

Vostok
Nafta
Investment
Ltd

Årsredovisning

2008

Innehåll

03	Verkställande direktören har ordet
05	”Vad hände med den globala råvarusupercykeln?”
11	Vostok Naftas aktieportfölj
14	Black Earth Farming
15	RusForest
16	Tinkoff Credit Systems
17	Fallstudie: Utsikter för konsumentkrediter i Ryssland
22	TNK-BP
23	Kontakt East Holding
25	RusHydro
26	Kol
29	Priargunsky
30	UMMC
31	Transneft
32	Ryska sektorn för anläggningsmaterial
35	Ukraina
37	Övriga innehav
40	Vostok Nafta-aktien
42	Företagsinformation
44	Flerårsöversikt
46	Styrelse, koncernledning och revisorer
48	Förvaltningsberättelse
51	Resultaträkningar – koncernen
51	Balansräkningar – koncernen
52	Förändringar i eget kapital – koncernen
52	Kassaflödesanalys – koncernen
53	Finansiella nyckeltal – koncernen
53	Resultaträkning – moderbolaget
54	Balansräkning – moderbolaget
54	Förändringar i eget kapital – moderbolaget
55	Noter till bokslutet
73	Revisionsberättelse
74	Bolagsstyrningsrapport
79	Styrelsens rapport om intern kontroll avseende finansiell rapportering
81	Förkortningar och termer som förekommer i årsredovisningen

Månatlig substansvärdesberäkning

Vostok Nafta publicerar månatligen ett beräknat substansvärde, vilket utkommer senast den tionde varje månad. Denna information publiceras i form av en pressrelease samt på företagets hemsida www.vostoknafta.com.

Finansiell information för räkenskapsåret 2009

Företaget kommer att publicera följande rapporter:
Delårsrapport för första kvartalet:

[20 maj 2009](#)

Delårsrapport för första halvåret:

[19 augusti 2009](#)

Delårsrapport för de första nio månaderna:

[18 november 2009](#)

Bokslutskommuniké:

[17 februari 2010](#)

Offentliggörande av årsredovisningen:

[April 2010](#)

Årsstämma 2009:

[14 maj 2009](#)

Årsstämma 2010:

[Maj 2010](#)

2008?

Ett händelserikt år. "Volatilt" räcker inte ens för att börja en beskrivning av det år som gått. Den ryska marknaden inledde året med att utvecklas betydligt bättre än de flesta andra av världens aktiemarknader, vilket bland annat berodde på ett rekordhögt oljepris – bara för att under mitten av sommaren vända ner på ett ytterst dramatiskt vis. Jag tror inte att någon kunde ha förutspått snabbheten och magnituden i höstens fall i värderingen av samtliga tillgångar. Sett i backspeglarna är det alltid enkelt att göra rätt affärer. När man står mitt uppe i händelseutvecklingen är det lite svårare. När oljepriset, och även den ryska tillgångsmarknaden, toppade under sommaren 2008 hade kreditmarknaderna redan varit i ett bedrövligt skick under ett års tid. Vad som till slut utlöste den globala ekonomins, och därefter också aktiemarknadernas, kollaps har redan analyserats utförligt och kommer helt säkert att vara ämnet för många rapporter under de närmaste åren.

Vi var positiva till oljeprisutvecklingen på grund av den rådande och stundande utbudssituationen (och vi fortsätter att vara så), men misslyckades att förutse omfattningen av kollapsen i efterfrågan på olja – som berodde på en fallande global BNP. Lägg till detta vår tro på att Ryssland faktiskt rör sig i rätt riktning när det gäller reformområden som det legala systemet, ägarstyrning samt ekonomin – och att vi ansåg att aktiemarknadens värderingar inte till fullo reflekterade detta och ni har en bakgrund till att vi inte såg någon anledning att gå ur vår portfölj som helhet – vilket framstår som det enda vettiga att ha gjort när vi nu ser händelseutvecklingen i backspeglarna.

Med det sagt var vi dock oroade för en stundande överhettning i Ryssland, delvis som en följd av en negativ realräntenivå. På grund av detta, samt på grund av att värderingarna kommit att bli en smula

för höga på vissa håll, skaffade vi fram cirka 140 miljoner USD genom att sälja delar av vår energikolsportfölj. Delar av dessa försäljningsintäkter satte vi i arbete i vad vi anser vara en mycket bra långsiktig investering i form av aktier i Tinkoff Credit Systems. Vi köpte också, tillsammans med vår partner Kinnevik, ut Kontakt East från börsen. Dessutom ökade vi också på våra positioner i Black Earth Farming, Steppe Cement, Priargunsky och Caspian Oil Services – för att nämna några bolag. Dessa förvärv kom att stoppas upp helt i takt med att höstens totala globala kollaps uppenbarade sig.

En betydande summa pengar fanns kvar på vår balansräkning, vilket bidrog till att vi kunde hantera bolagets belåningshävstång. Vi ökade också våra likvida medel genom att ta upp skuld som var efterställd de existerande banklånen. Vi har nu fattat beslut om en ny finansiell strategi för bolaget. Istället för att, som under de senaste fem åren, ha en belåning i vår portfölj om mellan 15 och 20 procent kommer vi framgent att arbeta helt utan belåning. Det beror inte på att vi inte längre tror på potentialen i vår portfölj. Till och med tvåsiffriga räntesatser är ekonomiskt försvarbart för våra aktieägare, då vi förväntar oss en betydligt högre avkastning i vår investeringsportfölj. Det är snarare de krav som bankerna ställer på oss genom sina lånevillkor som gör att vi fattat beslutet att arbeta utan hävstång i form av belåning. Bankerna som skulle kunna låna ut pengar till oss vill att vi endast ska investera i de riktigt stora och likvida bolagens aktier, medan vår affärsidé är att vara investerade i små och medelstora bolag samt i onoterade sådana – där vi byggt upp en kapacitet för att kunna addera värde. Detta i kontrast till stora och likvida bolags aktier, vilka våra aktieägare kan analysera och äga direkt, utan vår hjälp. En hävstång i form av belåning är helt enkelt inte förenligt med vår affärsidé just nu.

2009?

Givet den osäkerhet som råder kring omfattningen av den globala cykliska nedgång som vi nu befinner oss i är det nödvändigt att vara ödmjuk kring tidpunkten för en återhämtning på den ryska marknaden. Men, trots det måttet av ödmjukhet är Ryssland rätt plats att vara på. Den ryska staten är obelånad, konsumentsektorn har en låg belåning och bolagssektorn har en normal belåning (till skillnad mot fler andra delar av Östeuropa). Myndigheterna har devalverat den ryska rubeln till ett korrekt värde och kommer med största sannolikhet att agera igen om oljepriset åter skulle vända ner. De är också beredda att investera sin kassareserv för att stötta ekonomin. Om reserverna inte används nu – när ska de då användas? De utländska direktinvesteringarna i Ryssland fortsätter: Carrefour investerar 100 miljoner USD i stormarknader i regionen Krasnodar (Sochi), och har enligt ihärdiga rykten siktet inställt på att förvärva 75 procent av den noterade stormarknadskedjan Seventh Continent (med ett börsvärde om cirka 500 miljoner USD). Siemens har just undertecknat ett avtal med RosAtom kring kärnkraft.

Men, viktigast av allt: *ryska tillgångar är billiga*. Priset i relation till intjäningen, till de bokförda värden, till tillgångarna är lågt. Värderingarna framstår som attraktiva, såväl på en relativ som absolut basis. Intjäningen förbättras med fallande kostnader och en fallande kostnadsbas då såväl PPI som värdet på den ryska rubeln kommit ner. Som alltid är det dock nödvändigt att koppla ihop dessa låga värderingar med de risker som är förknippade med investeringarna. När man gör det blir risk-reward ration i många fall helt enkelt inte tillräckligt intressant. Det är här som Vostok Nafta och vår affärsidé kommer in i bilden. Vi är övertygade om att vi har kapacitet att begränsa många av de vanligaste riskerna och därigenom förbättra risk-rewardnivåerna till en investeringsbar nivå.

Verkställande direktören har ordet

När vi nu blickar vidare in i 2009 tror vi att oljepriset kommer att återhämta sig (om än bara till den modesta nivån om cirka 70 USD per fat). Mest intressant är dock det faktum att oljepriset äntligen har bottnat. Detta är avgörande för att rubeln ska kunna försvara sitt nuvarande värde, vilket i sin tur kommer att innebära att rubelkreditmarknaderna öppnas upp igen. Den likviditetspress som vi upplevde i Ryssland under den senare delen av 2008 och inledningen av 2009 var tillräckligt allvarlig för att vissa ägare skulle strunta i att leva upp till sin tidigare höga standards med avseende på ägarstyrning, vilket ledde till en situation där hela marknaden kom att bli behäftad med en högre riskpremie. Detta kommer att avta under 2009. En högre upplevd politisk risk har också bidragit till att höja marknadens riskpremie. Även denna utveckling kommer att vändas under 2009, då relationerna mellan Ryssland och USA börjar tina och det står klart att Ryssland inte kommer att bli föremål för några folkliga uppror à la Ukraina eller Georgien. Till och med relationerna mellan Ryssland och Ukraina tycks vara på väg att förbättras, vilket troligtvis kommer att bli än tydligare efter det Ukrainska presidentvalet i december i år.

Sammantaget kommer allt detta att leda till en situation där värderingarna återhämtar sig. Inte till de nivåer som rådde när oljepriset under sommaren 2008 låg kring 140 USD, men tillräcklig för att Ryssland ska kunna bli en av världens bästa aktiemarknader under 2009. Tillgångsklassen krediter har redan börjat röra sig uppåt när jag skriver detta. Sedan kommer vi att få se hur de största och mest likvida bolagens värderingar kommer upp, och slutligen de mindre likvida bolagen. Denna sista del är den som kommer att röra sig mest när marknaden befinner sig i en hausse, och det är också den del som fallit oproportionerligt mycket på grund av tvångsförsäljningar, stora skillnader mellan köp- och säljkurser samt en

generellt sett lägre likviditet.

För att marknaderna som helhet ska återhämta sig, och röra sig över de senaste årens högsta noteringar, behöver vi inte bara ha en ökad säkerhet kring hur allvarlig den nuvarande cykliska nedgången kommer att bli utan också se ett visst ljus i slutet av tunneln när det kommer till en återgång till en värld i tillväxt. För Ryssland och för Vostok Nafta är råvarusektorn mycket viktig, och på ett naturligt sätt sammankopplad med den globala tillväxten. Läs gärna vad jag tycker är en mycket intressant diskussion med vår ordförande Lukas Lundin och en grupp ekonomer längre fram i denna rapport.

Vår strategi kommer att vara den samma som tidigare, även om vi i enlighet med vad som beskrivits ovan nu har en ny finansiell strategi. Bolagen i vår portfölj är i gott skick, och enligt vårt sätt att se det är de idag extremt lågt värderade. Vi kommer att vara kräsna och opportunistiska när det gäller nya investeringar. Dessa kommer att ske i små och medelstora bolag, samt i onoterade tillgångar. Vi har reducerat antalet anställda vid vårt kontor i Moskva för att anpassa kostnadskostymen till den mindre portföljstorleken. Detta ska på intet sätt ses som att vi rör oss bort från investeringar i onoterade tillgångar. Vi kommer även fortsättningsvis att kunna utnyttja de resurser som krävs för att analysera, genomföra och hantera tidskrävande investeringar, men dessa resurser kommer att tas in på projektbasis snarare än att vara anställda på heltid. Jag är övertygad om att Vostok Naftas affärsidé och portfölj står fortsatt starka. 2009 kommer att bjuda på många utmaningar, men också möjligheter. Potentialen är enorm – och Vostok Nafta är här för att ta vara på den.

Per Brilioth
Verkställande direktör

Verkställande direktören har ordet

Så sent som sommaren 2008 talade människor fortfarande om en global supercykel för råvaror. Visst, metallpriserna hade redan fått mycket stryk efter att de tidigare nått rekordhöga nivåer efter en uppgång som varat med än fem år. Men samtidigt sköt oljepriset i höjden, och kom i närheten av ännu en magisk nivå när ett fat olja betingade snuddande nära 150 USD – allt medan analytiker och experter över hela världen tävlade i att höja sina målpriser för världens mest eftertraktade energikälla. Skulle vi få se oljan på 200, 300 eller till och med 500 USD/fat?

Som vi alla är smärtsamt medvetna om vid tiden för slutförandet av denna rapport har de brutala effekterna av den globala ekonomiska nedgången och den nuvarande finanskrisen lett till ett dramatiskt fall för alla råvarupriser, såväl för metallerna som för oljan – men också priset på jordbruksprodukter och nästan alla andra realtillgångar har klappat ihop. I syfte att förstå mer om vad som hänt med den tidigare supercykeln i råvaror såsom olja, koppar, zink och nickel – och vilka möjligheter det finns för att efterfrågan på dessa tidigare så eftertraktade råvaror ska återhämta sig – beslutade vi oss för att ta initiativ till en diskussion med några av de individer som varit verksamma inom den globala råvarusektorn och/eller finansindustrin under de senaste decennierna.

Så, en tidig morgon sent i mars 2009 (mindre än en vecka innan den årsredovisning publicerades) träffade Robert Eriksson, Head of Investor Relations hos Vostok Nafta dessa tre herrar i New York:

[Lukas H. Lundin](#), ordförande i Vostok Nafta och flera andra bolag inom "The Lundin Group of Companies" – samtliga dessa bolag som är aktiva inom de globala olje- och gruvsektorerna. Lukas Lundin är utbildad petroleumingenjör och har närmare 30 års erfarenhet från The Lundin Group of Companies och har varit den drivande kraften bakom en lyckosam utbyggnad av olje- och gruvprojekt över hela världen, samtidigt

som han varit involverad i ett stort antal mångmiljardaffärer inom dessa sektorer. The Lundin Group of Companies består idag av ett drygt 15-tal företag med ett sammanlagt börsvärde om mer än 5 miljarder USD, eller drygt 40 miljarder SEK.

[Thomas A. Schmitt](#) har tillbringat mer än 15 år inom oljeindustrin, som anställd av Arco (nu en del av BP) innan han 1996 blev anställd vid AllianceBernstein i New York, där han tjänstgjorde som Global Head of Energy and Natural Resources för divisionen Growth Equities och som North American/Natural Resource Analyst samt U.S. Research Director. Thomas Schmitt lämnade AllianceBernstein 2008 för att starta en egen hedgefond – Taum Sauk Capital Management. Han har en Bachelor of Science i Chemical Engineering från the Missouri University of Science and Technology och en MBA från Harvard University. [Al Breach](#) arbetade i Ryssland under 11 år från 1996. Där var han ekonom och analysansvarig vid bankerna Brunswick UBS/UBS och Goldman Sachs efter det att han inledde sin Rysslandskarriär hos den regeringsanknutna tankesmedjan RECEP. Han har författat ett antal verk om Rysslands ekonomi och är flitigt citerad. Al Breach är grundare och managing partner för thebrowser.com, en global tjänst för nyheter, kommentarer och bokrekommendationer som är en del av den nya vågen av digitala medier. Han har en Master of Science i makroekonomi från London School of Economics och en Master of Arts i matematik med filosofi från the University of Edinburgh.

Tanken med den två timmar långa diskussionen är att vi ska få lära oss mer om de extraordinära tider som nu råder i råvarusektorn och vad de innebär för supercykelteorin, samt att försöka ge en ökad förståelse för vilka krafter det är som kommer att forma utvecklingen inom dessa sektorer under de kommande åren.

[Jag vänder mig först till dig, Lukas Lundin. Vad händer med den globala råvarusupercykeln?](#)

"Jag är en övertygad anhängare av supercykelteorin. Jag var övertygad för sex år sedan, och det är jag fortfarande. Men, jag har aldrig tidigare haft så mycket fel som jag haft under det senaste året. Den efterfrågeminskning som inträffade under den senare delen av 2008 och början av 2009 tog oss på sängen, vi såg inte detta komma eftersom vi var för fokuserade på de utbudsproblem som särskilt oljeindustrin står inför" säger Lukas och fortsätter:

"Vi har just nu den här korrigeringen i den breda marknaden, en global cyklisk nedgång som förstärks av finanskrisens effekter – men jag tror att detta bara är en temporär korrektion i en uppåtriktad cykel som så småningom kommer att komma tillbaka och vara under många år."

