

# ZWISCHENMITTEILUNG

im ersten Halbjahr 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. 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 2008. 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 2007 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

Durch die Feiertage kehrte in Moskau nach dem ereignisreichen Dezember relative Ruhe ein. Die Beobachter gingen schon zu diesem Zeitpunkt richtigweise davon aus, dass sich die diversen Machteliten auf Dmitry Medwedew als Nachfolger von Wladimir Putin geeinigt haben und dass dessen Wahl Anfang März nur noch Formsache sein sollte. Das

russische Wirtschaftswachstum 2007 fiel nach den im Januar veröffentlichten Angaben der Regierung mit 8,1% höher als erwartet aus. Am letzten Tag des Monats erhöhte die Zentralbank die Repo-Zinsen von 10% auf 10,25%, was aufzeigt, dass mit dem Kampf gegen inflationäre Tendenzen jetzt ernst gemacht werden soll.

##### Februar

Der Monat Februar stand ganz im Zeichen der für den 2. März angesetzten Wahl des russischen Staatspräsidenten, die Dmitry Medwedew erwartungsgemäß mit 70% aller Stimmen gewann. Dessen politisches Programm enthält einige interessante Akzentverschiebungen zur bisherigen offiziellen Politik. Laut Medwedew wird eine „Politik der Stärkung der vier Is“ initiiert: Institutionen, Infrastruktur, Innovationen

und Investments sollen im Mittelpunkt seiner Tätigkeit stehen. Das Bruttosozialprodukt in Russland beträgt Ende 2007 1.295 Mrd. USD und stieg damit auf USD-Basis um 31%, was z.T. auch dem schwachen Dollar geschuldet ist. Umgerechnet auf Kaufkraftparität (PPP) steht Russland damit nach den USA, China, Indien, Japan und Deutschland an 6. Stelle in der Welt.

##### März

Die Wahl von Dmitry Medwedew zum Nachfolger von Wladimir Putin war praktisch ein Non-Event, weil lange vorher schon in den Machtzirkeln des Kremls beschlossen. Medwedew machte allerdings bereits einige Akzentverschiebungen in der künftigen Politik des Kreml deutlich: der Kampf gegen die Korruption wird stärker in den Vordergrund gerückt, kleine und mittelständische Unternehmen sollen stärker gegen die Willkür der Monopole und der Bürokratie verteidigt werden. Auf wirtschaftlichem Sektor setzt sich die Erkenntnis,

dass Russland von den Auswirkungen der Subprime-Krise kaum getroffen wird, weiter durch. Wachstums- und Investmentraten sind unverändert hoch, so dass die Experten davon ausgehen, dass auch 2008 ein Wachstum von mehr als 7% erreicht wird. Allerdings beunruhigt das weiterhin hohe Tempo der Inflationsentwicklung. Im ersten Quartal betrug die Inflation 4,8%, so dass im besten Fall eine Jahresrate von etwa 11% für 2008 zu erwarten ist.



### April

Als wichtigstes Ereignis des Monats April ist wohl Wladimir Putins Wahl zum Parteivorsitzenden von „Einiges Russland“ anzusehen. Damit ist die Lage für alle anderen Parteien, seien sie nun regierungstreu wie „Gerechtes Russland“ oder oppositionell wie die Kommunistische Partei, extrem schwierig geworden. Auf außenpolitischem Gebiet war sicherlich die Nato-Tagung Anfang April von außerordentlicher Bedeutung: Die von den Amerikanern angestrebte Aufnahme der Ukraine und Georgiens in die Nato scheiterte am Veto Deutschlands und Frankreichs. Nach der Anerkennung des Kosovo durch die meisten Staaten des Westens konnte auf starken russischen Druck eine weitere Destabilisierung Eu-

ropas verhindert werden. Damit ist auch das bilaterale Verhältnis zu den Nachbarn Ukraine und Georgien zunächst etwas entkrampft. Weiterhin Sorgen bereitet hingegen auf wirtschaftlichem Sektor die „galoppierende“ Inflation, die auf Jahressicht schon 14,4% beträgt, in der zweiten Hälfte des Jahres aber laut Regierungsplanung wieder in den einstelligen Bereich fallen soll. Positiv zu vermelden ist die offensichtliche Einsicht der Regierung, dass bei stagnierender Ölproduktion steuerliche Anreize für die Exploration und Entwicklung von neuen Feldern geschaffen werden müssen. Hierzu soll in den nächsten zwei Monaten ein Diskussionsentwurf für eine Gesetzesinitiative vorgelegt werden.

