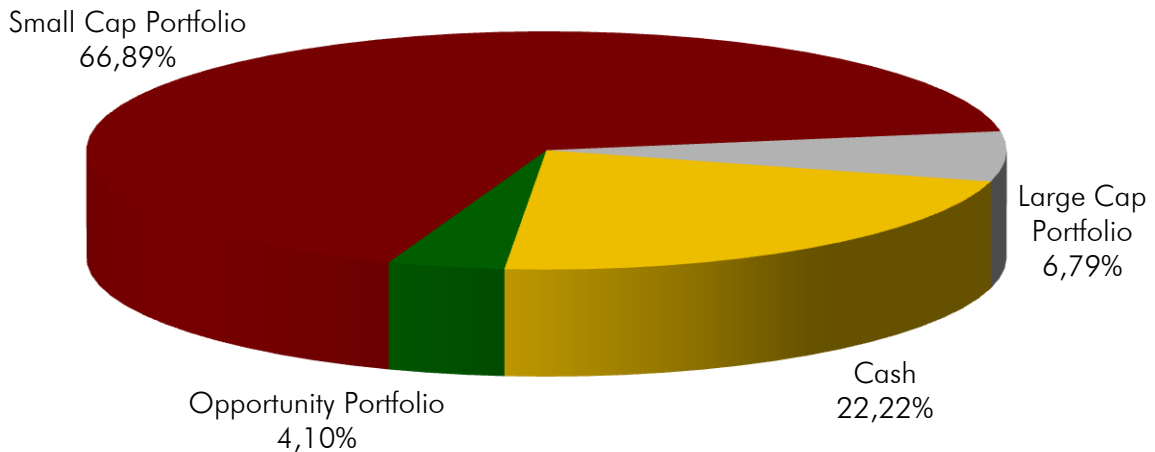
3. Das KREMLIN-Depot im Mai

KREMLIN-Portfolio nach Branchen
NAV 2.685 (31.05.2009)





**KREMLIN-Portfolio nach Arten
NAV 2.685 TEUR (31.05.2009)**



**Die 10 größten Positionen im Depot
der KREMLIN AG zum 31.05.2009**

| | |
|--------------------------|--------|
| Bashkir Nefteproduct Vz. | 18,87% |
| Dorogobuzh St. | 11,63% |
| IBS Holding | 7,87% |
| Juzhuralnickel | 7,73% |
| KuibyshevAzot | 3,95% |
| AFK Sistema | 3,67% |
| Altainefteproduct Vz. | 3,28% |
| Chelyabinsk Zinc Plant | 1,90% |
| Uralelectromed | 1,64% |
| Dorogobuzh Vz. | 1,55% |

3.1. Small Cap Portfolio

Die kräftige Hausse des russischen Aktienmarkts machte sich auch bei unseren Small Caps bemerkbar, allerdings mit einem Gesamt-Plus von lediglich 21% auf USD-Basis in wesentlich schwächerem Umfang und bisher weiterhin nur bei den liquideren Werten des Portfolios. Top-Performer war erneut Sistema

mit einem Plus von 77% Die Gesellschaft profitiert immer noch von den sehr guten Konditionen beim Verkauf von Sistema Gals an VTB. Aber vor allem wird in diesem sehr positiven Marktumfeld die massive Diskrepanz zwischen dem inneren Wert der Beteiligungsgesellschaft und ihrer Marktbewertung von vielen Markt-



teilnehmern aktiv wahrgenommen. Mit nahezu 90% Verlust war Sistema in den Krisenmonaten immerhin einer der am stärksten gefallenen Werte unseres Portfolios. Auch Dorogobuzh Stämme und Vorzüge sahen ein Plus von 29,6 bzw. 11%, obwohl die Quartalsergebnisse nicht gut aussahen; dies aber vor allem aufgrund der Abwertung der Finanzanlagen und nicht wegen des operativen Ergebnisses; die Aussichten im Düngemittelsektor

bleiben weiterhin gut. Dies hat auch bei unserem Wert Kuybishev Azot zu einem Anstieg von 40% geführt. Kuybishev Azot ist zwar nicht sehr liquide, gehört aber derzeit zu den günstigsten Aktien im Sektor, was von einigen wenigen Anlegern offenbar wahrgenommen wurde. Erfreulich war auch eine erste leichte Handelsbelebung in unserem ehemaligen Portfolio-Schwergewicht Juzhuralnickel, was sich in einem Plus von knapp 53% niederschlug.

