

# ZWISCHENMITTEILUNG

im zweiten 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 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 2009. 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 2009 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

##### Juli

In wirtschaftspolitischer Hinsicht zeigte sich der Juli als relativ ereignisarmer Monat. Für positive Nachrichten sorgte Ministerpräsident Putins Aussage, er erwarte, dass die russische Wirtschaft bereits im kommenden Jahr wieder auf Wachstumskurs komme. Für 2010 erwarte er einen BIP-Zuwachs, wenn dieser auch bescheiden ausfallen werde. Gleichwohl prognostizierte das russische Finanzministerium, dass das BIP in 2009 um bis zu 8,5 Prozent fallen und sich die Wirtschaftskrise noch eine Zeit lang negativ auf die Staatsfinanzen auswirken wird. Die Rohstoffpreise blieben in diesem Monat auf einem für Russland akzeptablen Niveau, wenngleich der Ölpreis in der

ersten Hälfte des Julis auf nahe 60 USD pro Barrel signifikant zurückging, bevor er sich im weiteren Monatsverlauf wieder der 70-Dollar-Marke näherte. Dies sorgte auch dafür, dass die Gold- und Devisenreserven aufgrund geringerer Deviseneinnahmen aus den Ölverkäufen in der ersten Monatshälfte um mehr als 14 Mrd. USD auf 398 Mrd. USD zurückgingen und erst zum Ende des Monats wieder auf 402 Mrd. USD stiegen. Dennoch bleibt damit die Staatskasse weiterhin relativ gut gefüllt, jedenfalls sieht das Szenario der finanziellen Situation Russlands für 2009 und 2010 wesentlich positiver aus, als es internationale Prognosen vor einigen Monaten noch darstellten.

##### August

Das Ereignis, das die Märkte im Berichtsmonat am stärksten prägte, war die Havarie des zum börsennotierten Stromkonzern RusHydro gehörenden sibirischen Wasserkraftwerks Sajano-Schuschen-skoje am 17. August, bei der 75 Menschen ums Leben kamen. Sajano-Schuschenskoje ist eines der größten Wasserkraftwerke der Welt mit einer Gesamtleistung von mehr als 22 Gigawattstunden pro Jahr.

Der Unfall wurde vom Markt als weiterer Beleg für die Überalterung der russischen Infrastruktur gewertet und befeuerte sowohl im In- als auch im Ausland die Diskussion über die Gefahren technischer Katastrophen, die von Russland ausgehen und die Notwendigkeit einer nachhaltigen Modernisierung des Landes.

Sowohl Präsident Medwedew als auch Premierminister Putin kündigten an, der Erneuerung

der russischen Infrastruktur höchste Priorität einzuräumen.

Allerdings dürfte der Spielraum für Investitionen in naher Zukunft nicht besonders groß sein. Zwar hat sich die wirtschaftliche Lage Russlands im August weiter gebessert: die Zahl der Arbeitslosen ist gegenüber dem Hoch im Februar 2009 weiter leicht rückläufig, die Industrieproduktion nimmt Monat für Monat wieder leicht zu und auch die Währungsreserven konnten im August auf 409 Mrd. USD weiter steigen. Dennoch betonte Wirtschaftsminister Kudrin, dass das für 2009 geplante Haushaltsdefizit 7% des Bruttoinlandsproduktes nicht übersteigen solle und daher kein Geld für weitere Investitionsmaßnahmen zur Verfügung stehe.



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2009



Angesichts steigender Öl- und Rohstoffpreise könnten die Einnahmen des Staates die ursprünglichen Prognosen jedoch noch signifi-

kant übersteigen und den Investitionsspielraum in 2010 wieder vergrößern.

### September

Im September verbesserten sich die Wirtschaftsdaten für Russland weiter. Aufgrund der weiterhin stabilen Inflationsrate von unter 10% konnte die russische Zentralbank den Refinanzierungssatz auf 10,5% zurücknehmen und dadurch die seit Monaten auch in Russland stark eingeschränkte Kreditvergabe positiv beeinflussen. Auch der Rubel zeigte im September Stärke: Er verteuerte sich im Laufe des Monats von 37,6 auf 36,1 RUB gegenüber dem USD/EUR-Währungskorb. Gleichzeitig erhöhten sich auch die internationalen Währungsreserven der Zentralbank von 409 auf 412 Mrd. USD, vornehmlich natürlich getrieben vom weiterhin stabilen Rohölpreis, der sich im September zwischen 65 und 71 USD pro Barrel bewegte und auf diesem Niveau den russischen Ölkonzernen ordentliche Gewinnmargen und dem internationalen Reservefonds hohe Zuflüsse bescherte. Zwar bleibt die Situation Russlands in Bezug auf die Industrieproduktion und Arbeitslosenzahlen immer

noch kritisch, dennoch ist auch hier offenbar Licht am Ende des Tunnels zu sehen: so war bei der Industrieproduktion im September zum ersten Mal in diesem Jahr wieder eine leichte Zunahme zu verzeichnen.