[Enligt Lukas Lundin kommer den nuvarande situationen med extremt nedpressade råvarupriser, som i vissa fall rasat mer än 70 procent under de senaste 12 till 18 månaderna, att lägga grunden för nästa fas i en längre cykel med historiskt höga priser.](#)

"Det vi ser just nu, och det gäller inom alla sektorer där vi är verksamma, är ett dramatiskt fall i investeringar. Hur smärtsam den här processen än är måste vi gå igenom den för att vi ska kunna anpassa utbudet till efterfrågan på kort sikt. Samtidigt är det viktigt att förstå vad den här utvecklingen betyder för den långsiktiga utbudssituationen när det gäller olja och metaller. Bristen på investeringar och svårigheten att återstarta den produktion som nu stängs ner innebär att vi ovillkorligen kommer att behöva kämpa hårt för att möta efterfrågan på längre sikt. Baserat på det är jag – även om de senaste årens supercykel nu gått in i en period med ett temporär läge av 'force majeure', och även om det är svårt att förutspå vad som kommer att hända under de kommande veckorna och

"Vad händer med den globala råvarusupercykeln?"

månaderna – övertygad om att vi kommer att se högre priser över hela linjen inom ett år eller så – när alla inser att världen inte kommer att stanna upp totalt.”

Al Breach ger sitt stöd åt Lukas argumentation för högre priser och pekar på den roll som vi i västvärlden fortfarande spelar på världens råvarumarknader.

”Det råder ingen tvekan om att dagens globala ekonomiska situation gått mycket hårt åt västvärldens efterfrågan på samtliga råvaror, och eftersom vi i väst fortfarande är de dominerande konsumenterna har detta lett till det dramatiska prisfall som vi nu ser. Det är sant att efterfrågan från Kina, Indien och andra tillväxtmarknader är en allt viktigare faktor när det gäller prisbildningen för såväl metaller som olja, men faktum är att vi i väst ännu ett tag kommer att vara de viktigaste aktörerna på dessa marknader”, säger Al Breach.

”USA konsumerar knappt 25 procent av den olja som produceras i världen, och när vi ser hur mer än 5 procent av efterfrågan från de amerikanska konsumenterna försvinner kommer det helt klart att få dramatiska kortsiktiga effekter på oljepriset.”

Vi har hört hur både Lukas och Al talar sig varma för en fortsättning på supercykeln så snart den globala ekonomiska situationen förbättras. Är du Thomas en lika stark anhängare till teorin om en supercykel för råvaror?

”Det är svårt att inte vara det på lång sikt. Det finns helt klart en del siffror som man kan använda sig av för att bevisa att supercykeln så småningom kommer att komma tillbaka med full kraft. Sammantaget konsumerar världen 31 miljarder fat olja per år, vilket är mer olja än vad som finns i USA:s totala reserver. Vi behöver ersätta reserver motsvarande ett USA varje år. Ett annat sätt att se på situationen är att det största oljefält som upptäckts under de senaste 25 åren är

Kashagan i Kazakstan – men det har ändå inte mer än 15 miljarder fat i reserver”, säger Thomas Schmitt.

”När man tittar på den typen av siffror så är det uppenbart att vi inte har tillräckligt mycket långsiktigt utbud för att kunna möta någon efterfrågetillväxt. Den negativa faktorn på kort sikt, och det är en situation som kan bestå ett tag – kanske under ett par år, är först och främst den allmänna ekonomiska utvecklingen. Vi måste också ta med i beräkningen att oljemarknaden inte är en fri marknad eftersom en stor del av efterfrågan är mycket oelastisk då människor i de flesta länder inte betalar ett marknadsmässigt pris för oljebaserade produkter som bensin. Om USA, eller för den delen Kina, rör sig mot en verklighet med en högre skattesats – vilket är en idé som tycks ha ett visst politiskt stöd här i USA – är det något som potentiellt skulle kunna förändra efterfrågedynamiken en hel del. Den amerikanska efterfrågan på olja skulle faktiskt kunna falla som ett resultat av det. Jag är inte säker på att det verkligen kommer att inträffa, men det är ett hot på kort sikt. På lång sikt råder det dock ingen tvekan om att oljepriset kommer att vara betydligt högre än det är idag”.

”Om vi skulle få en kortsiktig uppgång i oljepriset från dagens nivåer skulle vi också kunna få se möjliga policyförändringar här i USA – för att få oss att använda mer naturgas som energikälla, särskilt för tung utrustning. Vi har en utmärkt infrastruktur för gas, och vi skulle kunna få se en sådan växling från bensin/diesel till gas under de kommande tio åren om oljepriset återigen skjuter i höjden på samma sätt som det gjorde under 2007 och 2008.”

”Det fina med oljan sett ur ett prisperspektiv är att man bränner den – och när man har bränt den kan den inte återskapas. Problemet med koppar, stål och andra metaller är att de varar för evigt, eftersom man kan återvinna dem. Om vi tittar på kopparsidan så återanvänds cirka 30 procent. Jag tycker att olja

är en bättre story sett ur ett fundamentalt perspektiv än metallstoryn. Du kan ha en ganska hälsosam oljemarknad även när den ekonomiska miljön är svag, medan jag tror att det verkligen behövs en global återhämtning för att metallpriserna ska kunna återhämta sig på ett mer betydande sätt – särskilt med tanke på att metallmarknaderna är mer Asienstyrda än oljemarknaden.”

Det tycks som om aktörerna inom gruvsektorn agerat snabbare den här gången än vad som varit fallet vid tidigare perioder av cykliska nedgångar i marknaden. En betydande del av kapaciteten inom basmetallsektorerna har stängts ner, både hos de stora bolagen i branschen och hos de något mindre, som Lundin Mining som under de senaste månaderna tillkännagivit att bolaget stänger två av sina fem gruvor. När kommer vi att kunna skönja en varaktig effekt på priserna från dessa åtgärder?

”Låt oss börja med att titta på zinksidan. Det sker i stort sett inga investeringar i zinkprojekt just nu, och har inte så skett på ett tag. Ingen prospektering äger rum, och inga investeringar i nya gruvor. Det är bara en tidsfråga, rätt som det är kommer något att hända och utbudet kommer inte att kunna möta efterfrågan”, säger Lukas Lundin.

”Situationen är måhända något bättre på kopparsidan, men det sker knappt några investeringar i kopparprojekt heller. När det i snitt kostar mer än en dollar att producera ett pund koppar, och kopparpriset fallit till nivåer som ligger mycket nära den nivån är människor rädda för att göra de nödvändiga investeringarna. Vi har sett dessa skarpa upp- och nedgångar inom gruvindustrin under de senaste 50 åren, och vi kommer att uppleva dem igen och igen. Dagens situation är dock extrem – med en total avsaknad av investeringar som en följd av låga metallpriser i kombination med en kreditkris som innebär att det i princip är

”Vad händer med den globala råvarusupercykeln?”

omöjligt att få finansiering för nya projekt och detta kommer att leda till en mycket intressant prissituation när världen väl är tillbaka i en mer normal situation.”

Guldpriset har alltid utvecklats väl under perioder av ekonomisk och politisk osäkerhet, och det är inte annorlunda denna gång. Priset för ett ounce guld närmar sig 1 000 USD, och är därmed en av de klarast lysande stjärnorna på metallhimlen när detta skrivs. Kommer denna utveckling att fortsätta, eller har vi sett det bästa guldet har att erbjuda för denna gång?

”Jag tror att vi ganska snart kommer att se hur inflationen kommer tillbaka med buller och bång, det måste bli så nu när alla dessa enorma stimulanspengar vräks ut över världen. Så jag tror att guldet kommer att fortsätta att gå bra. Det är dock en tuff bransch och den genomsnittliga kostnaden för att producera ett ounce guld är fortfarande mellan 500 och 600 USD, så det är knappast som om guldbolagen rullar sig i pengar ens vid dagens priser”, säger Lukas Lundin.

”Om det återigen blir inflation kommer alla reallgångar att utvecklas väl. Guld är inte nödvändigtvis den reallgång som kommer att gå bäst. Det skulle lika bra kunna vara koppar och zink eller jordbruksprodukter och mark, som verkligen har fått mycket stryk under den senaste tidens nedgångscykel”, säger Thomas Schmitt.

Al Breach tycker dock inte inte att guld är det bästa att ha i portföljen under de kommande åren.

”Guld har utvecklats bra för att det är svårt att hitta en bra pappersvaluta i dagläget. Den valuta som alla skulle vilja köpa, den kinesiska Renminbin, är inte fritt konvertibel och därför kan inte människor köpa den. Vid dagens höga guldpris har man tagit död på det enda verkliga behovet av guld eftersom efterfrågan på smycken fallit handlost. Det som håller upp guld-

priset nu är det faktum att folk placerar stora delar av sina portföljer i guld”, säger Al Breach.

”Vi kommer så småningom att få se hur efterfrågan återhämtar sig över hela ekonomin, och när vi ser hur saker och ting börjar återgå till det normala kommer människor att kasta sig in i finansiella tillgångar. Obligationer, men särskilt aktier, kommer att utvecklas extremt starkt i en sådan verklighet. Då kommer guld och kontanter inte att ge någon avkastning alls, medan allt annat kommer att avkasta 20, 30 eller 40 procent. Visst, vi befinner just nu i en svår konjunkturdgång, eller kanske till och med i en depression, men vi kommer så småningom att ta oss ur detta och det är därför som jag tror att guldet redan kan ha satt sina bästa dagar”, säger Al Breach som också tror att det är möjligt att vi framför oss har flera år utan inflation, eller till och med år av negativ inflation (deflation) världen över – trots alla nya pengar som nu trycks.

”Se bara på Japan. De har tryckt enorma mängder pengar under mer än ett decennium. Det är ett land som i praktiken är bankrutt, men det syns fortfarande ingen inflation – utan snarare deflation. Faktum är att nytryck av pengar inte nödvändigtvis behöver leda till inflation. Tanken om att inflation är något ofrånkomligt som ett resultat av att man trycker nya pengar är helt enkelt felaktig. Risken för den globala ekonomin är fortfarande deflation, och det är anledningen till att alla dessa pengar nu trycks. Det finns en stor mängd ledig kapacitet, vare sig det är arbetskraft eller tillverkningskapacitet, och det är helt klart något som leder till deflation. Vi kommer att behöva ta oss igenom en period utan inflation innan vi kan börja se inflation igen – och jag tror att den perioden kommer att vara flera år.”

Kommer vi att få se ytterligare konsolidering inom oljesektorn under de kommande månaderna och

åren, och är det vettigt att konsolidera den här industrin just nu?

”Värdet i konsolideringar inom oljesektorn återfinns framför allt på downstreamsidan, snarare än på upstreamsidan. Den enda verkliga anledningen för bolag som är verksamma på upstreamsidan att konsolidera är att man kan realisera värden genom att reducera prospekteringskostnaderna. Vad jag ser just nu är dock att det finns tillgångar som handlas till en tredjedel av den långsiktiga kostnaden för att återuppbygga dessa, och de kommer förstås så småningom att dra till sig ett ganska betydande intresse”, säger Thomas Schmitt.

”Indierna och kineserna letar fortfarande efter tillgångar, trots den senaste tidens ekonomiska avmattning. De fortsätter att vara mycket mer aggressiva än de privata aktörerna inom oljeindustrin. Jag sålde ett bolag som hette Tanganyika Oil, med tillgångar i Syrien, till kineserna (SINOPEC) för två miljarder USD och de tvekade aldrig, trots att oljepriset föll från 140 till 50 USD/fat. Jag tror att de är övertygade om att priserna så småningom kommer att återhämta sig, och de ser därför att det finns mycket goda möjligheter att köpa tillgångar till ett bra pris just nu. Det är inte bara olja som de är på jakt efter, utan också alla basmetaller och till exempel uran”, tillägger Lukas Lundin.

”Kineserna och indierna kommer att behöva allt mer olja och metaller i fortsättningen, och det gäller såväl kort som lång sikt. Detta är länder som behöver växa med 6 till 8 procent på årsbasis för att man ska kunna lyckas hålla befolkningen nöjda. Jag var i Kina i höstas, och det var tydligt att de var rätt oroad över vad som skulle kunna hända om de inte lyckades hålla tillväxten igång, och det är därför vi ser dessa massiva stimulanspaket i Kina just nu. Jag tror att de kinesiska ledarna är genuint oroad för ökade folkliga oroligheter om man inte lyckas hålla ekonomin igång.

”Vad händer med den globala råvarusupercykeln?”

Hur stort hot mot den långsiktiga oljepristrenden är framväxten av alternativa energikällor, Thomas Schmitt? Finns det några särskilda områden inom denna breda sektor som vi borde titta närmare på?

”Alternativ energi är en fruktansvärd industri att vara verksam i när oljepriset kollapsar, och just nu får bolagen i den här sektorn känna en hel del smärta. Vindkraft är en sund affär, och kommer att fortsätta att vara så. Det är så gott som kostnadskonkurrenskraftig med traditionell generering med hjälp av vindkraft, och tar man med koldioxidkostnaderna i ekvationen är det helt klart konkurrenskraftigt. Därför är ägarna till vindkraftparker och tillverkare av turbiner livskraftiga företag idag. Ökad användning av vindkraft kommer dock inte att leda till någon mer betydande förändring i den nuvarande energimixen. När det kommer till solenergi tror jag att det är en mer tveksam affär än vindkraft, men det sker en del intressanta framsteg när det gäller den nya, koncentrerade soltekniken. Etanol är inte heller den bästa affärsidén, särskilt inte i USA där vi inte har de rätta politiska besluten på plats för att den här marknaden ska fungera”, säger Thomas Schmitt.

”När det gäller alternativ energi spelar policybeslut en viktig roll. De flesta länder vill att mellan 20 och 25 procent av deras energimix ska utgöras av alternativ energi år 2020. Det är uppenbarligen inte möjligt, men även om siffran skulle hamna på 10 procent kommer alternativa energikällor att öka i betydelse – och det är helt klart ett område att hålla ögonen på under de närmaste åren.”

”När det gäller alternativ till olja tror jag att det är naturgas som tilldrar sig mest intresse framöver. Naturgas ger upphov till mindre utsläpp av växthusgaser, till exempel koldioxid (20 procent mindre utsläpp än olja) och det finns betydligt mer naturgas än olja kvar i världen. Det är bra för de amerikanska konsumenterna, särskilt då det kommer att komma

en hel del LNG till marknaden under de närmaste åren – och det bidrar med största sannolikhet att hålla priserna på en relativt låg nivå jämfört med oljan.”

När vi pratar om naturgas är det Gazprom som är den överlägset största aktören i världen, och en aktör vars betydelse kommer att öka under de närmaste åren – som ett resultat av nya investeringar i LNG-kapacitet och därigenom mindre beroende av det traditionella pipelinenätverket. I ett längre perspektiv kan det dock visa sig att det finns hot mot Gazproms dominans på den europeiska energimarknaden.

”Vi har sett hur gasprisets korrelation till oljepriset har blivit allt mindre tydlig på den nordamerikanska gasmarknaden, medan denna korrelation fortfarande är hög i Europa på grund av den rådande strukturen med långa gaskontrakt. Det kan dock mycket väl komma att förändras på medellång sikt, då möjligheten att välja leverantörer ökar i och med att allt mer gas i form av LNG kommer ut på marknaden”, säger Thomas Schmitt.

”Européerna vill diversifiera sig bort från en situation där de ser sig själva som varande allt för beroende av Ryssland för sina energibehov. Att köpa LNG från andra leverantörer är en uppenbar väg för att uppnå detta, men jag tror att det kommer att finnas flera andra intressanta sätt att uppnå det också. Med stöd i den nya koncentrerade soltekniken som utvecklas just nu skulle man kunna tänka sig att solenergi som genererats i Europas närhet, till exempel i Nordafrika, skulle kunna användas för att uppnå denna diversifiering.”