## 2. Der Aktienmarkt Januar bis April 2008

### Januar

Kaum aus den Weihnachtsferien (in Russland traditionell bis zum 9.1.) zurückgekehrt, hatten die russischen Investoren sich im Januar mit den starken Kursrückgängen an den Weltbörsen auseinanderzusetzen und waren kurz darauf sogar in einem „mittleren Crash“ gefangen. Als am Montag, dem 21.1. in Europa die Dämme brachen, setzte in Russland eine drei Tage anhaltende Verkaufswelle ein, die den RTS von 2.160 auf im Tief 1.887 Punkte herunter führte (- 12,6%). Vom Hochpunkt am 12.12. bei 2.360 USD hat der

Markt damit immerhin schon 20% abgegeben, was per Definition einen Bärenmarkt bedeutet. Allerdings konnte der Index zwischenzeitlich wieder etwas von dem verlorenen Boden gutmachen, ehe er am letzten Tag des Monats erneut stark einbrach und den Januar bei 1.906,97 Punkten beendete, was einen prozentualen Monatsverlust von 16,74% bedeutete. Der RTS-2 als Index für die Mid-Caps entwickelte sich naturgemäß etwas weniger volatil, schloss den Monat aber auch mit einem Minus von 8,26% ab.

### Februar

Eine technische Erholung nach dem Januartief von 1.906 Punkten im RTS führte am 27.2. bis auf 2.096 Punkte, wo der Index wieder drehte und offensichtlich die Lows von Ende Januar/Anfang Februar noch einmal testete. Diese Entwicklung war allerdings als bloßer Reflex auf die Entwicklungen des amerikanischen Aktienmarktes und der Liquiditätsströme

zu sehen, die vor dem Hintergrund der internationalen Kreditklemme und der Rezession in Amerika verlaufen. Sichtbar wurde das unter anderem auch in der Schwäche der russischen Bankwerte, die stark gebeutelt wurden und weit unter ihren Höchstständen notierten. Dass der russische Markt durchaus ein Eigenleben führen könnte, bewiesen eine Reihe von Son-



## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2008

KREMLIN



derfällen sowie unser Small-Cap-Depot. Besonders Stahl- und Düngemittelwerte notierten sehr fest und konnten häufig über 20% zulegen, in Extremfällen notierten sie auch um 100% höher. Hier waren gestiegene Rohstoff-

### März

Im Ergebnis wenig verändert schloss der russische Aktienmarkt im März die Bücher, der RTS als Marktbarometer für den breiten liquiden Markt verlor gerade mal 0,48% und notierte am Monatsende bei 2.053,93 USD. Allerdings war der Index am 22.3. im Tiefpunkt auf unter 1.950 Punkte gefallen, konnte sich aber schnell wieder erholen. Nach wie vor gingen die entscheidenden Impulse von der amerikanischen Leitbörse aus, so dass von einem Eigenleben der russischen Blue Chips nicht wirklich gesprochen werden konnte. Dem Mid-

### April

In einer engen Bandbreite oszillierte der russische Blue-Chip-Index RTS im Berichtsmonat April, und zwar zwischen dem niedrigsten Wert von 2.052,84 Punkten am 3.4. und dem Höchstwert 2.175,92 am 18.4., was mal gerade etwas über 6% Abweichung ausmacht. Am Monatsende schloss der Index bei 2.122,5 Punkten, was einen bescheidenen Monatsgewinn in Höhe von 3,34% ausmacht. Nicht besser sah es beim Mid-Cap-Index RTS-2 aus, wo am Ende ganze 0,14% Monatsgewinn verbucht werden konnten.

Damit ist aus Sicht seit Jahresbeginn die bisherige Bilanz für Russland weiterhin mehr oder weniger ernüchternd: der RTS verlor gut 7% und der RTS-2 6%. Während Sektoren wie Kohle, Düngemittel, Stahl und Rohstoffe bedeutend besser als der Index abschneiden

preise, sehr gute Gewinnausweise sowie IPO-Pläne der Hintergrund der Abkoppelung vom allgemeinen Trend. Der RTS-2 als Index für die Mid-Caps entwickelte sich parallel zum RTS und konnte 8,26% zulegen.