Die Aussagen von Premierminister Putin, der Staat wolle in der gegenwärtigen ökonomischen Situation die Privatisierung von Unternehmen vorantreiben und sich in erheblichem Umfang von Staatsbeteiligungen an den großen russischen Konzernen trennen, erregte großes Interesse. Ziel dieser Maßnahmen soll es sein, das Staatsdefizit zu senken und russische Unternehmen für ausländische Kapitalgeber attraktiver zu machen. Sollte die russische Regierung diese Ankündigung in die Tat umsetzen, wäre dies allerdings ein starkes Signal in Richtung internationaler Investoren, denen der Staat in der Vergangenheit eher die kalte Schulter gezeigt hatte.

### Oktober

Die Erholung der russischen Wirtschaft schritt im Oktober weiter voran. Obwohl die Zahlen zur Industrieproduktion und zur Arbeitslosigkeit noch immer unbefriedigend sind, gab es doch klare Zeichen der wirtschaftlichen Verbesserung: So stieg etwa der Index des russischen Dienstleistungssektors PMI auf den höchsten Stand seit Ausbruch der Finanzkrise. Auch senkte die russische Zentralbank erneut die Zinsen – zum neunten Mal in Folge – auf nun 9,5%. Die Prognosen zum russischen Leistungsbilanzdefizit gingen auf -8,4% zurück.

Die Inflationsrate lag auf Monatsbasis bei 0%, was eine Inflation für 2009 von unter 10% erwarten lässt. Die internationalen Gold- und Währungsreserven der russischen Zentralbank

sind infolge des gegenüber dem Rubel und Euro gesunkenen US-Dollars sowie des gestiegenen Ölpreises und des historisch hohen Preises für Gold im Oktober signifikant um mehr als 20 Mrd. USD auf 432,8 Mrd. USD gestiegen.

Bemerkenswert in wirtschaftspolitischer Hinsicht war zudem, dass die von Präsident Medwedew und Premier Putin geäußerten Ideen zur Umstrukturierung der russischen Ökonomie hin zu mehr Diversifikation und Privatwirtschaft offenbar keine Lippenbekenntnisse sind, sondern es auf Seiten der politischen Führung den festen Willen zur Umgestaltung gibt. So soll nach den im Oktober auf verschiedenen Anlässen geäußerten Worten Medwedews die



Rohstoffabhängigkeit schon bald der Vergangenheit angehören, das Ziel sei eine Innovations- und Hightech-Ökonomie, auch wurde ein umfangreiches Privatisierungsprogramm angekündigt, das nicht nur die großen russischen Konzerne, sondern insgesamt mehr als 5.000

Unternehmen betreffen soll. Die Finanzkrise könnte sich dadurch, wie von vielen Beobachtern erhofft, als Katalysator für einen Wandel in der wirtschaftspolitischen Ausrichtung Russlands erweisen.

## 2. Der Aktienmarkt Juli bis Oktober 2009

### Juli

Der russische Aktienmarkt erlebte im Juli wie üblich eine Sommerflaute. Bei dünnen Umsätzen wechselte das Sentiment der Anleger von negativer Stimmung Anfang des Monats zu positiver Einstellung in den letzten beiden Juliwochen. Die Volatilität im RTS war relativ hoch: von 977 Punkten ging es bis Mitte Juli auf 835 Punkte nach unten, um danach bis Monatsende auf 1.017 Punkte zu steigen – dies alles hauptsächlich getrieben von Vorgaben der internationalen Aktienmärkte und dem

daraus folgenden stark schwankenden Ölpreis, der dem RTS die Richtung vorgab. Die guten Nachrichten hinsichtlich des Bruttoinlandsprodukts und der Industrieproduktion wirkten sich ebenfalls positiv auf die Börsenstimmung in der zweiten Monatshälfte aus. Der RTS 2 nahm einen in etwa gleichen Verlauf wie der RTS: von 860 Punkten hinunter bis auf die 800er Marke, von dort ab Mitte Juli hinauf bis auf 893 Punkte zum Monatsultimo.