Enligt AI Breach finns det en viss osäkerhet kring vilka prismetanismer som kommer att vara aktuella för att bestämma priset på europeisk gas på lite längre sikt.

”Det råder ingen tvekan om att Europa kommer att behöva en betydande mängd rysk gas även i

fortsättningen. Men jag tror att Tom har en mycket intressant poäng, då det kommer att uppstå frågor om hur den ryska gasen som exporteras till Europa prissätts i framtiden. Varför ska gaspriset vara kopplat till oljepriset? Som Toms exempel med solenergi som importeras från Afrika visar kan det komma att framstå som vettigare att knyta gaspriset till elpriset – eftersom den mesta gasen ändå används för att generera el. Det är den största risken som jag ser när det gäller Gazprom – att priset på gas på lång sikt inte kommer att röra sig i paritet med oljepriset på samma sätt som det gör idag.”

Även om det kan finnas anledning att ta med effekterna av ett nytt långsiktigt prisscenario som det som beskrivits ovan i beräkningen vid en analys av Gazprom tycker Lukas Lundin att Gazprom fortfarande (och än mer så nu när aktiekursen fallit mer än 70 procent under de senaste 9 månaderna) ser ut att vara en av de bästa investeringarna i Ryssland på 2 till 3 års sikt.

”Det är ett extremt mäktigt företag som redan kontrollerar närmare 30 procent av den europeiska gasmarknaden. Addera till detta det faktum att vi under de närmaste åren kommer att få se hur bolagets lönsamhet ökar dramatiskt i takt med att avregleringen av den ryska gasmarknaden går in i sitt slutskede – och jag har svårt att se särskilt många mörka moln på Gazpromhimlen just nu”, säger Lukas Lundin.

”Många människor tycker om att beskriva Gazprom som ett enormt politiskt maskineri, men jag tror att den bilden är felaktig. Om vi tittar på den gamla konflikten mellan Ryssland och Ukraina tycker jag att det framstår som självklart att Ukraina ska betala för den gas man erhåller från Ryssland. Tänk om USA levererade gas till Mexiko utan att få betalt för den, vad skulle hända i ett sådant scenario?”

”Vad händer med den globala råvarusupercykeln?”

Lundinggruppen har varit verksamma i Ryssland under mer än tio års tid, vilka läxor har du lärt dig under den tiden, Lukas Lundin?

”Affärsklimatet har inte förändrats så mycket under de år vi varit verksamma i Ryssland. Det finns fortfarande ett massivt lager med en tidigare sovjetisk byråkratisk struktur som skapar problem. Lundin Petroleum borrar oljebrunnar i Kaspiska havet utanför Kalmykiens kust, och vi var tvungna att erhålla inte mindre än 25 olika tillstånd innan vi kunde borra det första hålet. Hade vi inte haft Gazprom som partner hade vi inte varit kvar där idag. Direktinvesteringar i Ryssland är fortfarande mycket, mycket svåra. Det är definitivt inget för den försiktige”, säger Lukas Lundin och fortsätter:

”Resultatet av våra (Lundinggruppens) direktinvesteringar i Ryssland har hittills varit mycket blandade. På olje- och gassidan går det framåt, men på gruvsidan har vi gjort av med 150 miljoner USD utan att vi nått just några resultat alls. Vi har varit betydligt mer framgångsrika med våra portföljinvesteringar och våra satsningar på den ryska aktiemarknaden och jag tror att vi ska hålla oss till det i framtiden. Den ryska marknaden är mycket undervärderad efter den här nedgången och jag är övertygad om att Vostok Nafta kan hitta extremt intressanta situationer för oss att investera i.”

Al Breach – du har följt Ryssland från första parkett sedan mitten av 1990-talet och du har sett kriser som påverkat landet tidigare. Hur tycker du att de ryska politikerna hanterat den nuvarande krisen?

”Ryssland gick in i den här krisen med mycket stora reserver och jag tycker att de i stor utsträckning använt dessa reserver på ett klokt sätt. De fick mycket negativ publicitet för att ha spenderat 200 miljarder USD på det så kallade ’försvaret av rubeln’, men för mig framstår det som vettigt att använda reserverna

för att ta ner värdet på rubeln på ett kontrollerat sätt och därigenom undvika en kollaps – vilket det annars skulle ha handlat om”, säger Al Breach

”Det i kombination med det faktum att Rysslands regering nu rör sig i riktning mot en räddningsplan för bankerna och en situation där det privata näringslivet får stöd genom banksystemet, vilket särskilt gäller gruvbolagen med deras externa skuldbörda, har inneburit att vi nu rör oss mot en situation med en mer eller mindre stabil kapitalmarknad. Därmed har de ryska politikerna visat att de kan hantera en problematisk situation på ett organiserat sätt, och jag vill ge dem ett ganska högt betyg för det sätt på vilket de hanterat denna extrema situation.”

”Oljepriset kvarstår som den stora risken på nedsidan i Ryssland, som det alltid har varit. Jag tror att det fortfarande kan komma att uppstå ytterligare press på ekonomin på kort sikt. På medellång sikt är risken dock väldigt låg, eftersom vi alla håller med om att oljepriset så småningom kommer att återhämta sig till nivåer som är betydligt högre än dagens.”

”Det återstår nu att se huruvida Rysslands regering kommer att rädda fler oligarker, eller om de står fast vid sin nuvarande linje att inte spendera alltför mycket pengar på det. Så här långt har de hanterat detta mycket väl, utan att slösa pengar till höger och vänster – och det är uppenbarligen goda nyheter för den ryska ekonomin.”

Och nu till tiotusen kronorsfrågan: var ska vi investera våra pengar för att uppnå en god tillväxt under de kommande åren?

”Jag gör alltid samma sak, jag investerar bara i råvaror. Så fort jag försöker göra något annat slutar det i katastrof. Så, metaller och energi – det är där jag kommer att få mina pengar att växa. Jag tror att det här är en mycket bra tid att investera i dessa sektorer om man har en långsiktig horisont. I gruvsektorn ser vi

hur det finns en hel del ganska bra tillgångar som bara byggts ut till 20 procent på grund av att människor fått slut på pengar. Vi tittar på ett par företag i Afrika just nu, och det finns en betydande möjlighet att förvärva tillgångar som de mindre bolagen bara kunnat bygga ut till en viss del. När det gäller oljesidan håller vi som bäst på med att konsolidera mindre tillgångar i Nord-sjön. Det är dock intressant att notera att även om tiderna är extremt tuffa så ser vi inte särskilt många bra tillgångar som är till salu till bra priser. Prisförväntningarna från säljarna är för höga, och bolagen tenderar också att försöka sälja sina dåliga tillgångar innan man säljer de bra”, säger Lukas Lundin.

”När vi tittar på de stora gruvbolagen och försöker göra en kassaflödesvärdering av dem på fem års sikt ser de inte alls särskilt billiga ut baserat på dagens råvarupriser. Om man som aktieinvestor eller privatinvestor köper ett av dessa stora gruvbolag idag måste man tro på en av två saker: antingen att kostnaderna är på väg ner eller råvarupriserna på väg upp på ett betydande sätt. Hittills har vi inte sett att kostnaderna faller, utan snarare tvärtom. Så, jag tror att vi måste se högre metallpriser innan vi är köpare av de stora globala gruvföretagen. I övrigt håller jag med Lukas – det är särskilda/ansträngda situationer som är mest intressanta när det gäller investeringar i gruvsektorn, och detsamma gäller föresten också för oljesektorn”, säger Thomas Schmitt.

Lukas Lundin är angelägen om att göra en del av dessa affärer snabbt, för att inte missa båten.

”Man vill titta på dessa tillgångar idag, när de fortfarande har en låg värdering. Vi vill inte vänta på att priserna ska falla ytterligare, för då kan vi mycket väl komma att missa ett tillfälle att förvärva en del riktigt bra tillgångar till utbombade värderingar. Det är nu vi ska göra de här investeringarna, under de närmaste tolv månaderna, sedan kan möjligheten vara borta”,

”Vad händer med den globala råvarusupercykeln?”

uppges Lukas Lundin som också säger att bolagen inom Lundinggruppen arbetar dygnet runt för att hitta dessa speciella situationer att investera i.

”Personligen tror jag att vi sett botten när det kommer till oljepriset. Man kommer aldrig att köpa exakt på botten eller sälja precis på toppen, och även om det är möjligt att vi återigen får se ett oljepris som faller till nivåer strax över 30 USD/fat kommer priset så småningom att lyfta rejält, och jag är rätt säker på att oljepriset kommer att sticka iväg innan metallpriserna gör det.”

Så en fråga till dig Al Breach: Om vi tittar specifikt på Ryssland, var ska vi då investera under de närmaste åren?

”På kort sikt tror jag att obligationer kommer att fortsätta att vara mycket intressanta då de levererar en bra avkastning, även om vi sett en ganska rejäl uppgång på obligationsmarknaden i Ryssland under den senaste tiden. Jag tror inte att den ryska aktiemarknaden kommer att vara särskilt intressant i år. På medellång sikt har Ryssland två intressanta teman att visa upp. Det första temat är kopplat till Rysslands läge, precis norr om Asien. På grund av det är Ryssland väl positionerat för att exportera sina råvaror till länder som Kina och Indien, och här kommer exporttillväxten att fortsätta under många år. Det andra temat handlar om den inhemska efterfrågan som följer som ett resultat av det första temat. Under de närmaste åren kommer vi i och för sig inte att se särskilt mycket tillväxt i den inhemska efterfrågan, på grund av att bankerna som drabbats hårt av den nuvarande krisen nu är försiktiga med utlåningen. I en sådan situation kommer de företag som utvecklas bäst att vara de exportorienterade företagen och de som tillhandahåller substitut för importvaror. Jag är övertygad om att Vostok Naftas portfölj är mycket väl positionerad i en sådan situation.”

Slutligen, även om mycket redan har sagts om den globala ekonomiska avmattningen och finanskrisen under de senaste månaderna, vad är er inställning till de massiva åtgärder som nu vidtas av politiker och centralbankschefer världen över för att vi ska komma ut ur den nuvarande krisen?

”Det är en komplicerad situation, och det kommer ofrånkomligen att ske vissa misstag på vägen. Jag tror att politikerna förstår att de måste ordna banksystemet, och att de måste lösa detta snabbt för att världsekonomin ska komma tillbaka på fötter och återigen börja växa. Sammantaget tror jag att de flesta av de åtgärder som nu vidtas är de rätta. Det största hotet nu kommer från politiskt håll, särskilt i USA. Det finns en betydande risk för att de förslag som läggs fram kommer att fastna i kongressen, och det skulle kunna få den positiva utvecklingen att bromsas upp under en tid”, säger Lukas Lundin.

Thomas Schmitt är mer oroad över sättet på vilket de amerikanska politikerna försöker stimulera ekonomin.

”USA befinner sig just nu mitt uppe i en process genom vilken man är på väg att gå från ett mindre statligt inflytande till att bli ett land där staten har ett större inflytande, där allt fler av våra system kontrolleras av staten. Denna utveckling kommer att bekämpas på olika nivåer. Det kommer att inte bli en våldsam strid, men det kommer helt klart att finnas ett betydande motstånd – såväl inifrån det politiska systemet som från utsidan”, säger Thomas Schmitt.

”När det kommer till att kasta pengar på dåliga saker är det något som aldrig har fungerat, i alla fall inte under min livstid. Men det är ändå vad vi gör just nu här i USA. Vi kastar pengar på dåliga företag och hoppas att de fastnar och att något ska fungera. Det är klart att man kan sitta i Washington och kasta pengar på saker, men det kommer inte att fungera eftersom det finns för många okända faktorer där ute.

Jag tror att det är därför vi kommer att se en hel del motstånd, särskilt från människor som bor i mitten av vårt land, i takt med att vi fortsätter att kasta bra pengar på människor som inte förtjänar det.”

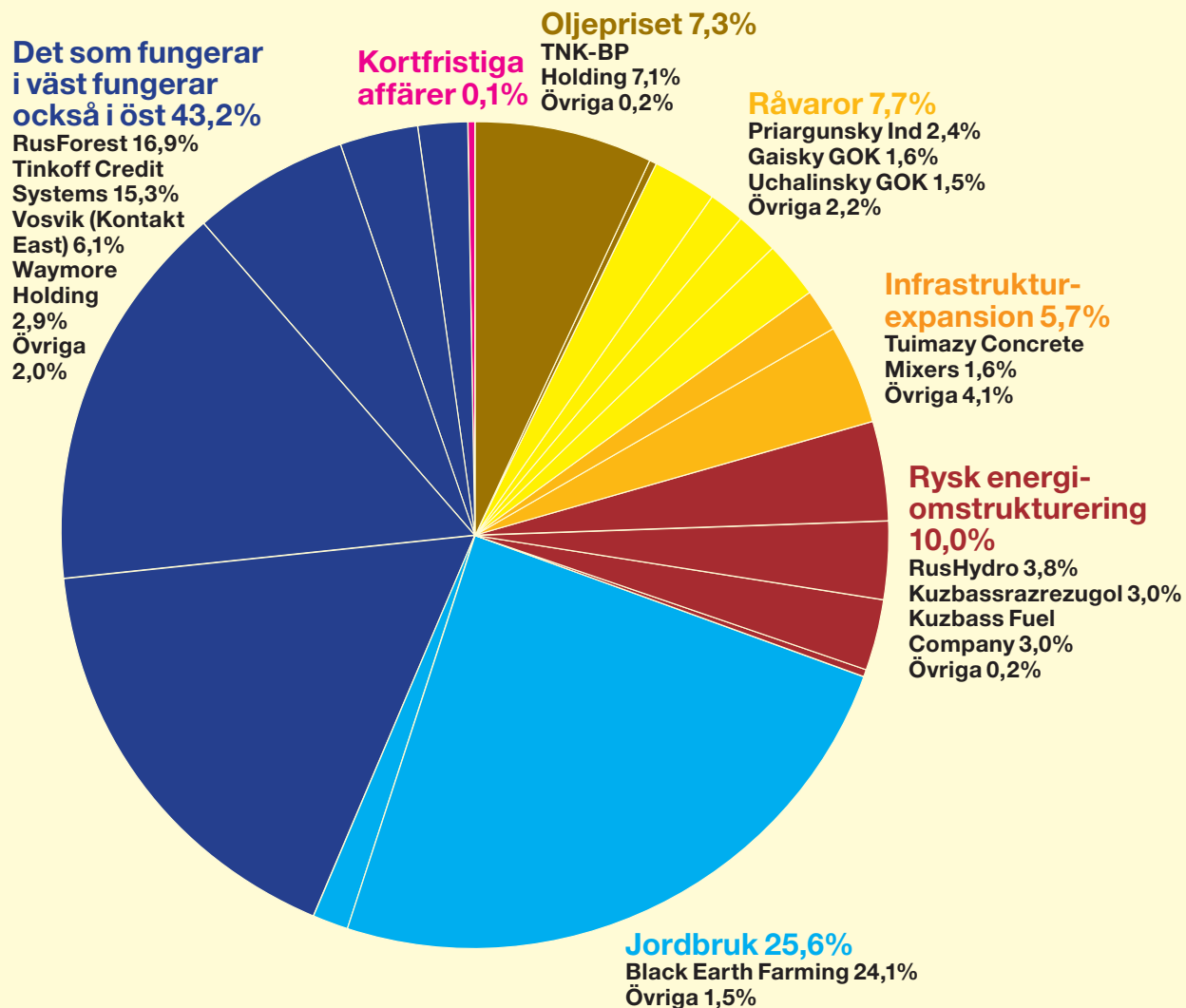
För att avsluta med en positiv kommentar lämnar vi över ordet till Al Breach, som ser tydliga tecken på att de finansiella marknaderna redan håller på att återvända till ett mer normalt läge.