Cap-Index RTS-2 erging es im März allerdings schlechter als dem breiten Markt, er verlor immerhin 5,6% und schloss bei 2.465,21 USD. Damit war aus Quartalsicht die bisherige Bilanz für Russland recht ernüchternd: der RTS verlor 10,33% und der RTS-2 6,25%. Wenn man sich allerdings die Resultate der anderen BRIC-Länder anschaut, dann stand Russland noch relativ gut da: China/ Shanghai Comp -35%, Indien/Sensex -23%, und nur Brasilien/Bovespa mit -4,2% stand zum Quartalsende besser da.

konnten, neigten besonders die Versorger, Banken, Telekommunikation und Konsumindustrie zur Schwäche.

Bei im Vergleich zum Vormonat nochmals gestiegenen Umsätzen setzte sich der Ausverkauf am ukrainischen Aktienmarkt auch im April fort. Als Gründe nennen Marktteilnehmer die global allgemein negative Stimmung sowie schwindendes Zutrauen der Anleger in den ukrainischen Aktienmarkt. Der PFTS notiert nun wieder auf Ständen, die zuletzt im Mai 2007 gesehen wurden. Auf Jahresbasis bedeutet dies einen Verlust von knapp 30%. Größtes Sorgenkind bleibt aber nach wie vor Kasachstan. Zusätzlich zu der Krise der globalen Finanzmärkte schleppt Kasachstan nach wie vor eigene Probleme mit sich herum, wie etwa eine hausgemachte Bankenkrise.



### 3. Das KREMLIN-Portfolio

#### 3.1. Entwicklung

##### 3.1.1. Small Cap Portfolio

###### Januar

Einmal mehr zeigte sich, dass die Konzentration auf relativ illiquide Aktien und „Sondersituationen“ in stürmischen Zeiten auch Vorteile haben kann. Im Januar schnitt das Small-Cap-Depot erheblich besser ab als der breite Markt. Während RTS und RTS-2 16,74% bzw. 8,26% abgaben, beliefen sich die Verluste in unserem Depot „nur“ auf 1,15% (USD-Basis). Allerdings mussten auch wir aufgrund von Panikverkäufen unerfahrener Marktteilnehmer Einbußen hinnehmen: So verlor unser Schwergewicht Juzhuralnickel immerhin 20% an Wert, dies allerdings bei extrem schmalen Umsätzen, die für die weitere Kursentwicklung nicht aussagekräftig erscheinen. Auf der anderen Seite gab es reichlich Sonderentwicklungen, die die Verluste fast wettmachen: So gewann z.B. unser Kohlewert Juzhny Kuzbass über 30% an Wert, nachdem er schon im Dezember um 7% zugelegt hatte. Erfolgreichster Wert in unserem Small Cap Portfolio war allerdings erneut

Mostotrest: Nachdem die Aktie im Dezember schon unser Spitzenreiter gewesen und um 33% auf 650 USD gestiegen war, legte der Kurs mit jedem Tag im Januar weiter zu und markierte mit 1.000 USD ein neues Hoch. Hier findet derzeit offensichtlich eine Blasenbildung statt, die durch fundamentale Bewertungsziffern nicht zu erklären ist. Wir entschlossen uns daher, die nach einem Jahr aufgelaufenen Gewinne in Höhe von fast 1,5 Mio. USD mitzunehmen. In diesem Zusammenhang sei daran erinnert, dass man beim Timing (Kauf wie auch Verkauf) auch mal Glück haben muss. So wie z.B. bei unserem Ausstieg bei der Sberbank (zuletzt die Hälfte unserer Position zu 4,21 USD im Oktober 07; inzwischen steht die Aktie bekanntlich bei 3,60 USD) und beim Einstieg in AFK Sistema, wo wir gerade noch vor dem rasanten Kursanstieg aus dem 4. Quartal 2007 eine Position aufbauen konnten.