### August

Aufgrund fehlender wirtschaftspolitischer Signale war am russischen Aktienmarkt der August weitgehend von schwachen Umsätzen geprägt, zeigte jedoch eine leicht positive Gesamttendenz. Eine positive Dynamik des Ölmarktes wirkte hier als Stütze für den Markt. Der Unfall am Wasserkraftwerk Sajano-Schuschenskoje ließ den RTS zwischenzeitlich

unter die 1.000-Punkte-Marke rutschen und hatte insbesondere für die Aktie von RusHydro einen Verlust von mehr als 20% zur Folge. Insgesamt verbuchte der RTS Index ein Monatsplus von 4,8%. Der RTS-2 konnte mit +8,7% deutlich besser performen als der Bluechip-Index.

### September

Nach einem eher schwachen August zeigte sich der russische Aktienmarkt wieder in sehr guter Verfassung und konnte eine starke Performance ausweisen. Der Bluechip-Index RTS stieg um 17,6%, der Midcap-Index RTS-2 konnte sogar um 25,8% zulegen. Beide Indizes markierten im September ihre Jahreshöchststände: der RTS bei 1.254 Punkten, der RTS-2 bei 1.221 Punkten. Für den russischen Aktienmarkt galt das, was für alle internationalen Finanzplätze zutraf: Die weltweite Liquidität

suchte rentable Anlageziele, der zunehmende Risikoappetit der Anleger sorgte dafür, dass immer mehr Geld in Aktien investiert wurde. Der schwächelnde US-Dollar macht Rohstoffe und Rohstoff dominierte Aktienmärkte wie den russischen besonders attraktiv. Und da die Schwergewichte des russischen Aktienmarkts bereits stark gestiegen waren, suchten immer mehr Investoren Anlagemöglichkeiten abseits der Bluechips, was zu der wesentlich besseren Performance des RTS-2 führte.



### Oktober

Der russische Aktienmarkt entwickelte sich im Berichtsmonat im Kontext der weltweiten Kursaufschwünge und im Zuge eines offenkundig wieder gestiegenen Risikoappetits der internationalen Investoren zunächst sehr positiv. Am stärksten gefragt waren die russischen Bluechips: Der RTS-1 stieg von 1.254 Punkten bis zum 26. Oktober bis auf 1.476 Punkte, um dann aber in den letzten Tagen des Oktober infolge eines sich eintrübenden Sentiments signifikant – um fast 10% – zu korrigieren und bei 1.348 Punkten oder einem Plus von im-

merhin noch 7,49% den Monat zu beenden. Der RTS-2 als Index für die mittelgroßen Gesellschaften blieb etwas hinter dem RTS zurück und beendete – ebenfalls nach einer kräftigen Korrektur in den letzten Handelstagen – den Oktober mit einer Performance +5,8%. In der Betrachtung der Entwicklung seit Jahresanfang hat der RTS-2 den Bluechip-Index allerdings klar outperformt: Während für den RTS zum Stichtag 31. Oktober ein Plus von 113% verbucht werden kann, sind es beim RTS-2 sogar 135,7%.

## 3. Das KREMLIN-Portfolio

### 3.1. Entwicklung

#### 3.1.1. Small und Mid Cap Portfolio

### Juli

Die Small Caps zeigten sich mit einem insgesamt leichten Minus von 0,7% sichtlich schwächer als der liquidere Index RTS-2. Zwar gingen erneut die Spreads zwischen Geld- und Briefkursen einiger Portfolio-Unternehmen stark zurück, was auf eine weitere Beruhigung des Sektors hinweist; allerdings nahm die Liquidität in vielen Small Cap Unternehmen auch wieder etwas ab. Die Bewegungen waren nicht auf nennenswerte Neuigkeiten zurückzuführen, der Markt im Small Cap Bereich blieb recht leblos. Am deutlichsten war das bei Dorogobuzh, einem unserer Schwergewichte im Portfolio, bemerkbar: der Kurs der Stammaktien ging ohne jegliche negative Nachricht

aus dem Unternehmen um knapp 19% zurück. Auch in Hinsicht auf die Übernahme von Bashkirnefteprodukt durch AFK Sistema gab es keine News. Wir trennten uns bei anziehenden Kursen von einem Teil unserer Vorzugsaktien von Bashkirnefteprodukt, da die Situation hier unklar bleibt. Ebenfalls verkauft haben wir einen Teil unserer Position von Juzhuralnickel auf recht attraktivem Preisniveau. Zudem stießen wir unsere Position des Zinkproduzenten Chelyabinsk Zink und des Argrarwertes Black Earth Farming ab, da uns die mittelfristigen Aussichten beider Unternehmen nicht überzeugen.