”Den amerikanska centralbanken gör rätt saker, eftersom de inser att de måste fixa banksystemet och göra pengar verkligt billiga och lättillgängliga. Just nu är de ute och köper allt de kan för att få obligationsmarknaden att fungera och se till att krediterna återigen börjar flöda. Jag tror därför att det är möjligt att vi tar oss ur det här ganska snabbt, när det gäller de finansiella marknaderna – även om vi alldeles säkert kommer att ha ett par mycket trista år framför oss i västekonomierna. Den amerikanska centralbanken kommer att trycka mer pengar och köpa fler tillgångar tills detta händer, eftersom det är vad de sagt att de ska göra”, säger Al Breach.

”Jag tror att det viktigaste att poängtera här är att det som USA nu gör definitivt är bra för resten av världen, även om man kan diskutera de inhemska implikationerna av de beslut som nu fattas. Krisen må ha startat i USA, men om amerikanerna inte hade gjort det som de nu gjort under de senaste månaderna hade situationen i resten av världen varit betydligt sämre än idag, och då ska man komma ihåg att det ändå är rätt illa som det är!”

”Vad händer med den globala råvarusupercykeln?”

Vostok Naftas investeringsportfölj
per den 31 december 2008



Koncernens substansvärde uppgick till 247,89 MUSD den 31 december 2008, motsvarande 5,39 USD per aktie. Givet en växelkurs SEK/USD om 7,8644 var motsvarande värden 1 949,53 MSEK respektive 42,36 SEK.

Under perioden 1 januari 2008–31 december 2008 minskade substansvärdet per aktie i USD med 69,39 procent. Under samma period minskade RTS-index med 72,41 procent mätt i USD.

Under 2008 uppgick nettoinvesteringar i finansiella tillgångar till -20,42 MUSD. Större investeringar i noterade aktier har gjorts i Steppe Cement och Black Earth Farming. I det onoterade segmentet har större investeringar gjorts i Vosvik/Kontakt East (aktier), Tinkoff Credit Systems (såväl aktier som lån), samt RusForest (lån). Försäljningar av värdepapper har under perioden skett i bland annat Belon, Gazprom Neft ADR, Kuzbassrazrezugol och Kemerovo Azot.

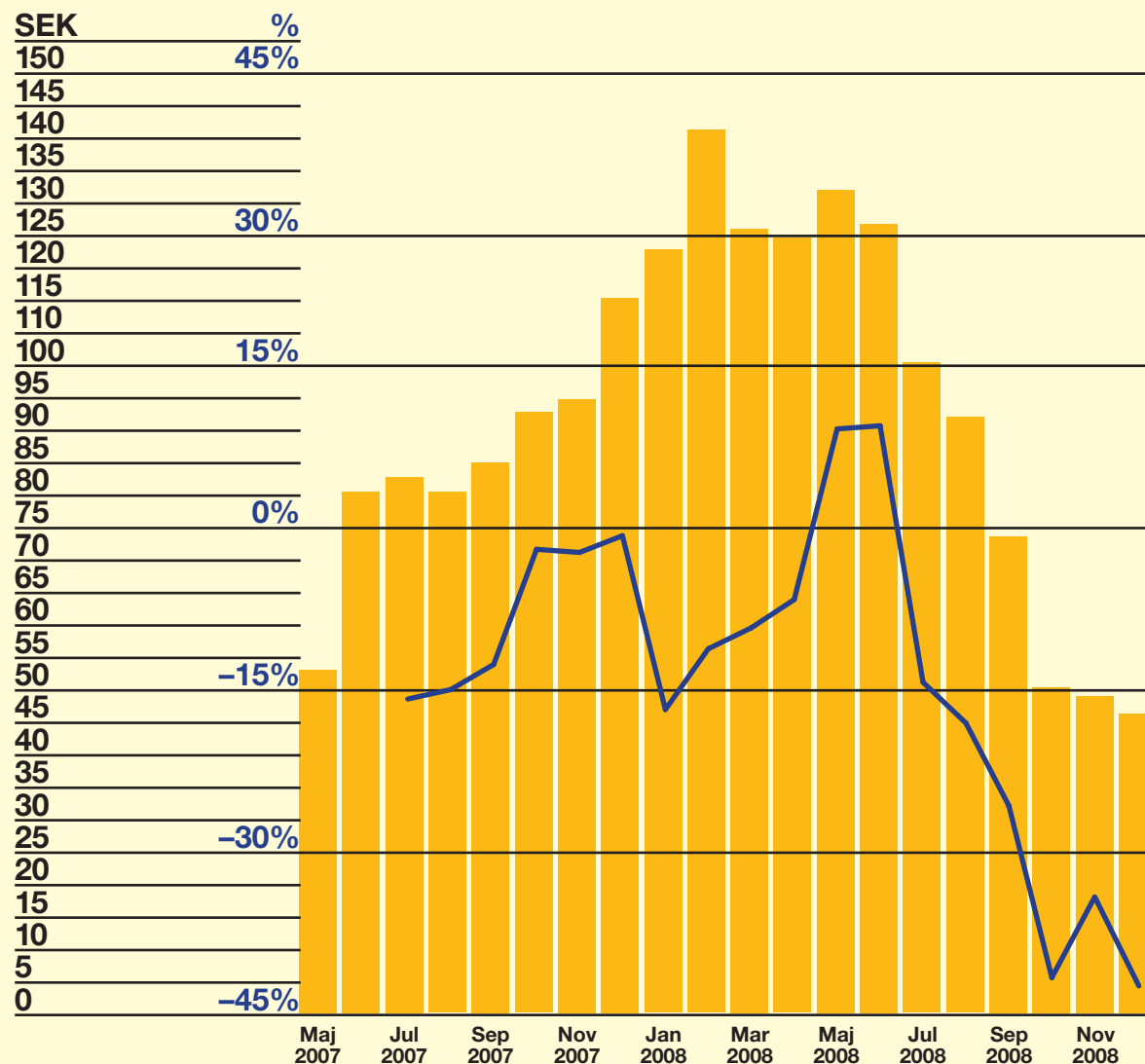
Vostok Naftas största investering per den 31 december 2008 var Black Earth Farming med en andel av 24,1 procent av portföljvärdet. Övriga stora innehav var RusForest (16,9 procent) och Egidaco/Tinkoff Credit Systems (15,3 procent).

Investeringsmakroteman

Vostok Naftas aktieportfölj

NAV maj 2007–december 2008,
 Premie/rabatt juli 2007–december 2008
 Källa: Vostok Nafta

Premie/rabatt, % (höger skala)
 NAV/aktie, SEK (vänster skala)



Substansvärde (NAV) och premie/rabatt Vostok Nafta

Vostok Naftas
 aktieportfölj

Antal aktier	Bolag	Marknads-kurs, USD	Marknads-värde, USD	Andel av port-följen	Procent av utestå-ende aktier	
4 924 850	Caspian Services	0,14	699 329	0,2%	9,6%	1
5 789 903	Kherson Oil Refinery	0,00	7 345	0,0%	4,4%	1
2 025	Orsk Refinery stam	10,75	21 769	0,0%	0,1%	1
538	Orsk Refinery pref	6,00	3 228	0,0%	0,1%	1
45 596 616	TNK-BP Holding pref	0,46	20 837 654	7,1%	10,1%	1
100 000	Yakutgazprom	0,01	1 000	0,0%	0,0%	1
	Oljepriset, totalt		21 570 325	7,3%		
966	Alrosa	3 000,00	2 898 000	1,0%	0,5%	1
6 000 000	Fortress Minerals	0,16	974 818	0,3%	0,5%	1
31 274	Gaisky GOK	150,00	4 691 100	1,6%	5,1%	1
1 849 088	Poltava GOK	1,48	2 728 464	0,9%	1,3%	1
66 674	Priargunsky Ind stam	100,00	6 667 400	2,3%	3,8%	1
11 709	Priargunsky Ind pref	16,00	187 344	0,1%	2,8%	1
1 442 400	Shalkiya Zinc GDR	0,05	72 120	0,0%	2,6%	1
1 444 045	Uchalinsky GOK	3,00	4 332 135	1,5%	3,8%	1
	Råvaror, totalt		22 551 381	7,7%		
3 000	Bekabacement	100,00	300 000	0,1%	5,4%	1
187	TKS Concrete		1 506 750	0,5%	10,0%	1
39 000	Gornozavodsk Cement	20,00	780 000	0,3%	5,0%	1
1 600 000	Kamkabel	0,11	176 000	0,1%	4,1%	1
6 564	Podolsky Cement	6,34	41 637	0,0%	0,1%	1
40 000	Sibirski Cement	15,00	600 000	0,2%	0,1%	1
7 523 047	Steppe Cement Ltd	0,39	2 951 976	1,0%	6,6%	1
18 730	Transneft pref	220,00	4 120 600	1,4%	1,2%	1
1 200 000	Tuimazy Concrete Mixers	4,00	4 800 000	1,6%	14,6%	1
	Volga Nash Dom, lån		1 465 000	0,5%		3
	Infrastrukturexpansion, totalt		16 741 963	5,7%		
25 000	Kuzbass Fuel Company	350,00	8 750 000	3,0%	1,5%	1
107 812 491	Kuzbassrazrezugol	0,08	8 894 531	3,0%	1,7%	1
2 618 241	Kyrgyzenergo	0,06	168 688	0,1%	0,3%	1
551 273 416	RusHydro	0,02	11 080 596	3,8%	0,2%	1
7 139 701	SystemSeparation	0,09	653 651	0,2%	23,8%	2
	Rysk energi-omstrukturering, totalt		29 547 466	10,0%		

Vostok Naftas aktieportfölj per den 31 december 2008

Vostok Naftas aktieportfölj

Antal aktier	Bolag	Marknads-kurs, USD	Marknads-värde, USD	Andel av port-följen	Procent av utestå-ende aktier	
1 765 000	Agrowill	0,52	925 071	0,3%	6,8%	1
30 888 704	Black Earth Farming Ltd	2,30	71 090 522	24,1%	24,8%	2
272 107	Dakor	12,83	3 492 399	1,2%	4,8%	1
	Jordbruk, totalt		75 507 992	25,6%		
	Egidaco obligation		5 220 188	1,8%		1
885 934	Egidaco Investment Ltd		20 889 000	7,1%	15,0%	1
1 139	Eastern Bio Holding AB		2 389 108	0,8%	41,5%	2
	Eastern Bio Holding AB, lån		1 279 179	0,4%		4
35 498	Progress Capital	3,90	138 442	0,0%	0,2%	1
17 000	RSC Energia	35,00	595 000	0,2%	1,5%	1
23 035 197	RusForest Ltd		23 224 646	7,9%	50,0%	2
	RusForest Ltd Group, lån		26 432 230	9,0%		4
	Tinkoff Credit Systems, WTS		2 963 000	1,0%		1
	Tinkoff Credit Systems, lån		15 918 832	5,4%		3
200 000	Tisko AB		764 662	0,3%	13,8%	1
1 434 880	Varyag Resources	1,40	2 006 974	0,7%	10,8%	1
623 800	Waymore Holding	13,92	8 683 608	2,9%	6,9%	1
50 000	Vosvik AB/Kontakt East		17 937 842	6,1%	50,0%	2
	Det som fungerar i väst fungerar också i öst, totalt		128 442 740	43,6%		
16 667	KazMunaiGas	12,60	210 004	0,1%	0,4%	1
	Kortfristiga affärer, totalt		210 004	0,1%		
	Övriga kortfristiga lånefordringar		135 370	0,0%		4
	Totalt		294 707 211	100,0%		

1. Dessa aktier är i balansräkningen upptagna som finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

2. Dessa investeringar är i balansräkningen upptagna som investeringar i intressebolag.

3. Dessa investeringar är i balansräkningen upptagna som långfristiga lånefordringar.

4. Dessa investeringar är i balansräkningen upptagna som kortfristiga lånefordringar.

Black Earth Farming Ltd ("BEF") är ett bolag vars affärsidé är att förvärva, utveckla och bruka jordbruksmark i Svarta jorden-regionen i Ryssland. BEF var bland de första utländskt finansierade företagen att göra betydande investeringar i rysk jordbruksmark för att utnyttja den stora outvecklade potentialen. Tack vare sin tidiga etablering, har BEF nu fått en stark marknadsposition i flera ryska regioner, rikt utrustade med den svarta jorden. BEF:s målsättning bygger på att förvärva mark med betydande potential för värdestegring samt att generera en hög avkastning genom att bedriva en effektiv jordbruksverksamhet på den förvärvade marken.

Under 2008 fick den ryska jordbrukssektorn erfara betydande ekonomiska svängningar. Det första halvåret såg priser på jordbruksråvaror på rekordhöga

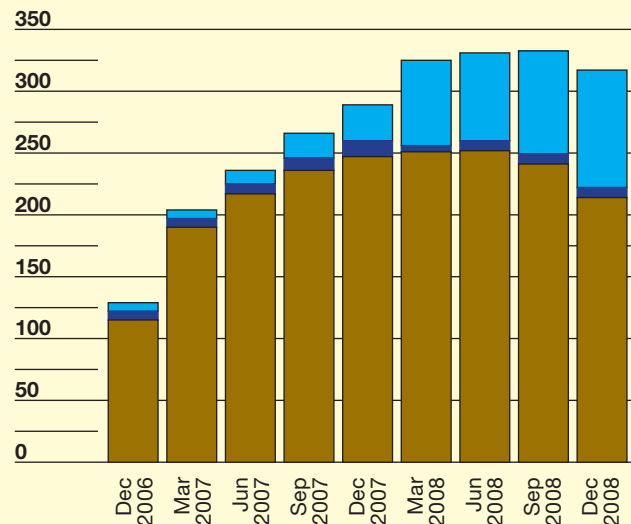
Black Earth Farming: Markinnehav

Tusental hektar. Källa: Bolagsdata

Ägarregistrerad mark med lagfart

Långvariga arrenden

Mark under ägarregistrering



nivåer och ständigt ökande investeringar i ryska jordbruk, med en hård konkurrens om land, västerländsk jordbruksutrustning samt investerarnas kapital som följd. Strömmen skiftade snabbt när den finansiella turbulensen slog till och det stod klart att 2008 års skörd skulle överskrida konsumtionen och till slut började den ryska rubeln att försvagas. Priserna på jordbruksråvaror rasade och konkurrensen om mark i Ryssland försvann i stort sett och bolag försökte i stället att frigöra kapital genom att lägga ut mark som nyligen tagits i anspråk till försäljning.

BEF fortsätter att fokusera på den operativa verksamheten samt ägarregistreringen av kontrollerad mark. Per den 31 december 2008 ägde bolaget 95 000 hektar av total 317 000 hektar under kontroll. Bolaget är optimistiskt angående registreringsprocessen och har som mål att majoriteten av marken, som inte är under leasingkontrakt, ska vara ägarregistrerad vid slutet av 2009.

Skörden på 460 000 ton kommersiella grödor under 2008 förväntas öka med 50 procent under 2009, vilket gör BEF till en av väldigt få aktörer i regionen som ökar produktionen i år. Skörden per hektar förbättrades avsevärt under 2008 för de allra flesta grödor i förhållande till 2007, som en följd av bättre och mer tidseffektivt arbete bland markpersonalen samt gynnsamt väder. De lägre spannmålspriserna samt de extrema svårigheterna att erhålla finansiering kommer sannolikt att minska industrins totala produktion under 2009 jämfört med 2008. En sannolik minskad användning av dyra gödningsmedel kommer också att bidra till dessa krafter. 95 000 hektar, främst höstvetete, har hittills planterats av de totalt 180 000 hektar som planerats för säsongen 2008/2009.

Ryssland saknar modern infrastruktur inom jordbruket, det vill säga lagrings- och torkningsanläggningar, produktionsanläggningar för sädeskorn samt exportkapacitet i form av hamnar. Under 2009

planerar BEF att investera i lagrings- och torkningskapacitet. Detta kommer att öka bolagets interna lagringskapacitet från 150 000 till runt 340 000 ton, vilket resulterar i cirka 50 procents självförsörjning vad gäller lagerhållning. Det kommer att leda till en ökad flexibilitet att tajma försäljningen av produktionen men också till att säkerställa en kostnadseffektiv och trygg hantering av bolagets tillgångar. En ansevärd summa kommer också att investeras i maskiner och utrustning för att förbättra den operationella effektiviteten samt produktiviteten per hektar.