###### Februar

Der Februar 2008 brachte unserem Small Cap Portfolio die drittbeste Monatsperformance der Unternehmensgeschichte. Der Rekord liegt im August 2005 bei 27,5%, das zweitbeste Ergebnis war im September 2004 bei 22,6%. Dieses Mal konnte das Depot auf USD-Basis immerhin um 14,78% zulegen und performte damit fast doppelt so stark wie die russischen Indizes. Unser Starperformer im abgelaufenen Monat war die Aktie von Dorogobush, einem Düngemittelhersteller, der als Konzerntochter von Akron von den IPO-Vorbereitungen der Mutter im Kurs um gut 140% nach oben katapultiert wurde. Ebenfalls von IPO-Gerüchten beflügelt wurden die

Tochterunternehmen von Mechel. Zwar konnte unser Schwergewicht Juzhuralnickel (+12,6%) nur bedingt davon profitieren, aber das Kohleunternehmen Juzhny Kuzbass stieg um weitere 50% im Kurs und notiert nun schon über 100 USD. Auch die Eisenerzmine Korschnovskiy GOK legte von 2.380 auf 3.475 um mehr als 1.000 USD zu. Und da Investmentbanken die Miningassets von Mechel gerüchelteweise mit 20 Mrd. USD bewerten, sind hier weitere Kurssteigerungen vorprogrammiert. Die IBS-Group meldete sehr starke 9-Monatszahlen und eine optimistische Guidance für das Gesamtjahr (Umsatz-, EBITDA- und Nettogewinn-Steigerungen zwischen 40 und



## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2008

KREMLIN



60%) und bekräftigte die Absicht, ihre IT-Service-Tochter in der zweiten Hälfte des Jahres an die Börse zu bringen. Im Verlauf des

Berichtsmonats verstärkten wir durch Zukäufe unsere Positionen bei Korshunovsky GOK und beim Düngemittelhersteller Ammofos.

### März

Den März beendeten die meisten Positionen des Small-Cap-Portfolios im negativen Territorium, manche sogar im zweistelligen Prozentbereich. Generell kann das als gesunde Korrektur bei den in den letzten Monaten schnell hoch gelaufenen Werten bezeichnet werden. Besonders betroffen waren natürlich die Starperformer des Vormonats wie Dorogobuzh St. (-23% vs. +142% im Vormonat) und Vz (-18% vs. +82% im Vormonat), Juzhny Kuzbass (-12% vs. +55% im Vormonat) und Korschunovsky GOK (-17% vs. +46%). Gegen den Trend entwickelten sich positiv: die Düngemittelhersteller Ammofos und Kuybyshev Azot, die beide zwischen 13% und 15%

zulegen konnten, und IBS, die immerhin noch etwas mehr als 6% dazu gewinnen konnten. Käufe oder Verkäufe wurden von uns im Berichtszeitraum nicht vorgenommen, allerdings verließ die Vorzugsaktie von Norsioil unser Depot, da wir diesen Wert im Rahmen eines Squeeze-Out abgeben mussten. Der Gewinn betrug immerhin ca. 270.000 USD oder auf den Ausgangswert umgerechnet 77%. Im Ergebnis musste unser Depot einen Verlust in Höhe von 5,27% verzeichnen, was auf den ersten Blick im Vergleich mit dem RTS-2 (-5,6%) noch erträglich ist, durch den starken Dollarverfall auf Euro-Basis mit -8,53% jedoch schon etwas mehr schmerzt.

### April

Im Berichtszeitraum April korrigierten die meisten der im Vormonat übermäßig stark zurück gekommenen Werte ihre negative Tendenz: Besonders erfreulich verhielten sich die Mechel-Töchter Juzhny Kuzbass und Korschunovsky GOK, die beide über 40% zulegen konnten und von der positiven Konjunktur bei Kohle und Eisenerzen profitierten. Aber auch die zuletzt schwachen Dorogobuzh Stämme und Vorzüge konnten ihre Schwächeperiode überwinden und legten überproportional (+29,4% bzw. +7,1%) zu. Hinzu kam bei die-

sen Werten im letzten Monat die Bekanntmachung einer Dividendenzahlung in Höhe von 8 Cent, was für unser Portfolio immerhin gut 120.000 USD brutto ausmachen dürfte. Allerdings muss der Vorstandsbeschluss noch von der Hauptversammlung abgesegnet werden. Die übrigen Werte lagen leicht im Plus oder leicht im Minus. Insgesamt konnte unser Small-Cap-Depot einen Zugewinn von etwa 6,14% erzielen und sich positiv von der Entwicklung im RTS (+3,3%) und RTS-2 (+0,1%) absetzen.