### August

Im August entwickelten sich die Werte unseres Small Cap Portfolios mehrheitlich recht gut, allerdings kam bei einigen Aktien erneut kein Umsatz zustande, auch gingen bei diesen Aktien teilweise die Geldkurse etwas zurück bzw.

die Spreads vergrößerten sich wieder, was die Gesamtperformance des Portfolios verminderte. Insgesamt wies unser Small Cap Portfolio eine Monatsperformance von 3,9% auf. Die Aktie von Dorogobuzh war mit einem Plus von



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2009



27% der Bestperformer unter unseren Small Caps. Der Wert ist fundamental günstig, die Quartalsergebnisse für das 2. Quartal des Jahres waren gut und obwohl der Wert auch seine Schwächemomente hat, die in manch einem Monat den Wert ins Negative drehen, entdecken immer mehr Investoren die Aktie als Nachholwert. Wir trennten uns dennoch im Berichtsmonat nach der guten Performance von einem kleinen Teil unserer Dorogobuzh-

Stammaktien, um den Wert im Portfolio nicht zu schwer werden zu lassen. Ebenfalls gut entwickelten sich Juzhuralnickel mit +8,5%, Juzhnyi Kuzbass mit +13,5% und Uralelectromed mit +13,7%. Unklar bleibt weiterhin die Situation um die baschkirischen Ölgesellschaften und unsere Aktie von Bashkirnefteproduct. Hier blieb unsere Taktik der Wahl weiterhin, die Sachlage intensiv zu beobachten.

### September

Für unser Small und Mid Cap Portfolio war der September mit einer Performance von knapp 25% – und somit nur ein wenig schlechter als der marktbreitere RTS-2 – ausgesprochen erfreulich. Wie bereits erwähnt, suchen immer mehr Anleger Chancen in der 2. und 3. Reihe, was sich insbesondere bei einigen Werten bemerkbar machte, die in der Krise überproportional verloren hatten. So konnte etwa Sitronics um 65% zulegen, der Kohlewert Juzhnyi Kuzbass konnte sich sogar mit einer Performance von 115% mehr als verdoppeln. Ebenfalls verdoppelt hat sich die Kupfermine

Uralredmet, wengleich die Performance dieses relativ illiquiden Werts nur auf der Basis von Geldkursen zustande kam. Erfreulich gestaltete sich auch die Performance der Aktien der Versorger-Holding MRSK, die wir im September kauften. Immerhin 27% konnte der Wert innerhalb von gut 2 Wochen zulegen. Weiterhin gibt es jedoch eine Reihe von Aktien, die unter Nichtbeachtung bzw. einer starken Illiquidität leiden und die starke Performance anderer Werte in der Portfolio-Gesamtpformance verwässern.

### Oktober

Der Small Cap Bereich entwickelte sich im Berichtsmonat weiterhin positiv, allerdings gab es bei einigen Werten, die im September Bestperformer waren, im Oktober am RTS keine Handelstätigkeit, wodurch beispielsweise unser Schwergewicht Dorogobuzh auf Basis des Geldkurses um mehr als 11% niedriger notierte. Auch Juzhnyi Kuzbass büßte – nach starkem Anstieg im September – in Folge von

Gewinnmitnahmen um fast 14% ein. Erfreulich waren dagegen die weitere starke Performance von AFK Sistema mit einem Monatsplus von 19%, Juzhuralnickel mit +20% und dem Bestperformer IBS mit einem Kursplus von 24%. Auch unsere neuen Positionen aus dem Mid Cap Bereich, MRSK und Volgatelecom zeigten sich mit +18% bzw. +11% sehr positiv.

### 3.1.2. Large Cap Portfolio

#### Juli

Unser Large Cap Portfolio zeigte sich im Juli mit einem hauchdünnen Plus von 0,4% etwas schwächer als der marktbreitere RTS mit +3,1%. Zwar lag der überwiegende Teil unse-

rer Blue Chips im Plus, aber größere Positionen wie Gazprom, Tatneft und Rostelekom Stämme und Vorzüge zeigten sich schwach. Am besten performten Lukoil mit +7,5% und



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2009



Rosneft mit +6,8%, am schlechtesten Tatneft mit -7,4% und Rostelekom Vorzüge mit -26,7%. Allgemein waren die Bewegungen von dünnen Umsätzen geprägt, wodurch ins-

besondere bei Rostelekom aufgrund fehlender Käufer der doch relative hohe Abschlag entstand.

### August

Unser Large Cap Portfolio zeigte sich mit +9% deutlich besser als der RTS. Dabei outperformte die Vorzugsaktie von Rostelecom mit einem Plus von mehr als 35% alle anderen RTS-Werte deutlich. Aber auch Transneft und Tatneft konnten mit 28% bzw. 21,7% eine sehr erfreuliche Entwicklung nehmen, hier herrschte

offensichtlich Nachholbedarf in der relativen Performance zum Gesamtmarkt in den vergangenen drei Monaten. Die übrigen Blue Chips des Portfolios bewegten sich mehr oder weniger im Einklang mit der Performance des Gesamtindex.