Valutförändringar har också en inverkan på BEF. Alla kostnader med undantag för maskiner är i ryska rubel medan lokala spannmålspriser, även om de anges i lokal valuta, har en hög korrelation med världsmarknadspriser i USD. Därmed har företaget gynnats av den senaste tidens rubeldepreciering.

Intäkterna ökade med 84 procent under 2008 från 2007. Bruttomarginalen för sålda varor förbättrades avsevärt under året trots det rådande klimatet för priser på jordbruksråvaror. Företaget går fortfarande med förlust på EBITDA- och nettoresultatsnivån främst på grund av låga upptagna vinster på biologiska tillgångar samt högre allmänna och administrativa kostnader på grund av en större organisation. Högre kommersiella kostnader för lagring och transport påverkade av högre lagringspriser samt en större skörd i lager under 2008 hade också en inverkan. Företaget förblir väl kapitaliserat med en solid balansräkning och en nettokassa på omkring 97 miljoner USD vid slutet av 2008 för att täcka framtida investeringsbehov.

Black Earth Farming

RusForest är en onoterad grupp av bolag belägna i östra Sibirien med verksamhet inom skogsindustrin. Det geografiska läget ger RusForests närhet till tillväxtmarknader i Centralasien samt relativ närhet till Kina och Japan. RusForest har nått en betydande omfattning på konsoliderad basis, med över 1 000 000 hektar kontrollerad skogsmark och en årlig avverkningsrätt om 1 600 000 miljoner kubikmeter. Under 2008 avverkade gruppen omkring 600 000 kubikmeter vilket kommer att öka till 1 000 000 kubikmeter 2010. RusForests årliga sågverkskapacitet kommer också att öka från 140 000 kubikmeter till över 350 000 kubikmeter till följd av nyligen genomförda investeringar. Bolagets strategiska mål är att utnyttja dess skogsresurser medan en rimlig avkastning genereras till dess aktieägare. Bolaget startades genom förvärven av Tuba-Les och PIK-89 in Ust Ilimsk regionen. Sedan dess har bolaget investerat i både ny avverknings- och sågverkskapacitet.

2008 har varit utmanande för RusForest främst på grund av fallande sågvirkespriser under första halvåret, fullbordandet av det stora investeringsprojektet på Bogouchanski sågverket samt ogynnsamma väderförhållanden som hämmade avverkning och produktion av sågvirke. 2009 förväntas också vara påfrestande, men bolaget är samtidigt relativt väl positionerat.

RusForest är en lågkostnadsproducent och kan därmed hantera en svagare prismiljö, och den senaste rubeldeprecieringen ger ytterligare stöd till företaget som exportör med alla kostnader i rubel. RusForest är också väl positionerat mot bakgrund av att inget dess bolag har några banklån. Portföljbolagens finansiella skulder relaterar främst till olika leasingkyldigheter, som kommer att täckas av de operativa kassaflödena.

Omständigheterna är fortfarande svåra i skogs-

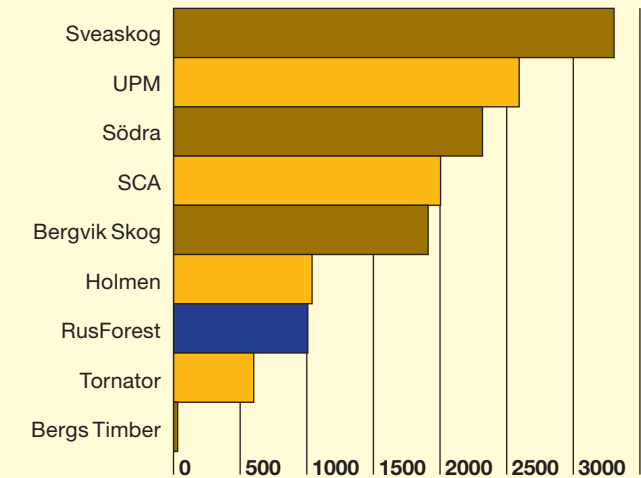
och sågvirkessektorn i allmänhet, och särskilt på marknaderna i Europa, Nordafrika och Mellanöstern. De flesta utvecklade marknader för sågvirke har kollapsat under andra halvåret 2008, och flera producenter står inför kapacitetsnedläggningar och/eller reduceringar i ljuset av finanskrisen och den efterföljande försvagade efterfrågan. Tillväxten har dock förblivit relativt stark i Centralasien, som har blivit en allt viktigare marknad för RusForest. Från en obetydlig försäljning i början av 2008, står den här regionen nu för stora delar av RusForests totala försäljning. Den närliggande kinesiska marknaden utvecklas också positivt, där importen av sågvirke till Kina ökade med 8,6 procent i årstakt för perioden januari till oktober 2008, med Ryssland som den största enskilda utbudskällan.

RusForest håller på att bli ett fullt funktionellt holdingbolag. En ekonomichef som jobbar heltid började i maj 2008 och supportas av en controller på heltid. RusForests ekonomienhet överser likviditetssaldona för varje portföljbolag och genomför detaljerade månatliga variansanalyser. Därtill konsoliderar koncernen alla portföljbolagens redovisning och sammanställer IFRS-bokslut. RusForest håller också på att flytta försäljning till en central funktion för att övergå från passiv ordermottagning till en mer proaktiv säljverksamhet.

Ägd eller kontrollerad skogsmark

Tusental hektar. Källa: Bolagsdata för 2007

RusForest: Kontrollerad skogsmark

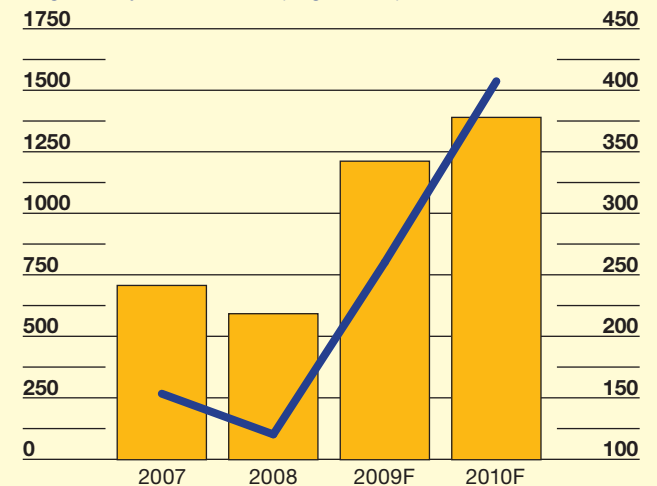


RusForest – avverkning och sågning

2007 till 2010. Källa: Bolagsdata

Avverkade volymer, tusen m³ (vänster skala)

Sågade volymer, tusen m³ (höger skala)



RusForest

Tinkoff Credit Systems ("TCS") är Rysslands första för ändamålet uppbyggda kreditkortsföretag. Bolaget, som grundades av den välkände ryska entreprenören och konsumentproduktspecialisten Oleg Tinkov, inledde sin kommersiella verksamhet i juni 2007 och har offensiva planer på att bli Rysslands ledande kreditkortsutgivare. TCS:s ledning består av ett team av erfarna experter som tidigare varit anställda av Visa, McKinsey samt flera av de ledande ryska bankerna. Affärsmodellen är uppbyggd kring saknaden av lokala kontor, då kundrekrytering och distribution hanteras via postväsendet. TCS har god likviditet och är sedan oktober 2008 ett kassaflödesgenererande bolag som för närvarande har gett ut 320 000 kreditkort av vilka 264 000 har aktiverats. Detta ger TCS en portfölj med en bruttoavkastning på 65 till 70 procent. Vid 2008 års slut uppgick låneportföljen till 4,8 miljarder rubel vilket motsvarar 2,5 procent av den ryska kreditkortsmarknaden.

TCS:s affärsmodell har visat sig vara mycket framgångsrik i att attrahera nya kunder och vinna marknadsandelar. Den ryska marknaden för kreditkort har dock avtagit under fjärde kvartalet 2008 vilket främst påverkat Russian Standard som är marknadsledaren inom konsumtionskrediter. De solida fundamentala faktorerna kvarstår dock då den ryska konsumenten har en mycket låg belåning jämfört med andra tillväxtmarknader. Detta gäller särskilt i regionerna utanför Moskva och S:t Petersburg där TCS har sitt fokus.

Kvaliteten på låneportföljen har visat en positiv trend genom 2008 om än med en liten tillbakagång i december. Företaget har en avancerad kreditgranskningsprocess och vidtar förebyggande åtgärder vid första tecken på risk för utebliven betalning. Ledningen är dock medveten om en eventuell försämring och har stresstat sina finansiella prognoser. Även om man antar en högre andel kreditförluster än vad som någonsin tidigare setts under kollaps inom konsumentfinansiering i andra tillväxtländer och håller alla andra faktorer konstanta, skulle bolaget fortfarande vara i en tillfredsställande situation med tanke på dess höga bruttoavkastning.

Affärslogiken bakom kreditkort bygger på refinansiering eftersom kreditkort är en ständigt rullande kredit till sin natur. Med tanke på situationen på kreditmarknaderna är TCS inte i en position där det kan finansiera ytterligare tillväxt av låneportföljen. Bristen på finansiering har lett till att företaget nu gör låneportföljen kassaflödespositiv, det vill säga att den för närvarande genererar mer kassaflöden (kundåterbetalningar) än vad som betalas in (kundtransaktioner). För tillfället ligger fokus på den operationella driften, riskhantering och inkassering. Kundförvärv har upphört vilket resulterar i betydande minskningar av rörliga kostnader. För att reducera operativa kostnader samt bibehålla lönsamheten håller ett kostnadsbesparingsprogram också på att implementeras.

I avsaknad av finansieringsmöjligheter ersattes den starka tillväxten under de första 9 månaderna av 2008 med ett vänteläge under det fjärde kvartalet 2008. Tillväxten i kreditkortsportföljen avtog avsevärt då bolaget avbröt nya kundförvärv. Som ett resultat av rubeldeprecieringen har ränteintäktstillväxten i USD avtagit. Totala ränteintäkter från kreditkort ökade från 46,0 miljoner USD i slutet av september 2008 till 73,9 miljoner USD vid utgången av 2008. Den genomsnittliga månatliga bruttoavkastningen för 2008 var 71,1 procent.

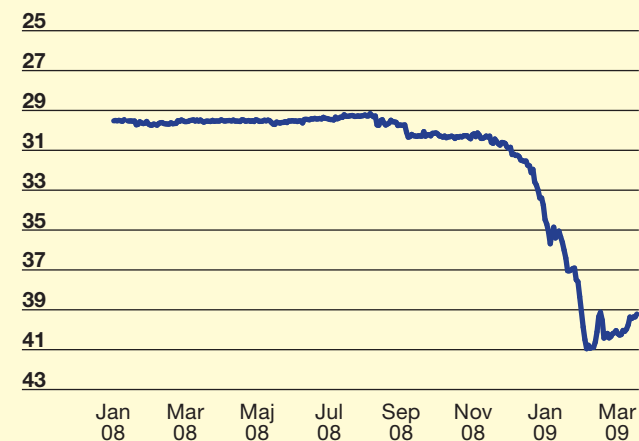
Per den 31 december 2008, hade företaget skickat ut 24,5 miljoner erbjudanden till potentiella kunder. Direktbrev är en iterativ process och genom ständigt testande, analys av resultaten och dataoptimeringstekniker, kunde TCS gradvis öka svarsfrekvensen. Bruttosvarsfrekvensen för alla kampanjer för 2007 var 1,54 procent. För 2008 uppgick den till 2,8 procent, där de mest effektiva kampanjerna nådde över 4 procent. Även om företaget inte kommer att växa sin portfölj under 2009 i samma takt som under 2008, finns ett antal ansökningar som kommer att möjliggöra måttligt utfärdande av kort år 2009 utan större kostnader för kundförvärv.

I januari meddelade TCS att baserat på bokslutet för året som slutade den 31 december 2008, realiserade bolaget bokföringsmässiga förluster på 35 miljoner USD

på grund av den deprecierande rubeln. Följaktligen har företaget brutit mot några av sina åtaganden gentemot obligationsinnehavare och andra långgivare. Problemet har uppstått på grund av att kontraktsåtagandet fastställdes i USD. Det är dock värt att understryka att TCS kan motstå ett betydande fall i rubeln och fortfarande uppfylla sina åtaganden gentemot långgivare som planerat genom att ackumulera den höga nettoavkastningen på portföljen. Efter ett första möte med obligationsinnehavarna under början av mars har bolaget efter diskussioner och feedback lagt fram ett nytt förslag vilket förväntas accepteras av majoriteten av obligationsinnehavarna. Hela innehållet finns tillgängligt på bolagets hemsida (www.eginvestments.com). På koncernnivå, slutade TCS året med en total kapitaltäckningsgrad på 13,6 procent och tillgängliga likvida medel som översteg upplupna finansieringskostnader flera gånger om. Bolagets rörelseintäkter exklusive förlustreserveringar låg var 3,5 gånger högre än dess finansieringskostnader.

Rubel mot dollar/euro-korg

10 januari 2008–16 mars 2009. Källa: CBR



Tinkoff Credit Systems

Den långsiktiga potentialen och fundamenta för banktjänster i Ryssland är fortfarande gynnsamma. Landet är fortfarande till stor del outvecklat vad gäller banktjänster trots den stadiga lånetillväxten under de senaste åren. Detta är särskilt relevant inom privatkundssegmentet i de geografiska regionerna utanför Moskva och St Petersburg. De ryska hushållens skuldsättning är väldigt måttlig på 9 procent av BNP, i genomsnitt 850 USD per person, med mindre än 15 procent av det i utländsk skuld. Detta står i stark kontrast med de Europeiska hushållens skulder på över 50 procent av BNP. Den ryska ekonomin är fortfarande väldigt kontantbaserad med alltfjämt låg låneförekomst i jämförelse med andra tillväxtländer samt angränsande ekonomier, vilket lämnar gott om utrymme för tillväxt.

Avkastning på eget kapital (ROE) bland banker i Ryssland liksom många andra öst- och centraleuropeiska banker de senaste 5 åren härrör från en bättre avkastning på tillgångarna (ROA), inte en ökning av hävstångseffekten genom belåning. Exempelvis ökade ROE för Rysslands största bank Sberbank till 20,3 procent under första halvåret 2008 från 10,8 procent 2003. Under samma period lyckades banken mer än fördubbla ROA från 1,1 procent 2003 till 2,5 procent vid halvårsskiftet 2008. Samtidigt minskade relationen mellan totala tillgångar till eget kapital från 10 till 8.

För närvarande är relationen totala tillgångar till eget kapital fortfarande i storleksordningen 25 till 30 gånger för bankerna i västra Europa, jämfört med 10 till 12 gånger i tillväxtmarknaderna. Om västerländska bankers belåningsgrad skulle normaliseras till nivån för banker i östra Europa, skulle ett hållbart ROE hamna på mellan 5 och 10 procent – i många fall lägre än deras kapitalkostnad. Begränsad belåningsgrad och relativt hög lönsamhet på tillgångarna förblir ett av de viktigaste grundläggande skillna-

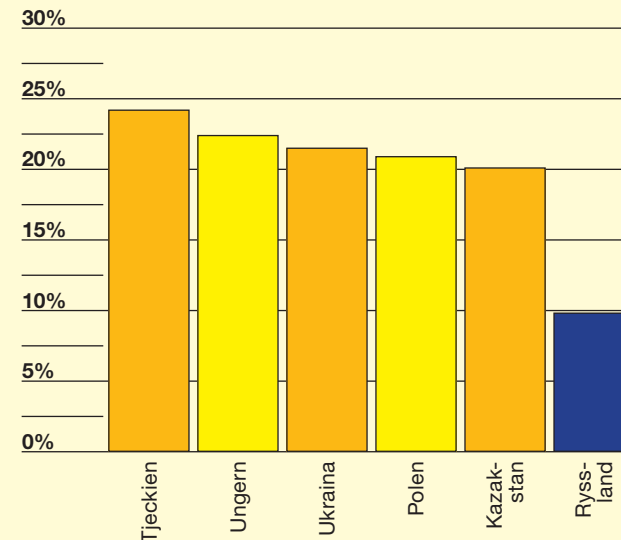
dena för ryska och östeuropeiska banker. Därmed består utsikterna för långsiktig tillväxt och lönsamhet bland ryska banksektorn som kommer att komma tillbaka starkt till den strukturella tillväxttenden som har påbörjats.