3.2. Large Cap Portfolio

Auch unser Large Cap Portfolio zeigte im Berichtsmonat mit einem Plus von 22,4% eine etwas schwächere Performance als der marktweite RTS-1 mit 30,58%, was hauptsächlich daran lag, dass die bei uns etwas stärker als im RTS gewichtete Position Surgutneftegaz mit nur 18,8% weitaus schlechter performte als der Index. Noch immer belastet hier der Kauf des ungarischen Ölunternehmens MOL. Die Aktie erscheint derzeit teurer als ihre Öl-Peers.

Rostelekom, in unserem Portfolio ebenfalls etwas stärker gewichtet als im RTS, verlor sogar 34%. Die Story dahinter ist, dass die russische VEB, im Kontext der Reform der Telekom-Holding Svyazinvest, sich bereit erklärt hat, die Aktie für um die 7 USD vom Markt zu kaufen. Dieser Preis ist wesentlich niedriger als der Marktpreis am Anfang des Monats. Der Markt hat seine Erwartung entsprechend angepasst.

3.3. Opportunity Portfolio

Die Mai-Performance des ukrainischen Aktienmarkts war mit fast 40% (33,94%) erneut hervorragend, erscheint aber nach den bereits gesehenen Anstiegen im März und April mittlerweile übermäßig vom Prinzip Hoffnung befeuert. Zudem war die starke Aufwärtsbewegung vor allem von einigen Blue Chips aus dem Banken- sowie dem Kohle- und Stahlbereich getragen. Bester Wert in unserem Ukraine-Portfolio war Motor Sich mit einem Plus von 29,19%. Motor Sich hat aufgrund guter Auftragsbestände voraussichtlich noch

weiteres Aufholpotential. Dniproblenergo mit 29% entwickelten sich ebenfalls recht ordentlich, Zahidenergo mit +13% wesentlich schlechter als der Index. Der Röhrenhersteller Khartsyzsk Tube Works wurde im Mai nicht gehandelt, die Bewertung auf Bidkurs-Basis führte zu einem Minus von 43%. Die kasachischen Aktien Orsu Metals (+18,6%), Max Petroleum (+16,3) und Steppe Cement (+33,8) tendierten insgesamt positiv, hier fehlt aber noch immer weitgehend die Beachtung durch Investoren.

4. Voraussagen für die kommenden Monate

Die Luft für einen weiteren Höhenflug des russischen Aktienmarkts wird sicherlich mittlerweile dünn. Es gibt unter den Blue Chips und den größeren Midcaps nur noch wenige im inter-

nationalen Vergleich stark unterbewertete Aktien. Ohne Frage ist der russische Markt auf Basis der gestiegenen und vielleicht weiter steigenden Rohstoffpreise durchaus weiter



Aktionärsbrief zum Mai 2009



fundamental attraktiv. Aber eine Pause wäre sicher gesund. Ganz abgesehen von den globalen Rahmenbedingungen, die durchaus noch ins Negative gehen können. Daher erwarten viele Marktteilnehmer eine erste Korrektur in der nächsten Zeit und eine größere im Herbst. Genau dies ist der einzige Punkt – die Marktstimmung – die für weiter steigende Kurse spricht, gemäß der alten Regel, dass, wenn die meisten Marktteilnehmer pessimistisch sind, sie noch nicht voll investiert sind und dem Markt neue Mittel zuführen können. Auch die Statistik gibt dem recht – viele Fondmanager sind noch nicht allzu stark investiert. Aber markttechnisch, teilweise auch in einzel-

nen Werten schon fundamental, braucht der Markt eine Korrektur. Vielleicht schlägt ja nun auch stärker als bisher die Stunde der Small Caps, von denen viele noch nicht wieder auf den Schirm der Experten zurückgekommen sind. Bleibt der gestiegene Risikoappetit der Anleger erhalten, finden sich hier sicher für so manchen erfahrenen Anleger abseits der ausgetretenen Pfade noch wahre Perlen. Der Ölpreis, die Entwicklung des Rubels und politische Maßnahmen in einzelnen Sektoren wie z.B. dem Energie- oder Düngemittelsektor bleiben hier von Bedeutung. Wesentliche Änderungen im Portfolio sind derzeit nicht geplant.

Depotwert je Aktie

Wie Sie aus der Depotaufstellung zum 31.05.2009 ersehen können, beträgt der so genannte Net Asset Value (NAV) des Wertpapier-Portfolios zuzüglich der Barreserven der KREMLIN AG insgesamt TEUR 2.685. Abzüglich von Verpflichtungen beträgt dieser bei 2 Mio. ausstehenden Aktien umgerechnet auf eine KREMLIN-Aktie auf diesen Stichtag rund EUR 1,32. 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 10. Juni 2009



Der Vorstand