### September

Unser Bluechip-Portfolio lief weiterhin gut, wenngleich es im September hinter dem Index zurückblieb und lediglich 10,4% Performance ausweisen konnte. Top-Werte waren Rosneft mit einem Plus von 22,2% und Transneft mit einem Gewinn von 28,7%. Dagegen schwächelte insbesondere die Stammaktie von Rostelecom, die unter Verkaufsgerüchten leidet sowie unter der bevorstehenden Entflechtung des nationalen Telekommunikationssektors.

Die Chancen dieser Entflechtung wollen wir uns zunutze machen und kauften im September Aktien des regionalen Telco-Unternehmens Volgatelecom. Zudem stockten wir unsere Position in Uralsvyazinform auf. Darüber hinaus scheinen die Vorzugsaktien von Rostelecom auf der Basis der gegenwärtigen Kurse noch Potenzial zu haben, hier kauften wir ebenfalls zu.

### Oktober

Im RTS war der Oktober der Monat der Werte hinter den Bluechips. Während unsere Portfolio-Schwergewichte wie Gazprom, Rosneft oder Norilsk Nickel mit +1,5%, +1,3% und +5,2% nur mäßig performten, konnten Werte wie Surgutneftegaz Vorzüge mit 18,5% und Rostelecom Vorzüge mit gar +36% den Index klar outperformen, aufgrund ihrer Gewichtung in unserem Portfolio nicht allzu viel zu einer besseren Gesamtperformance beitragen. Die lag im Oktober bei +5,2% und blieb somit hinter dem breiteren Gesamtindex etwas zurück. Die Dynamik, die derzeit bei den Telco-

Werten durch die Spekulationen über die Entflechtung des Telekommunikationssektors zu sehen ist, zeigte sich neben Volgatelecom und Rostelecom Vz auch bei Uralsvyazinform, unserem dritten Telco-Wert, so dass das KREMLIN-Portfolio an einer möglichen weiteren oder sogar zunehmenden Aufwärtsdynamik entsprechend stark partizipieren sollte. Dagegen trennten wir uns von unseren Rostelecom Stammaktien, da hier im Zuge dieser Entflechtung kein Aufwärtspotential mehr zu sehen ist.



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2009

KREMLIN



### 3.1.3. Opportunity Portfolio

#### Juli

Auch an der ukrainischen Börse war der Handel im Juli eher schwach. Und wie in Russland folgte auch hier der Trend den internationalen Vorgaben.

Dennoch wurde die Anlegerstimmung in der Ukraine positiv von der Tatsache beeinflusst, dass nach dem schweren Rückgang seit Herbst die Industrieproduktion bereits zwei Monate in Folge ein nachhaltiges Wachstum aufwies. So stieg im Juli das Wachstum um 3,2% gegenüber Juni. Bereits im Juni hatte die Industrieproduktion 3,1% gegenüber Mai zugenommen. Der PFTS legte auf Monatsbasis

um 2,9% auf 423 Punkte zu. Unser Teilportfolio Ukraine zeigte mit einem Plus von 2,6% eine leicht positive Tendenz im Einklang mit dem Index. Klarer Outperformer war erneut Motor Sich mit einer Performance von 9,2% aufgrund weiterhin positiver Auftragslage im Helikoptermotorengeschäft.

Unsere kasachischen Aktien zeigten sich im Juli leicht schwächer als im Vormonat. Am besten schnitt Steppe Cement mit einem Kursgewinn von 5,1% ab. Hier zog die Nachfrage nach Zement durch eine etwas bessere Lage auf dem Bausektor wieder an.

#### August

Die ukrainische Börse zeigte sich im August bei insgesamt schwacher Handelstätigkeit ebenfalls freundlich. Der PFTS legte auf Monatsbasis um 10,9% auf 469 Punkte zu. Unsere Portfoliowerte konnten diese Performance aufgrund einer sehr starken Entwicklung bei Motor Sich und Dniprooblenergo (+31,9% bzw. +33,8%) mit einer Gesamtperformance von 14,6% noch übertreffen. Allerdings trübte sich im August die wirtschaftliche Lage der Ukraine wieder etwas ein. Der Internationale Währungsfonds zeigte sich enttäuscht von der Haushaltsdisziplin der ukrainischen Regierung

und mahnte Ende August stärkere Einsparbemühungen an. Auch spitzte sich der politische Machtstreit im Vorfeld der im Januar 2010 bevorstehenden Parlamentswahlen weiter zu.