Den globala ekonomiska och finansiella nedgången som utspelas sätter dock tillfälligt stopp för utvecklingen som upplevts under det senaste decenniet. Det ryska banksystemet är relativt ungt med internationella mått mätt och landet har aldrig upplevt en fullständig kreditcykel tidigare. Således har det inte varit en utbredd kreditboom som i många andra ekonomier om än koncentrerade fickor av för hög belåning som har exponerats av krisen. Huvudkällorna till belåning i Ryssland var lån till oligarker och företag som drabbats hårt när de underliggande tillgångarna och marknaderna föll fritt. För att göra saken värre, var majoriteten av skulderna lånade från utlandet i utländsk valuta vilket medförde ytterligare negativa effekter när rubelförsvagningen accelererade. Majoriteten av den utländska skulden spåras dock tillbaka till råvaruexportörer som har dollarinträcker att matcha deras utländska skulder med.

Slutet av 2008 och början av 2009 har utgjort en försämring av den operationella tillvaron för ryska banker. I slutet av januari, hade centralbanken i huvudsak slutfört en snabb devalvering av rubeln, vilket försvagade den ryska valutan med omkring 50 procent jämfört med nivåerna under sommaren 2008. Realräntorna blev snabbt positiva som ett resultat av att utländskt kapital lämnade Ryssland och att externa marknader förblev i stort sett stängda för ryska låntagare. Företagens vinster har minskat, och befolkningens reallöneökningar minskar som en återspeglning av den övergripande makroekonomiska nedgången i Ryssland. Statistik om reala disponibla inkomster kan dock vara underskattade som vanligtvis förekommer under de perioder när

Privatlån i procent av BNP, 2007

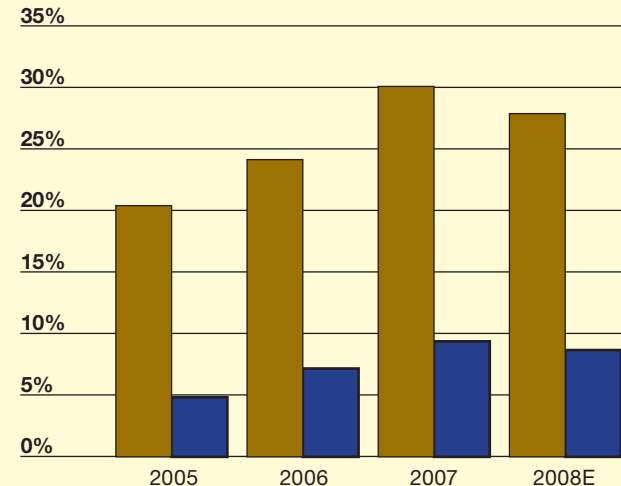
Källa: UBS



Rysk skuldsättning som procent av BNP

Källa: CBR

Företagslån Privatlån



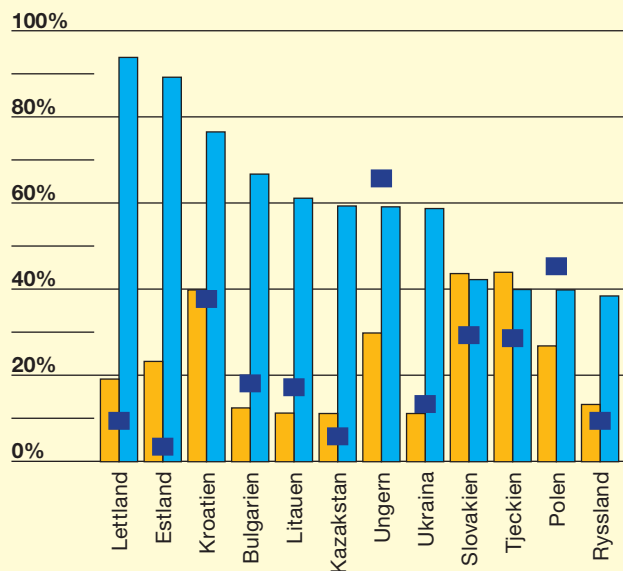
Fallstudie: Utsikter för konsumentkrediter i Ryssland

Kreditgivning till privatsektorn och statsskuld

I procent av BNP. Källa: EBRD, ING

Kredit 2000 Kredit 2007

Statsskuld 2007



befolkningen köper intensivt utländsk valuta. Den ryska konsumenten har hittills visat sig vara relativt motståndskraftig, då den reala konsumtionen i januari steg 2 procent i årstakt och detaljhandeln har fortsatt att öka. Arbetslösheten kommer oundvikligen att stiga då företag anpassar sin kostnadsbas för de utmanande tiderna. Nettoeffekten av dessa trender är att ryska låntagares återbetalningskapacitet har försvagats och orosmoln över bankernas tillgångskvalitet börjar hopa sig.

Banksektorns tillgångskvalitet och förfallna lån

På grund av den makroekonomiska avmattningen kommer det att ske en ökning av dåliga krediter som

resulterar i en försämrad kvalitet på banktillgångar. Så kallade Non Performing Loans (NPLs), det vill säga ett lån där räntebetalningar eller amortering har förfallit med 90 dagar eller mer, är på uppgång och kommer sannolikt att fortsätta att växa. Förhållandet mellan NPLs till totala lån som rapporterats av ryska centralbanken (CBR) tredubblades i årstakt under år 2008 till 3,8 procent, drivet av konjunkturunedgången, devalveringen och positiva realräntor. Ökningen under 2008 var dock främst drivet av företagssegmentet då privatsegmentet släpade efter.

Det finns skillnader i mätmetod och definitioner av NPLs enligt ryska (RAS) och internationella (IFRS) redovisningsstandarder och även ryska banker emellan. De RAS siffror som rapporterats av CBR är inte de mest pålitliga och har en fallenhet att underdrivas. Bilden kan målas väsentligt annorlunda enligt IFRS. VTB, Rysslands näst största bank, guidade att dess NPLs enligt IFRS är betydligt högre än under RAS. Enligt VTBs VD, Andrei Kostin, uppgick NPLs till ungefär 3,8 procent i slutet av 2008 jämfört med 1,7 procent under RAS.

Utsikterna för tillgångskvaliteten från ryska bankers ledningar och tjänstemän på CBR är i allmänhet ganska dystra. VDN för Sberbank, Rysslands största bank, sade vid World Economic Forum i Davos att andelen förfallna lån kan uppgå till 10 procent i slutet av 2010. Andrei Kostin, VD på VTB, ville inte ge en prognos för 2009 men sade att i ett sämsta scenario är andelen av dåliga lån upp till 10 procent. Russian Standard Bank, den ledande banken inom konsumtionsfinansiering i Ryssland, sade att NPLs avslutade 2008 på drygt 3 procent och uppskattade att det skulle trenda emot 5 procent mot slutet av 2009. Finansminister Alexei Kudrin har också guidat för att försenade lån under 2009 till cirka 10 procent, nära vad som har uttalats från de större bankerna. Många

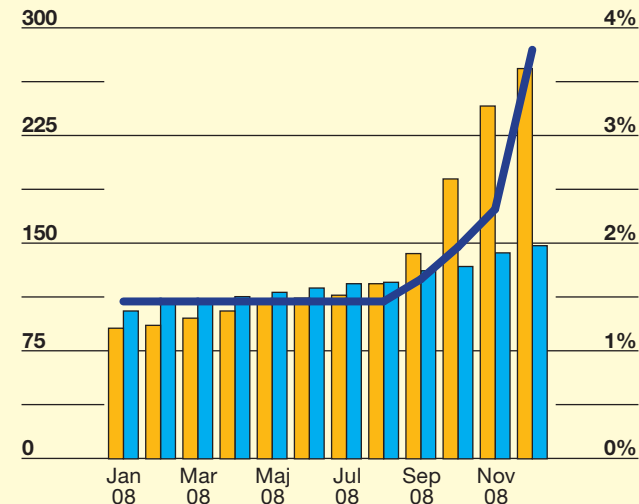
Sektorgenerella NPLs (företag och privat)

MUSD. Källa: CBR, Renaissance Capital

NPLs företag (vä)

NPLs privat (vä)

NPLs totalt, % (hö)



av de ryska bankerna har också ökat reserveringarna för förluster på dåliga lån.

Erfarenheter från tidigare bankkriser i tillväxtmarknader

Eftersom det ryska banksystemet är förhållandevis ungt med internationella normer och landet aldrig upplevt en riktig kreditykel finns det en stor osäkerhet om vilken nivå NPLs så småningom kommer att nå i Ryssland. Erfarenheterna från tidigare bankkriser i olika tillväxtmarknader kan ge en viss vägledning om vad som kan förväntas i termer av NPLs, även om skillnader i definitionen och mätning begränsar möjligheten att dra direkta slutsatser. Det

Fallstudie: Utsikter för konsumentkrediter i Ryssland

har förekommit många tidigare exempel som alla har haft olika kännetecken och visat varierande likheter med situationen i dag.

Att använda tidigare cykler att förutse var NPLs toppar kan vara missvisande på grund av olika definitioner och avskrivningspolicyer. Exempel på förbättringar som skulle kunna lindra NPLs denna gång är en övergång från företagsutlåning till mindre riskabel privatutlåning (diskuterbart) samt förbättrad riskkontroll bland både långgivare och låntagare.

Tidigare bankkriser

Land	År	Topp i NPL, %
Mexiko	1994	19
Turkiet	2000	28
Sydkorea	1997	35
Tjeckien	1996	18
Kroatien	1998	10,5
Norge	1991	16,4

Källa: IMF, Haver

Tabellen till vänster listar en handfull länder som tidigare har genomgått en bankkris. Med tanke på stora skillnader i makroekonomiska variabler och villkor, är en uppdelning mellan länderna berättigad. Mexiko, Turkiet och asiatiska länder som Thailand, Indonesien och Korea stod alla inför allvarliga makroekonomiska chocker som i sin tur ledde till fullt utvecklade finansiella och ekonomiska kriser åtföljda av stora devalveringar, nedgångar i BNP, massiva samtida uttag från banker etc. Den asiatiska bankkrisen ses som ett sämsta tänkbart scenario och dessa ekonomiers erfarenheter visar att problemen med tillgångskvalitet kan bli mycket allvarliga.

Alla de belysta länderna hade NPLs långt över 20 procent av bruttolånen medan vissa marknader (såsom Korea) noterade NPL-nivåer över 30 procent på höjden av krisen. De här erfarenheterna är dock inte representativa för situationen i Ryssland i dag, där en fullständig bankkris med kontosparare i massflykt från bankerna har kunnat undvikas. Tabellen nedan poängterar de viktigaste skillnaderna mellan den asiatiska krisen med Ryssland idag. De exemplifierade länderna noterade en betydande

(mer än 5 procent) kontraktion i real BNP, devalveringar av en mycket större omfattning än rubeln hittills, en avsevärd ökning av arbetslösheten, och de tenderade att ha en hög grad av belåning i allmänhet i kombination med mycket lägre valutareserver. Som sådan ger de inte en bra indikation på var NPLs i Ryssland kan nå. Därmed är oron för att Ryssland kommer att erfara något som liknar den asiatiska finanskrisen i slutet av 1990-talet mycket överdriven.

Kroatien, Tjeckien och Norge däremot visar fler likheter med den ryska situationen som kännetecknas av låg belåning i allmänhet, låg skuldsättningen bland privatpersoner, en stark offentlig balansräkning, betydande valuta reserver samt betydande inblandning av den offentliga sektorn. Som ett resultat av dessa kriterier ger de allra flesta tidigare erfarenheter av bankkriser begränsad vägledning för Ryssland. De östeuropeiska ländernas erfarenhet i mitten till slutet av 1990-talet kan dock ge insikt, eftersom de hade en liknande utspridning av krediter som för närvarande finns i Ryssland, och regeringarna var inte överbelastade med skuld.

Dessutom är erfarenheten från den norska krisen i

Jämförelse mellan Ryssland och östeuropeiska länder idag, och asiatiska länder 1997

	Asiatiska länder före krisen 1997					Östeuropeiska länder idag						
	Thailand	Indonesien	Sydkorea	Malaysia	Filippinerna	Ungern	Bulgarien	Ukraina	Rumänien	Polen	Tjeckien	Ryssland
Export som andel av BNP	38%	26%	27%	77%	31%	80%	71%	41%	26%	41%	76%	30%
Extern skuld/BNP	75%	65%	27%	50%	59%	130%	104%	64%	50%	49%	40%	32%
- andel kortsiktig skuld	34%	24%	39%	32%	23%	12%	37%	29%	19%	23%	32%	21%
- andel kortsiktig skuld/BNP	26%	16%	10%	16%	14%	17%	39%	18%	9%	12%	13%	7%
Valutareserver/BNP	18%	8%	4%	22%	10%	21%	34%	19%	19%	12%	17%	23%
Valutareserver/kortsiktig extern skuld	71%	53%	38%	140%	74%	130%	89%	106%	201%	100%	132%	343%
Topp i NPL-andel	33%	33%	35%	30%	20%							
Min. BNP-tillväxt	-10,50%	-13%	-6,90%	-7,40%	-0,60%							

Källa: OECD, IMF, Nomura research

Fallstudie: Utsikter för konsumentkrediter i Ryssland

början av 1990-talet användbar att belysa, eftersom ekonomin hade många likheter, bland annat beroendet av oljepriset, styrkan av den offentliga balansräkningen, en uppsving i kreditgivning före krisen, en räntechock liksom påfrestningar på handelsbalansen och valutan. På sin höjd varierade NPLs i denna grupp från 11 till 18 procent.

Även om det är tydligt att Ryssland upplever en betydande makroekonomisk nedgång, är dess ställning fortfarande långt bättre än i alla länder som undersökts under deras tidigare upplevelser. Reserverna på 384 miljarder USD matchar nästan de totala företags-, bank-, och statsskulderna. Valutan har devalverats med cirka 50 procent och det har skett en viss ökning av arbetslösheten, men inte alls så dramatisk som i de exemplifierade länderna. Med tanke på att Ryssland har en stor offentlig sektor som inte kommer att skära ned på jobben under rådande omständigheter, kommer arbetslösheten sannolikt att stiga men inte i en dramatisk omfattning. En annan viktig differentierande faktor är den relativt låga belåningsgraden både bland företagen och bland privatpersonerna.

Den totala låneutspridningen av företagslån ligger på 28 procent av BNP och totala privatlån på 9 procent. Totala skulder till eget kapital och skulder till EBITDA för företag som representerar 80 procent av ekonomin är 0,18 respektive 0,85. De allra flesta stora företag har antingen en begränsad skuld eller goda kassaflöden, vilket gör att de kan möta återbetalningar och uppfylla sina låneåtaganden. Överbelånade ryska oligarker är huvudproblemet, men det i sig kommer osannolikt att inverka på Rysslands makroekonomiska läge. Om tidigare erfarenheter som har liknande egenskaper som Ryssland i dag är något att döma av, så kan ett NPL-tal på 10–18 procent tyckas rimligt. Det är mycket osannolikt att Ryssland kommer att genomgå en fullständig bank-

kris som setts i andra länder under 1990-talet där förfallna lån har löpt bortom kontroll och överstigit 20 procent.