### 3.1.2. Opportunity Portfolio

#### Januar

Unsere kasachischen Aktien zeigten ein gemischtes Bild: Während European Minerals und Oriel Resources trotz leichter Kursverluste im Januar weiterhin im Plus notierten, weiteten sich die Verluste bei Steppe Cement und Max Petroleum aus. Insbesondere Max bleibt unser

Sorgenkind: Hier hat die Berufung eines neuen Managements bisher noch nicht für eine Umkehr des Negativtrends gesorgt. Die Ukraine dagegen erwies sich im Januar als erstaunlich krisenresistent: von ihrem Alltime High mit 1.208 Punkten am 15. Januar gab die ukrai-



## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2008



nische Börse PFTS nur etwa 9% nach. Daher notieren die meisten unserer ukrainischen Werte noch gut im Plus, lediglich Dniproble-

### Februar

Die ukrainische Börse durchlief im Februar eine Seitwärtsbewegung. Der PFTS schloss mit 1.102 Punkten um lediglich 5 Punkte unter seinem Wert am 1. Februar. Unsere ukrainischen Werte vollzogen diese Bewegung mehr oder weniger identisch nach. Die größten Veränderungen gab es bei MotorSich, die sich von hohem Niveau aus um 4,75% auf 1.552 UAH verbilligten, und Khartsyzsk Tube Works, die um 4,69% auf 3,35 UAH zulegen konnten und sich damit genau auf Jahreseinstandkurs bewegten. Unsere kasachischen Aktien dagegen zeigten im Februar eine starke Performance: Max Petroleum legten – allerdings von

### März

Nachdem der ukrainische Aktienindex PFTS sich in den ersten beiden Monaten des Jahres sehr robust gezeigt hatte, musste er im Laufe des März doch größere Verluste in Höhe von 10,8% hinnehmen. Besonders unser Starperformer Motor Sich gab kräftig nach (-15,3%). Kremenchuk Milk Plant dagegen konnte von den steigenden Milchpreisen profitieren und legte um 10,4% zu. Wie die russischen Stromerzeuger schwächelten auch unsere ukrainischen Versorger Zahidenergo (-6,6%) und Dniprooblenergo (-18,3%). Unter den kasachischen Aktien konnte erneut Oriël Ressour-

### April

Wie schon im Vormonat kam der ukrainische Aktienindex im April empfindlich unter die Räder. Neben dem allgemein schwierigen Marktumfeld mag dafür verantwortlich sein, dass sich der ukrainische Aktienmarkt in den ersten beiden Monaten des Jahres als äußerst robust erwiesen hatte und die internationalen Turbulenzen so gut wie gar nicht nachvollzo-

nergo zeigte sich erneut schwächer. Unsere Perle im Ukraine-Portfolio bleibt MotorSich mit gut 150% Kursgewinn seit Mai 2007.

ihrem nach den kräftigen Kursverlusten der vergangenen Monate sehr tiefen Niveau – um gut 20% zu. Hier scheint das neue Management endlich Vertrauen am Markt zu finden. Oriël Ressources sprangen nach Übernahmegerüchten durch die Mechel-Gruppe um 45% nach oben. Steppe Cement, unser Wert aus der kasachischen Baubranche, profitierte von einer Zusage der kasachischen Regierung, mit einem 4 Mrd. USD schweren Hilfsfond neben der Finanz- vor allem die Bauindustrie zu unterstützen; Steppe Cement stieg daraufhin um knapp 30%. European Minerals schloss nahezu unverändert.

ces unter dem Eindruck der Übernahmespekulationen durch Mechel um 9% zulegen. Steppe Cement zeigt sich gegenwärtig äußerst volatil: Die Aktie gab einen Teil ihrer im Februar gewonnenen Gewinne von 30% ab und verbilligte sich um 20%. Die Aktie von Max Petroleum ist in eine Seitwärtsbewegung eingeschwenkt, aus der sie wohl erst gute Nachrichten zur Exploration der lizenzierten Erdölfelder werden befreien können. Der Aktienkurs von European Minerals kam im März aufgrund von Problemen mit der Jahresabschlussprüfung unter Druck.

gen hat. Die damit längst überfällige Korrektur erwischte die Ukraine und damit auch unser Portfolio umso heftiger. Alle Portfoliowerte verloren im zweistelligen Bereich, Khartsyzsk Tube Works am heftigsten mit 28,62%. Unser Top-Performer MotorSich gab mit 11,50% am wenigsten ab. Unser Kasachstan-Portfolio, das in den vergangenen Monaten, auch aufgrund



## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2008



von Sonderbewegungen, am schwersten gebeutelt war, scheint das Größte hinter sich zu haben. Lediglich European Minerals gab 22,25% ab. Hier enttäuschten weniger die am 14.4. vorgelegten Zahlen zum Geschäftsjahr 2007, sondern die Ankündigung der Übernahme von Lero Gold, einer Explorationsgesellschaft für Gold und Basismetalle, die einige Frühphasenprojekte in Kirgisistan und Kasachstan betreibt. Trotz einer moderaten

Übernahmepremie von 9% auf den Aktienkurs von Lero wurde die Übernahme offenbar von Anlegern eher kritisch beurteilt. Wir bleiben weiter investiert, da wir langfristig erhebliches Upside-Potenzial sehen. Auch das Investmenthaus Aton hat eine Kaufempfehlung ausgesprochen. Unsere übrigen kasachischen Aktien konnten zulegen, am stärksten Max Petroleum mit 17,34%.

### 3.1.3. Large Cap Portfolio

#### Januar

Entsprechend dem Gesamtbild im RTS gaben unsere Bluechips auf breiter Front zwischen 10% und 20% nach. Vor dem Hintergrund unserer Langfrist-Strategie ordneten wir diese

Entwicklung allerdings als noch nicht als kritisch ein, so dass wir keinen Handlungsbedarf gesehen haben.

#### Februar

Der RTS 1 konnte sich im Februar um etwas mehr als 8% erholen. Unsere Bluechips performten noch etwas besser und schlossen insgesamt mit 8,88% im Plus ab. Damit haben sie exakt 50% der Verluste aus dem Januar wieder aufgeholt. Die Entscheidung des Vormonats, nicht auf die Kursverluste zu reagie-

ren, erwies sich damit als richtig. Die beste Monatsperformance erreichte dabei unter den Ölwerten Tatneft mit 29%. Norilsk Nickel konnte von einer Kaufempfehlung der Citigroup sowie von Gerüchten über eine angestrebte Mehrheitsbeteiligung des Aluminiumriesen RusAl profitierten und stieg um 24%.

#### März

Der RTS schloss Ende März nahezu unverändert. Allerdings konnte die Entscheidung der Regierung, ab 2009 die Steuern für die Ölgewinnung zu senken, die Ölwerte befeuern. Diese Änderung der bisherigen Politik gegenüber der Ölindustrie erscheint dringend notwendig, da bei der jetzigen Abgabengestaltung bei den Unternehmen wenig Neigung herrscht, in die Exploration neuer Felder zu investieren. Entsprechend konnten unsere Öllaktien Boden gutmachen: Insbesondere

Lukoil (+14,8%) und Rosneft (+10,5%) waren gesucht. Schwach waren die Versorger Mose-nergo (-10,7%) und RAO UES (-11,2%); dagegen konnte der staatliche Telekombetreiber Uralsvyazinform (+15,1%) kräftig zulegen, nachdem Mitte März das Konglomerat AFK Sistema Interesse an einem Einstieg bekundet hatte. Unser Dauerbrenner Norilsk Nickel gab von seinen im Laufe der letzten Monate angesammelten hohen Gewinnen leicht ab (-2,4%).



## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2008



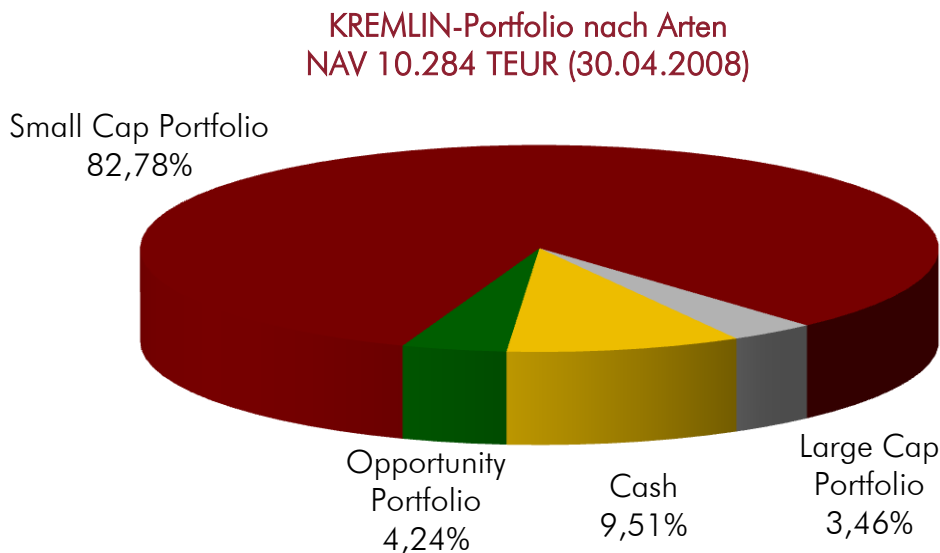
### April

Zwar konnte sich der Blue Chip Index RTS im April um 3,34% erholen, auf Jahresbasis blieb aber ein Minus von 7%. Die Entwicklung in unserem Large Cap Portfolio war uneinheitlich. Eine Reihe von Werten, teilweise aufgrund von Sonderbewegungen, schloss mit leichten bis größeren Kursverlusten. Top-Performer

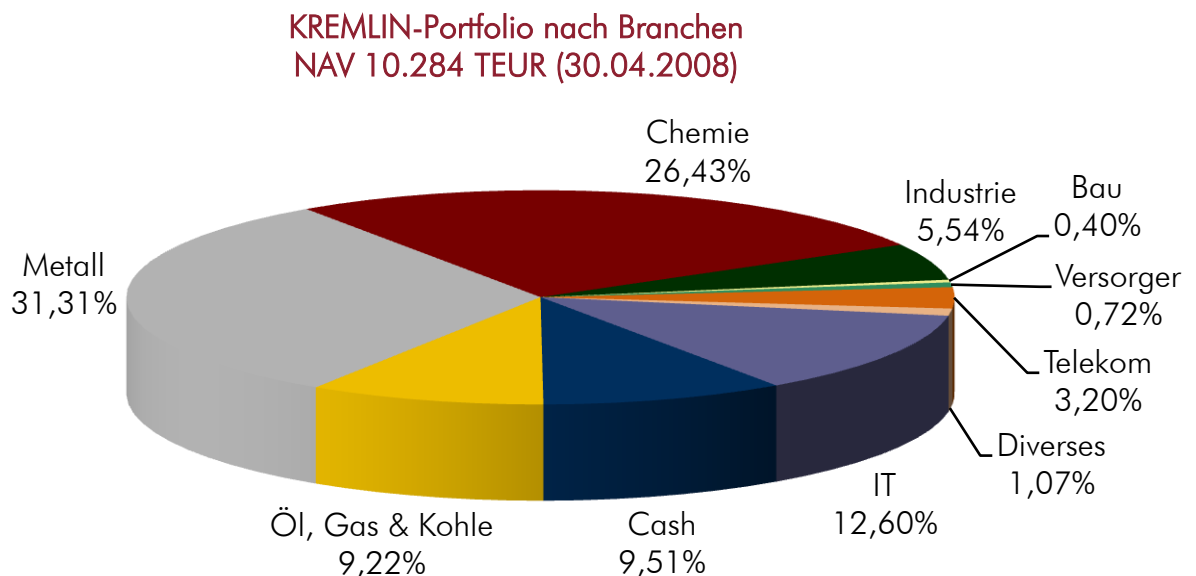
waren dagegen Rosneft mit 8,86% und Lukoil mit 6,26% Kursgewinn. Wir verkauften RAO UES und Mosenergo aufgrund der Verkaufsempfehlung unseres Investmentberaters FINAM wegen schlechter werdender Aussichten für diese beiden Werte.

### 3.2. KREMLIN-Depot zum 30. April 2008

#### 3.2.1. Nach Arten



#### 3.2.2. Nach Branchen





## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2008



### 3.2.3. Die zehn größten Positionen

Die 10 größten Positionen im Depot der KREMLIN AG zum 30.04.2008	
Juzhuralnickel	15,00%
IBS Holding	10,21%
Korshunovski GOK	9,21%
Dorogobuzh St.	8,56%
Bashkir Nefteprodukt VZ	7,67%
Juzhny Kuzbass	4,48%
Ammofos	3,92%
MASZ	3,74%
AFK Sistema locals	2,50%
OAO Sitronics	2,39%

### 3.3. Depotwert je Aktie

Wie Sie aus der Depotaufstellung zum 30. April 2008 ersehen können, beträgt der sog. Net Asset Value (NAV) des KREMLIN Wertpapierportfolios auf diesen Stichtag TEUR 10.284. 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 Fondsmanager beziehungsweise Broker oder Depotbanken. Da einige von uns gehaltene Aktien, mit Ausnahme derjenigen in den russischen Börsensegmenten RTS 1 und 2, nicht regelmäßig gehandelt werden, ist nicht gewährleistet, dass sämtliche angegebenen Werte jederzeit realisiert werden können.