Ebenfalls recht positiv verlief der Monat für unsere kasachischen Aktien. Am besten schnitt erneut Steppe Cement mit einem satten Kursgewinn von 21,9% ab. Hier gab es ein besser als erwartetes Halbjahresergebnis zu vermelden, zudem zog die Nachfrage nach Zement weiter an.

#### September

Die ukrainische Börse erlebte eine kräftige Hausse. Der PFTS konnte um knapp 18% zulegen und markierte ein Jahreshoch bei 553 Punkten. Seit Jahresbeginn gewann damit der ukrainische Aktienmarkt trotz enorm ungünstiger wirtschaftlicher und politischer Rahmenbedingungen fast 90% hinzu. Von dieser beeindruckenden Entwicklung partizipierten auch unsere Positionen wie etwa MotorSich mit einem Monatsplus von 26% oder Kremenschuk Milk Plant mit gar +412%, hier

allerdings nur auf Basis des Geldkurses.

Bei den kasachischen Aktien ist mit dem zurückgekehrten Risikoappetit vieler Anleger ebenfalls wieder eine kräftige Belebung zu verzeichnen, allerdings gleichzeitig eine hohe Volatilität und regelmäßige kräftige Rücksetzer wie etwa bei Max Petroleum mit -32% ohne nennenswerte News. Stärkster Wert war der Zementhersteller Steppe Cement mit +30,5% Performance im September.



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2009

KREMLIN



### Oktober

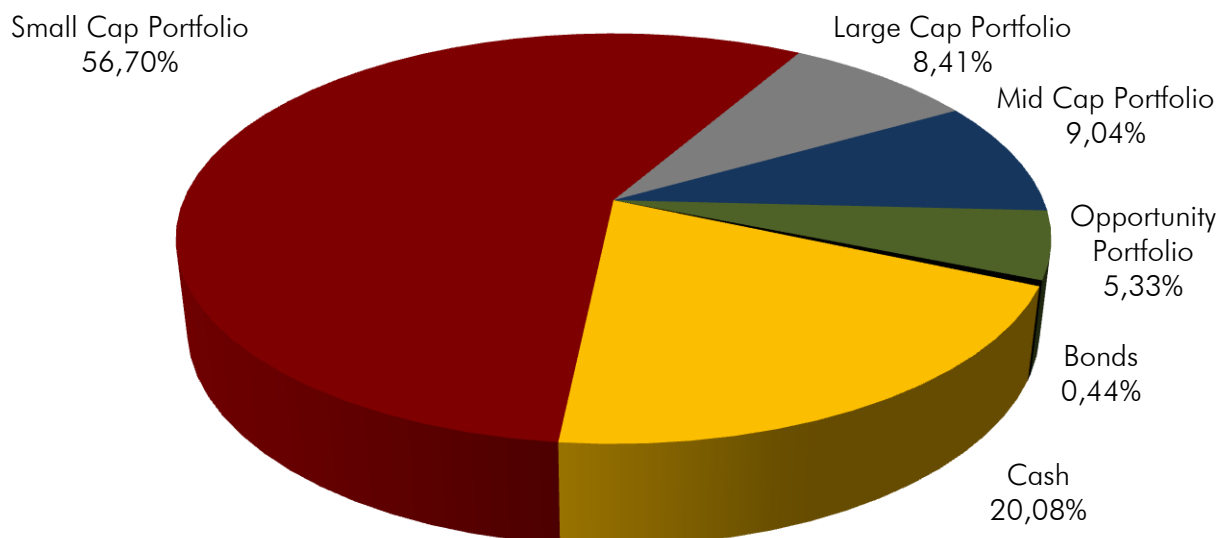
Auch an der ukrainischen Börse war der Oktober weniger ein Monat der Schwergewichte, sondern eher der etwas kleineren und etwas unbekannteren Bluechips. So konnte etwa Khartsyzsk Tubeworks, der zweitgrößte ukrainische Röhrenhersteller mit einem Monatsplus von mehr als 11% aufwarten. Motor Sich, unser einziges wirkliches Schwergewicht des ukrainischen Aktienmarkts blieb mit +5% etwas hinter der Gesamtperformance des PFTS von +7% zurück. Allerdings war Motor Sich in den beiden vorangegangenen Monaten bereits exzellent gelaufen, so dass die „Verschnaufpause“ des Wertes verständlich ist. Vergleichsweise schlecht performte dagegen unsere zweitgrößte Position Zahidenergo mit

lediglich einem hauchdünnen Plus von 0,8%. Positiv ist insgesamt hervorzuheben, dass nicht nur die Umsätze an der ukrainischen Börse signifikant gestiegen sind, sondern die Liquidität auch abseits der großen Namen wieder zunimmt. Bei fast allen Werten an der Börse Kiew war im Oktober mehr noch als im September wieder Handelstätigkeit zu vermelden.