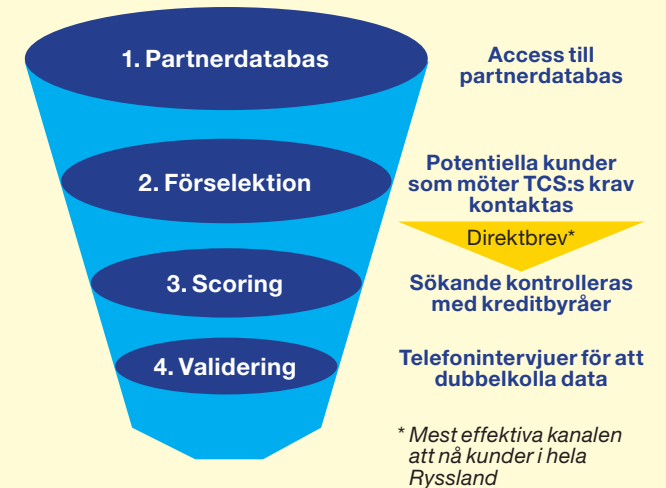
Riskhanteringsprocessen på TCS

TCS:s affärsverksamhet är bankverksamhet riktad mot privatpersoner i Ryssland och fokuserad på att utfärda och serva kreditkort. Affärsmodellen har byggts upp och anpassats för den specifika marknaden. Som sådan är processen med kundförvärv och kreditgivning mycket avancerad för att minska riskerna förknippade med kreditkortsutlåning i Ryssland.

Bolagets huvudsakliga målgrupp är utbildade stadsinvånare i åldern 25–45 i alla regioner av Ryssland och med en inkomst över 500 USD per månad. Det här omfattar 54 miljoner människor och utgör 35 procent av den ryska befolkningen. Kundsegmentet lokaliseras och målriktas genom databaser som förses av partners till TCS. Typiska partners inbegriper försäkringsbolag eller kabel-TV-bolag som håller register över kundernas regelbundna betalningar av räkningar. Grovgallringen av kunder baseras på kriterier såsom betalningshistorik, demografi och beteendemässiga data. De potentiella kunder som uppfyller TCSs kriterier blir därefter kontaktade via post med en bifogad inbjudan om att ansöka om kreditkort. Sökande kontrolleras sedan automatiskt med de tre ledande oberoende kreditinstituten i Ryssland. Förutom detta blir de sökande validerade och kontrollerade av bolagets kundcenter.

TCS inkasseringsprocess omfattar fyra steg; förinkasso (5 dagar före förfalldatum), tidig inkasso (7–30 dagars betalningsförsening), mjukinkasso (31–90 dagars betalningsförsening) och hårdinkasso (90+ dagars betalningsförsening). Förinkassoskedet är utformad som en förlängning av TCS kundservicefunktion och påminner kunden om förfalldatum

TCS:s kundförvärvsprocess



TCS:s inkassoprocess



Fallstudie: Utsikter för konsumentkrediter i Ryssland

och belopp. Tidig inkasso syftar till att identifiera orsakerna till kundernas uteblivna betalning, för att hjälpa de kunder med betalningssvårigheter, samla in betalningar, och identifiera de kunder som sannolikt inte kommer att betala för att vidarebefordra dem till det hårda inkassoskedet. Den fjärde och sista etappen av inkasso är vanligtvis utkontrakterad till inkassobolag såsom Sequoia Credit Consolidation, Pristav och FASP.

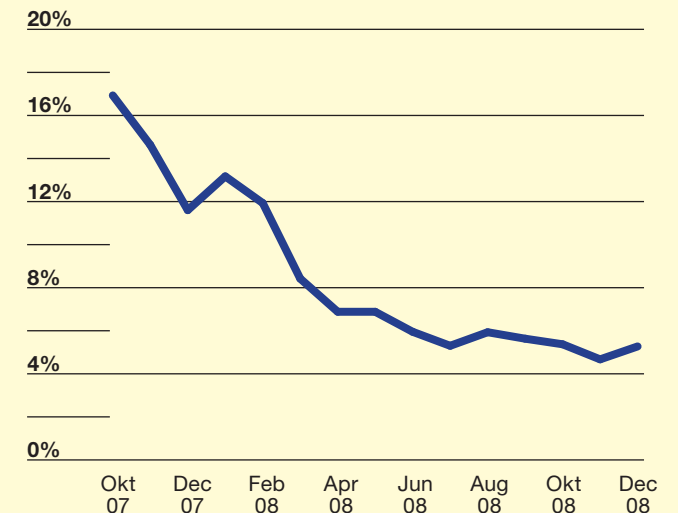
De kreditrisker TCS utsätts för härstammar främst från två källor: bedrägerier och ekonomiska orsaker. Bedrägeri, det vill säga när en låntagare inte har för avsikt att återbetala ett lån, utgör en stor del av kreditförluster för traditionella banker inom konsumtionskrediter i Ryssland. Genom att välja ut potentiella kunder och att matcha personliga indexerade och kodade erbjudanden med inkommande ansökningar, minskar TCS risken för bedrägerier avsevärt. Ekonomiska kreditförluster mildras genom att kontinuerligt förbättra poängsystemet och inkasseringen. Monetära förluster reduceras också med hanteringen av kreditlimiter. Företaget har etablerat en kreditkommitté som ansvarar för godkännande av kreditgränser för enskilda låntagare och även om godkännande av ett kreditkortslån. Beslutet baseras på uppgifter om den potentiella kundens sociala och materiella status, arbetsplatsinformation och inkomststatus samt kontroller med kreditbyråer.

Som ett resultat av de avancerade och förbättrade metoderna har kvaliteten på godkända lån visat en stadig utveckling. Nivåerna för uteblivna första betalningar har förbättrats och stabiliserats som en följd av förbättrad kvalitet på nya kunder. Ökad verifiering och högre träffar hos kreditinstituten har också förbättrat ursprungskurvor för 90+ dagars betalningsförsening. Under 2008 har bolagets kreditgivningspolicy förbättrats månad för månad, vilket leder till bättre tidiga riskindikatorer för nya krediter. Detta

exemplifieras av minskningen av antalet kunder 30 dagars försening eller mer på sitt tredje utdrag som minskade från 13,9 procent den 31 december 2007 till 5,5 procent den 31 december 2008. Denna riskindikator är lägre än för ledande jämförbara kreditkortsutgivare på marknaden. TCS har ytterligare minskat ursprungliga gränsvärden för nya kunder till 12 000 RUB (cirka 300 USD) i december 2008 för att hantera riskerna när Ryssland går in i en ekonomisk avmattning och för att hantera likviditeten. Men med tanke på de ogynnsamma utsikterna för den globala ekonomin, den kraftiga försämringen i Rysslands reala ekonomi under fjärde kvartalet 2008 och början av 2009, liksom ökad arbetslöshet, räknar företaget med en försämring av portföljkvaliteten under första halvåret av 2009. Som ett resultat skulle den genomsnittliga årliga reserveringarna under 2009 kunna överstiga 15 procent och TCS bygger upp reserveringar för kreditförluster som följd.

TCS: Utebliven första betalning

Oktober 2007–december 2008. Källa: Företagsdata



TNK-BP Holding är Rysslands tredje största oljebolag i termer av produktion med SPE-reserver på cirka 10 miljarder fat olja. Produktionen uppgår till omkring 1,4 miljoner fat per dag. Bolaget är ett dotterholdingbolag till TNK-BP, en joint venture mellan British Petroleum och Alfa Group/Access Renova. Bolaget är helt integrerat med en stark närvaro i downstream-segmentet där det äger 5 raffinaderier, fyra i Ryssland och ett i Ukraina, varav två har direktaccess till Moskva. TNK-BPs distributionsnät spänner över centrala Ryssland och Ukraina och omfattar omkring 1 600 bensinstationer.

Det svagare oljepriset krossade vinsterna för ryska oljeproducenter inom upstream-segmentet under det fjärde kvartalet 2008, trots ryska regeringens jäktade försök att anpassa exporttullarna. Varje fat olja som utvanns för export var förlustbringande redan innan företagets rörelsekostnader samt indirekta kostnader dragits av. Relativt robusta priser för inhemska råolja produkter, särskilt på detaljhandelsnivå kompenserade integrerade företag såsom TNK-BP något. Detta bekräftades av BP:s delårsrapport för fjärde kvartalet, vilket antydde att TNK-BP var förlustbringande under kvartalet, även om redovisningsjusteringar gör det exakta beloppet oklart. Upstream-segmentet kommer att se betydande förbättringar under första kvartalet 2009, vilket tillåter för ytterligare försvagning i oljepriset. Huvuddelen av förbättringen beror på att reduktionen av statliga exporttullar med 10 USD per fat får fullt genomslag. Rubeldepreciering kommer också att gynna bolaget eftersom många av kostnadsposterna är knutna till den lokala valutan.

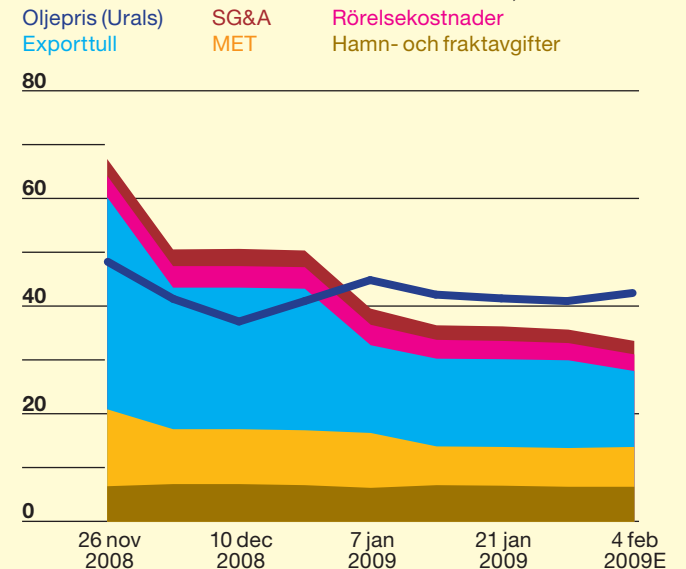
Under 2009 kommer kostnadsbesparande åtgärder av TNK-BP i första hand avse borning vid traditionella operativa områden vilket omfattar projekt som är just nu är i ett initialt skede. Omsättningen beräknas att minska med 42 procent till 24,1 mil-

jarder USD för 2009 på grund av ett lägre realiserat oljepris. Likväl, med en EBITDA-marginal över 20 procent, har TNK-BP gott om medel för att hålla utdelningen på en hög nivå efter att ha tillgodosett sitt investeringsprogram som är uppskattat till i storleksordningen 3,0 till 3,3 miljarder USD.

TNK-BP:s oljeproduktion minskade med en procent på årsbasis under det fjärde kvartalet 2008 i linje med genomsnittet i den ryska oljeindustrin. De största producerande dotterbolagen till det rysk-brittiska samriskbolaget visade överlag relativt stabil produktion från 2007 till 2008. Bolaget siktar på att hålla produktionen ungefär oförändrad i år också, genom att lägga större tonvikt på utvecklingsprojekten Uvat och Verkhnechonskoye.

Oljepris Urals jämfört med ryska genomsnittliga produktionskostnader per fat

26 nov 2008–4 feb 2009E. USD/fat. Källa: Alfa Bank, FSUE



Bolag	FCF/fat, EV/Produktion, 2009E USD/boe	EV/Reserver, 2009E USD/boe
Rosneft	2,7	64,9
LUKoil	2,6	43,3
TNK-BP	7,3	24,5
Surgutneftegaz	0,0	40,4
Gazprom Neft	2,6	55,5
Tatneft	-1,2	28,7

Källa: Citigroup, UBS

Kontakt East är ett svenskt holdingbolag som investerar i bolag med hög tillväxt, primärt Internetrelaterade medieföretag i Ryssland samt närliggande marknader. Vostok Nafta grundade Kontakt East 2006 i samband med förvärvet av Eniros verksamhet inom katalogmedia i Ryssland (Eniro är det ledande nordiska sökbolaget inom Gula Sidorna-kataloger, internet och mobila tjänster). Kontakt East påbörjade under 2007 konsolideringen av marknaden för katalogmedia i Ryssland och startade också verksamhet inom internethandel. I mitten av 2008 tog Vostok Nafta tillsammans med Kinnevik bolaget från börserna då de administrativa kostnaderna från att vara noterat övervägde fördelarna. Ytterligare orsaker till utköpet var en ökad förmåga att förbättra rapporteringsstrukturen och bolagsstyrningen samt behovet av en längre tidshorisont för att positionera Kontakt East.

För närvarande har Kontakt East investeringar inom affärssegmenten Directory Services och Consumer eCommerce. Directory Services erbjuder sina kunder kataloger både online och i tryck via Ryska Gula Sidorna som har en ledande marknadsposition efter tre genomförda förvärv. Directory Services publicerar tryckta kataloger i Moskva, St Petersburg och åtta andra ryska regioner. Tjänster erbjuds också online via internetsidan yellopages.ru samt per telefon. Consumer eCommerce erbjuder konsumentbaserade onlinetjänster vilket omfattar internetsidor för andrahandsannonser och auktioner. Verksamheten påbörjades under våren 2007, och webbplatsen avito.ru lanserades i oktober 2007, och avitok.ru kort därefter. Koncernen har totalt cirka 800 anställda.

Liksom många andra branscher, led ryska annonsmarknaden av en allvarlig nedgång under fjärde kvartalet 2008 med dystra utsikter för 2009. Merparten av minskningen i annonsbudgetar väntas

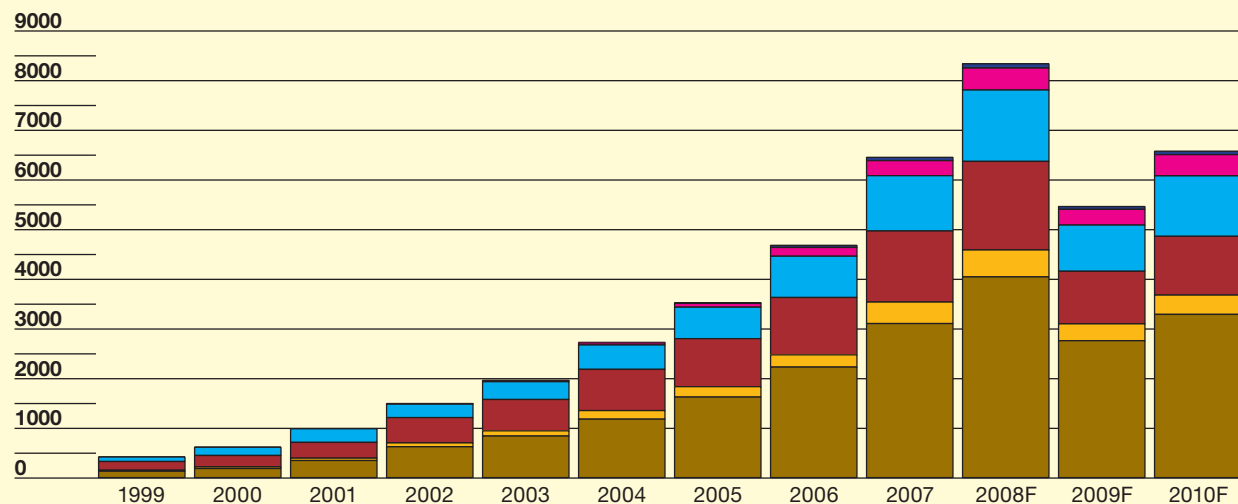
komma från stora multinationella företag som slår hårdast mot radio-, tryck- och utomhussegmenten. TV och internet kommer sannolikt att vara de minst drabbade. Kontakt East har känt av nedgången, men inte upplevt samma dramatiska nedgång som branschen i helhet. Företagets kunder är främst små företag som använder Kontakt East som enda marknadsföringskanal.

De preliminära finansiella resultaten för 2008 är en besvikelse då försäljningen ökade 12 procent men med högre kostnader som tyngde lönsamheten. En rad motverkande åtgärder vidtas vilket omfattar minskningar av back office-kostnader inom Yellow Pages. Administrativa kostnader på bolagets huvudkontor har reducerats med 50 procent sedan avnoteringen och ledningen kommer nu att minska sina fasta löner i utbyte mot prestationsbaserad ersättning.