## 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 je Aktie, ersichtlich im NAV zuzüglich Bankguthaben und abzüglich Verbindlichkeiten, veränderte sich von EUR 5,15 zum 1. Januar 2008 auf EUR 5,22 zum 30. April 2008 und hat sich bis zum heutigen Berichtszeitpunkt nicht in nennenswertem Umfang verändert. Die Entwicklung über die Monate zeigt nachfolgende Übersicht:



## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2008



Zeitpunkt	Depotwert Mio. EUR	NAV je Aktie EUR
1. Januar 2008	10,9	5,15*
31. Januar 2008	10,5	4,96*
28. Februar 2008	11,5	5,50
31. März 2008	10,6	5,05
30. April 2008	10,3	5,22

\* Angepasst an das Ergebnis der steuerlichen Betriebsprüfung

Die Fixkosten der Gesellschaft im Berichtszeitraum liegen in absoluten Zahlen auf dem Niveau des entsprechenden Vorjahreszeitraums.

In den variablen Kosten ist die Prämie des Asset Managers enthalten, die weitestgehend an der Entwicklung des Portfolios ausgerichtet ist.

### 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 Wertzu-

wachs des KREMLIN-Portfolios dar. Der USD hat im Rahmen seiner langfristigen Abwertungstendenz gegenüber dem Euro im Berichtszeitraum um weitere 4,1% nachgegeben. Die Parität der Rubels gegenüber dem Euro war dagegen im Berichtszeitraum relativ stabil und hat sich nur um rund 1,8% verschlechtert.

### 6. Jahresabschluss 2007 und Dividendenvorschlag

Der Aufsichtsrat der KREMLIN AG hat in seiner Sitzung am 4. April 2008 den Jahresabschluss 2007, der einen Jahresüberschuss von TEUR 2.181 (Vj. TEUR 1.162) ausweist, und den Lagebericht gebilligt. Damit sind der Jahresabschluss und der Lagebericht für das Geschäftsjahr 2007 der KREMLIN AG festgestellt. Die Einstellung in den elektronischen Bundesan-

zeiger erfolgte am 11. April 2008. Weiterhin haben Vorstand und Aufsichtsrat beschlossen, der Hauptversammlung, die voraussichtlich am 27. Juni 2008 in Hamburg stattfinden wird, vorzuschlagen, für das abgelaufene Geschäftsjahr 2007 eine Dividende je Aktie von EUR 0,40 (im Vorjahr: EUR 0,50) und damit insgesamt TEUR 800 auszuschütten.

### 7. Personelle Veränderungen

Mit Wirkung zum 1. Januar 2008 wurde Axel Pothorn zum neuen Vorstand ernannt. Neuer Aufsichtsratsvorsitzender ist Dag Graupner.

Ausgeschieden zum Jahresende 2007 sind Jörn Schmidt als Vorstand und Andreas Kluxen als Aufsichtsratsvorsitzender.



## Zwischenmitteilung im ersten Halbjahr 2008

KREMLIN



### 8. Voraussagen für die kommenden Monate

Es sieht weiterhin so aus, als ob ein – gesunder – Rückgang des russischen Blue-Chip-Indexes RTS auf 1.700-1.800 Punkte nicht Wirklichkeit werden will. Da ein Decoupling des russischen Marktes von den globalen Märkten auch für die nächsten Monate nicht zu erwarten ist, hängt das weitere Schicksal des Marktes mehr vom S&P und den asiatischen Märkten ab, als von den der russischen Volkswirtschaft immanenten Tendenzen.

Nach dem starken Sell-off in der Ukraine dürfte alsbald eine kräftige Gegenbewegung ans-

tehen. Mittelfristig sollte aber auch für die Ukraine die weltweite Kursentwicklung von Bedeutung sein. Allerdings sind viele ukrainische Werte zumindest für Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont zu ausgesprochen interessanten Bewertungen zu haben.

Von weiteren Engagements in Kasachstan sehen wir bis auf Weiteres ab, wenngleich wir die bestehenden Positionen sozusagen als Basisinvestment in diesem grundsätzlich hochinteressanten Land halten.

Hamburg, den 13. Mai 2008



*Axel Pothorn*

Vorstand