Unsere kasachischen Aktien waren im Oktober nach sehr gutem Vormonat sämtlich im Minus. Derzeit konzentrieren sich die Anleger im Bereich Kasachstan eher auf die Finanzwerte bzw. grundsätzlich auf andere Aktienmärkte als den kasachischen.

### 3.2. KREMLIN-Depot zum 31. Oktober 2009 (NAV TEUR 3.155)

#### 3.2.1. Nach Arten



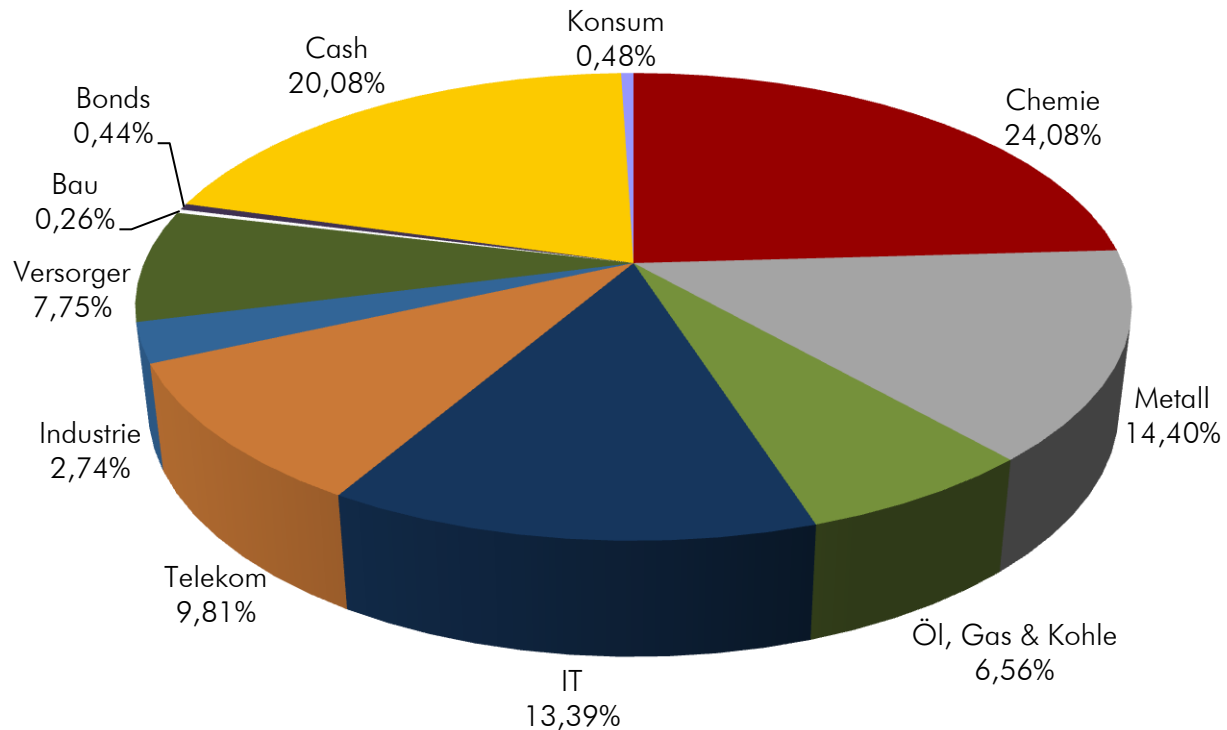


## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2009

KREMLIN



### 3.2.2. Nach Branchen



### 3.2.3. Die zehn größten Positionen

Die 10 größten Positionen im Depot der KREMLIN AG zum 31.10.2009	
Dorogobuzh St.	8,57%
IBS Holding	11,11%
Bashkir Nefteproduct Vz.	9,38%
Juzhuralnickel	8,26%
MRSK Holding	6,60%
AFK Sistema	4,03%
KuibyshevAzot	3,43%
Motor Sich	2,74%
Volgatelecom	2,44%
Uralsvyazinform	2,37%

### 3.3. Depotwert je Aktie

Wie Sie aus der Depotaufstellung zum 31.10.2009 ersehen können, beträgt der so genannte Net Asset Value (NAV) des Wertpa-

pier-Portfolios zuzüglich der Barreserven der KREMLIN AG insgesamt TEUR 3.155. Abzüglich von Verpflichtungen beträgt dieser bei



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2009



2 Mio. ausstehenden Aktien umgerechnet auf eine KREMLIN Aktie auf diesen Stichtag rund EUR 1,56.

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 RTS-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 zu Zeitwerten, ersichtlich im NAV zuzüglich Bankguthaben und abzüglich Verbindlichkeiten veränderte sich von Mio. Euro 2,599 zum 30. Juni 2009 auf Mio. Euro 3,155 zum 31. Oktober 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
30. Juni 2009	2,599	1,30
31. Juli 2009	2,616	1,29
31. August 2009	2,668	1,31
30. September 2009	3,053	1,51
31. Oktober 2009	3,155	1,56

Die Verwaltungskosten der Gesellschaft konnten durch die seit Beginn der Finanzkrise Ende 2008 eingeleiteten Kostenreduzierungsmaßnahmen des Vorstands im Berichtszeitraum um 35% oder TEUR 162 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum gesenkt werden. 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 2009 ergibt, der abzüglich des Verlustvortrags zu einem Bilanzgewinn im oberen sechsstelligen Bereich führen wird.



### 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 Wirtschaftskrise gegenüber dem Euro relativ stark zeigte, hat im Zeitraum zwischen 1. Juli und 31. Oktober um 4,65% zum Euro abgewertet. Dagegen zeigte der Rubel sich im Berichtszeitraum wieder etwas fester und verteuerte sich um 1,85% gegenüber dem Euro.

### 6. Voraussagen für die kommenden Monate

Auch wenn immer mehr Marktteilnehmer an eine Korrektur glauben, ist der Trend am russischen Aktienmarkt weiterhin positiv. Nach zwei starken Monaten könnte sich die Dynamik im November allerdings etwas abschwächen. Aufgrund der exzellenten Gesamtperformance des russischen und ukrainischen Marktes seit März besteht die Möglichkeit, dass Fondsmanager in größerem Umfang Gewinne realisieren bzw. den Aktienanteil im Portfolio reduzieren. Anzeichen dafür sind bereits in den ersten Novembertagen zu beobachten: Der Markt tendiert uneinheitlicher, die Minuszeichen sich häufen sich und nicht jeder schwache Tag wird zum Nachkauf genutzt.

Auch kann nicht verleugnet werden, dass der russische Aktienmarkt mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2010 von durchschnittlich 14 eine recht ambitionierte Bewertung erreicht hat. Sollte eine Korrektur im November kommen, ist die große Frage wie jedes Jahr die, ob es eine Jahresendrallye geben wird. Derzeit kann man durchaus annehmen, dass das Pulver für eine weitere starke Aufwärtsbewegung noch reicht. Sollten die internationalen Kapitalströme in Richtung Russland anhalten, etwa weil die klassischen westlichen Märkte einfach nicht genug Rendite abwerfen, so sehen die Perspektiven für eine weitere Hausse über eine Jahrendrallye hinaus durchaus rosig aus.

Doch was kommt danach? Die Frage, wie sich die internationalen Märkte in 2010 entwickeln, ist vom heutigen Standpunkt aus die interessantere und schwieriger zu beantwortende. Die Belastungsfaktoren sind alle bekannt. Weiterhin sind hohe Arbeitslosen- und niedrige Konsumzahlen in Russland, aber vor allem in den westlichen Industrienationen Hauptbelastungsfaktoren einer nachhaltigen wirtschaftlichen Erholung. Dies wird voraussichtlich zumindest bis ins Jahr 2010 so bleiben. Auch ein vor dem Hintergrund eines negativen wirtschaftlichen Ausblicks erstarkender US-Dollar wird Druck auf die Rohstoffpreise und die Emerging Markets – in Russland somit in doppelter Weise – ausüben.

Als wahrscheinlichstes Szenario sehen wir eine kräftige Korrektur im November und eine daraufhin aufgrund der mehrheitlichen positiven Wachstumsaussichten der Weltwirtschaft und der weiterhin vorhandenen immensen Liquidität einsetzende kräftige Aufwärtsbewegung zum Jahresende hin, da Investoren den möglichen Rückschlag zum Aufbau oder Ausbau ihrer Positionen nutzen werden. Darüber hinaus könnten von einem weiteren Kursaufschwung die Nebenwerte überproportional partizipieren, da Anleger am russischen Aktienmarkt zunehmend Chancen abseits der 1. Reihe suchen und viele kleinere Werte noch



## Zwischenmitteilung im zweiten Halbjahr 2009



immer stark überverkauft sind. Dies sollte auch für die Small Caps im KREMLIN Portfolio weiteres Wertaufholungspotenzial bieten.

Hamburg, den 10. November 2009



*Axel Pothorn*

Vorstand