När nödvändiga åtgärder nu vidtas kommer Kontakt East att fortsätta att utöka sin verksamhet med fokus på förbättrad lönsamhet framöver. Företagets mål är att generera en årlig försäljning på 200 miljoner SEK innan 2011 med en EBITDA-marginal på 10 procent. På längre sikt finns en stor potential i och med företagets internetfokus vilket sannolikt kommer att öka sin andel av de totala intäkterna. Med ett femårs-perspektiv är koncernen inställd på att nå en årlig omsättning på 320 miljoner SEK med en förbättrad rörelsemarginal runt 20 procent. De viktigaste externa drivkrafterna för verksamheten såsom ökning av annonseringsbudgetar, disponibel inkomst och Internetspridning i Ryssland är strukturella tillväxtteman för ekonomin och har stor uppsida på lång sikt.

Ryska annonsmarknaden

1999–2010F. MUSD. Källa: AKAR, ING



Inom Yellow Pages finns nu en högkompetent ledningsgrupp på plats. Från och med 2009 kommer en ny säljorganisation att inrättas för att öka försäljningen och samtidigt öka effektiviteten och fokusera på kostnadskontroll. 25 procent av back office-personalen har blivit uppsagd på Yellow Pages, allteftersom affärsprocesser kontinuerligt ses över. Den smärtare organisationen gör det möjligt för divisionen att nå break-even även i ett värsta scenario som antar en nedgång på 30 procent av försäljningen under 2009 från året innan. Yellow Pages skulle rimligen kunna visa relativ styrka i det aktuella klimatet eftersom det något grovt ses som "de fattiga bolagens marknadsföringskanal". Gula Sidorna har traditionellt setts som en marknadsföringskanal företag emellan i Ryssland. Fokus ligger på att skifta mot en tydligare konsumentinriktning samt att öka konsumenternas medvetenhet om fördelarna och möjligheterna som finns att tillgå får den unika databasen över ryska bolag. Över tiden kommer också onlinesegmentet att växa proportionellt större då divisionen nyttjar kunskapen och erfarenheten inom internet som den besitter.

Inom Consumer eCommerce har omsättningstillväxten varit stark om än från en låg nivå. Statistiken från webbplatserna online visar uppmuntrande tecken och marknadsföringskostnader optimeras ytterligare. 30 procent av de anställda inom divisionen har skurits ned eftersom den tekniska plattformen har kommit på plats och är igång. Under 2009 kommer Consumer eCommerce att vara en av de få med möjligheten att investera medan en del av konkurrenterna förtvinar på grund av finansieringssvårigheter. Potentiella mediasamarbeten är också en möjlighet som kommer att utvärderas under året. En kritisk massa håller på att uppnås och över tiden har segmentet en stor potential för tillväxt och lönsam-

het om erfarenheter på mer utvecklade marknader är något att döma av.

Det finns en stor potential för medie-, internet- och annonseringstjänster i Ryssland. Annonsmarknaden är i ett tidigt skede då en framväxande medelklass än så länge inte gett ordentligt genomslag på annonseringen per capita, jämfört med länder i väst. Internetanvändandet bland ryssar är också i ett tidigt skede, men visar en exceptionellt hög tillväxt.

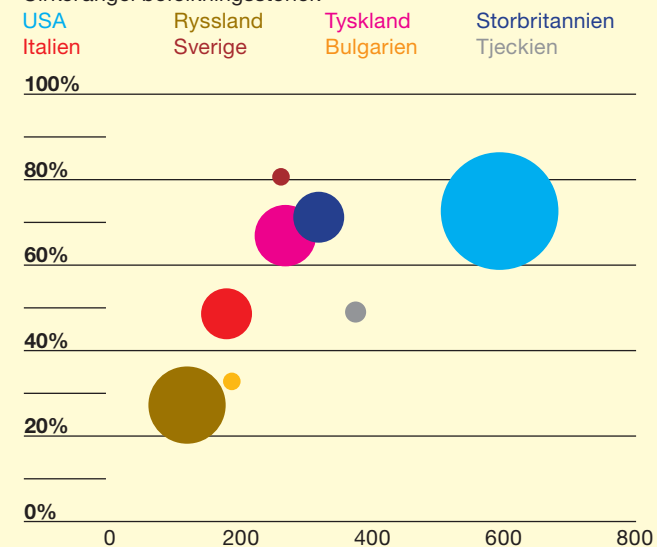
Finansiell sammanställning, 2008F

	2006	2007	2008
Omsättning	80,1	134,4	150,7
EBITDA	1,9	-31,8	-49,3
EBIT	-7,8	-43,6	-63,8

Källa: Företagsdata

Internetspridning, annonsering per capita och befolkning

Internetspridning, % (vänster skala)
Annonsering i USD per capita, USD (undre skala)
Källa: Internetworldstats.com, ING Bank
Cirkel anger befolkningsstorlek

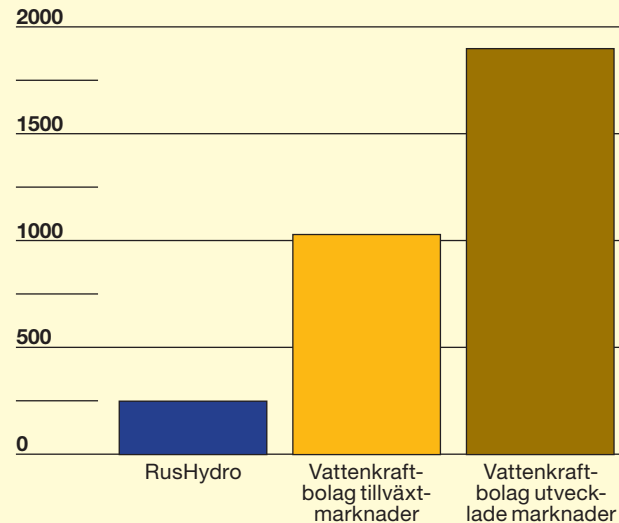


RusHydro bildades under 2008 genom konsolideringen av 21 ryska vattenkraftverk och en efterföljande notering av aktier på RTS och MICEX. RusHydro är med sin kapacitet på 25 000 MW det största kraftbolaget i Ryssland och det näst största vattenkraftbolaget i världen efter Quebec Hydro. Majoriteten av kapaciteten (57 procent) finns i europeiska delen av Ryssland medan återstoden finns i Sibirien (30 procent) och Östra delen av Ryssland (13 procent). Bolaget kontrollerar 11 procent av den totala energikapaciteten i Ryssland och nära 30 procent i de östra regionerna.

RusHydro släppte sitt preliminära resultat för 2008 i januari och ledningen gav också en uppdaterad prognos för 2009. Företaget räknar med att EBITDA för 2008 kommer landa på 1,24 miljarder USD, vilket motsvarar en 72 procentig ökning från 2007.

Börsvärde/kW kapacitet

USD/kW. Per 28 november 2008. Källa: Goldman Sachs



RusHydro påpekade också att indrivning av betalningar från kunder stod fast vid omkring 98 procent under 2008. Riskerna är att kontantinsamlingen kan försämrans under 2009, men företaget vidtar snabba åtgärder mot dem som inte betalar genom att stänga av strömtillförseln.

För 2009 gav RusHydro en mer försiktig prognos än vad marknaden hade förväntat sig på grund av mer konservativa antaganden för det oreglerade elpriset. Det finns dock potential på uppsidan, då gastariffer sannolikt kommer att höjas ytterligare senare i år, vilket driver upp kostnaderna för prissättande gaseldade generatorer och slutligen elpriset. Bolaget räknar med en försäljning på 2,6 miljarder USD och en 10 procentenheters förbättring av EBITDA-marginalen från förra året till 60 procent. Större delen av 2009 års vinster som drivs av bekräftade höjningar av reglerade tariffer, kommer att allokeras till flera investeringsprojekt som uppskattas till totalt 1,5 till 2 miljarder USD. Marknaden reagerade positivt på nyheten, då det visar prov på RusHydros relativa operationella styrka under svåra ekonomiska förhållanden.

Den långsiktiga potentialen för RusHydro är fortfarande hög, eftersom en allt större del av produktionen kommer att säljas till oreglerade priser. Skillnaden mellan avreglerade och reglerade tariffer kan vara så mycket som tiofaldig. Förra året sålde RusHydro cirka 10 procent av sin el till marknadspriset på cirka 30 USD per MWh och resten till det reglerade priset. Under 2009 förväntas RusHydro sälja omkring 30 procent av sin produktion till marknadspris och resten till det reglerade priset.

Elförsäljning och elpriser, reglerade och avreglerade marknader

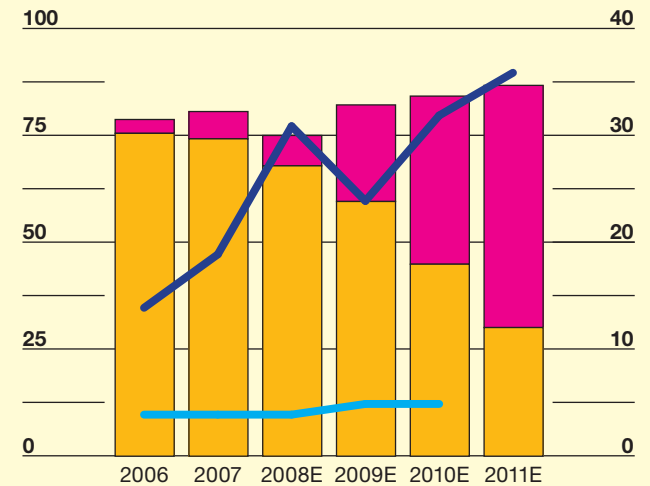
Källa: UBS, Credit Suisse

Elförsäljning – avreglerad marknad, tusen GWh (vänster skala)

Elförsäljning – reglerad marknad, tusen GWh (vänster skala)

Genomsnittligt avreglerat elpris, USD/MWh (höger skala)

Genomsnittligt reglerat elpris, USD/MWh (höger skala)



Den globala efterfrågan på kol visar fortsatt svaghet – men borde kunna visa en viss motståndskraft när det gäller energikol

När vi nu upplever en global ekonomisk avmattning och slutet på en lång uppåtgående cykel, särskilt för råvarubolagen, tillsammans med en temporär paus för hela tanken om en supercykel, kommer de medellånga konsumtionstrenderna för energikol att påverkas av flera utvecklingsmönster som står i kontrast till varandra. Under 2009 kommer de viktigaste faktorerna som påverkar såväl volym som pris för koks och energikol att vara omfattningen av den globala ekonomiska avmattningen, samt fallet i produktionen av järnmetall.

Av det flertal olika typer av metallurgiskt kol som används i stålproduktionen: hård koks, medelmjuk koks och pulveriserad kolinjektion, kan de två sistnämnda också användas för energiframställning.

Mot bakgrund av detta kan alltså det överskott av koks (metallurgiskt kol) som förväntas uppstå under 2009 som en effekt av en nedgång i den globala stålproduktionen om 12 miljoner ton med största sannolikhet komma att utgöra ytterligare en faktor som sätter press på energikolspriserna under den närmaste framtiden. Energitolspriserna i Europa har redan fallit från en högsta notering kring 200 USD/ton förra hösten till omkring 77 till 80 USD/ton i december. Detta beror på en svag efterfrågan och ett mycket rikligt utbud. För närvarande är priserna på medelmjuk koks ner 50 procent – från en topp kring 250 USD/ton i början av 2008. Uppfattningen är att dessa priser till och med kan komma att falla lägre än prisnivåerna för energikol, om säljarna blir tillräckligt desperata och försöker att flytta kolet. Världen över står producenter av medelmjuk koks och kol för pulveriserad kolinjektion med brutna kontrakt – och står därför inför valet att antingen skära ner produktionen, eller sälja det kol man producerar till stora rabat-

ter som gör produktionen olönsam. Situationen är särskilt tuff för de ryska gruvföretagen, då många av dem (till exempel Belon) producerar såväl koks som energikol.

Vissa av dessa bolag har investerat i anläggningar för att producera medelmjuk kolkoncentrat från högkvalitativt energikolsmaterial, men finner nu begränsad eller ingen efterfrågan för sin produktion. Majoriteten av de ryska koksproducenterna har redan börjat stänga ner produktion, vilket bidrar till att lösa problemet med ett överutbud på koks. Samtidigt innebär denna utveckling att samtliga produktionskostnader skiftas över till energikolet, vilket leder till en ytterligare press på exportmarginalerna.

Den globala handeln med energikol förväntas nu falla med 2,6 procent under 2009 jämfört med föregående år – till en nivå om 699,7 mmtn, vilket kan jämföras med den tidigare prognosen som pekade på en tillväxt om 3,2 procent till 746,9 mmtn. Allt detta enligt nyligen publicerade siffror från the Australian Bureau of Agricultural and Resource Economics (ABARE). Enbart den asiatiska kolimporten spas nu falla med 3,2 procent till 378,9 mmtn under 2009, att jämföra med en tidigare prognos om en tillväxt med 3,2 procent till 411,9 mmtn. Efterfrågan från Japan, världens största importör av energikol, förväntas falla med 7,4 procent under 2009 jämfört med 2008 – då alternativa metoder för att framställa el återstartas eller nybyggs, till exempel kärnkraft och gaseldade kraftverk.

Kina, som för närvarande är världens sjätte största kolexportör, beräknas nu inte bli en nettoimportör av kol förrän 2011 – snarare än 2009 som angivits i tidigare prognoser. Den europeiska importen av energikol kommer sannolikt att falla fem procent under 2009 då recessionen i flera av Europas ledande ekonomier, däribland Tyskland och Spanien, verkar hämmande på efterfrågan på elektricitet. Indien kommer dock,

Global handel med energikol, 2008–2010E

	2008	2009E	Förändr. årstakt	2010E	Förändr. årstakt
Världshandel	718,6	699,7	-2,6%	723,0	3,3%
Import (miljoner ton)					
Asien	391,5	378,9	-3,2%	400,6	5,7%
Kina	34,0	33,0	-2,9%	40,0	21,2%
Taiwan	62,0	62,0	0,0%	64,5	4,0%
Indien	34,0	40,0	17,6%	47,0	17,5%
Japan	135,0	125,0	-7,4%	126,0	0,8%
Sydkorea	73,5	69,0	-6,1%	71,0	2,9%
Europa	233,9	221,8	-5,2%	220,0	-0,8%
Övriga	93,2	99,0	6,2%	102,4	3,4%
Export (miljoner ton)					
Indonesien	198,0	203,0	2,5%	212,0	4,4%
Australien	126,3	128,0	1,3%	133,0	3,9%
Ryssland	80,0	81,0	1,3%	81,5	0,6%
Sydafrika	66,0	67,0	1,5%	70,0	4,5%
Colombia	68,0	69,0	1,5%	74,0	7,2%
Kina	42,0	41,0	-2,4%	40,0	-2,4%
USA	33,0	26,0	-21,2%	23,8	-8,5%
Övriga	105,3	84,7	-19,6%	88,8	4,8%

Källa: Australian Bureau of Agricultural and Resource Economics, kvartalsutgåva från mars 2009

Baltic Dry Index (BDI)

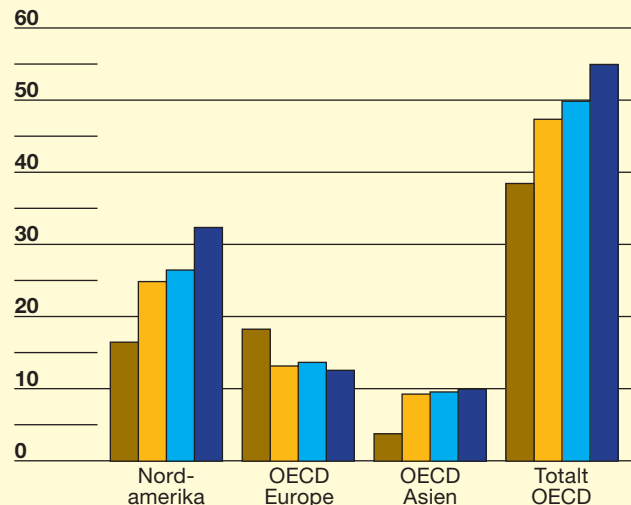
Januari 2006–mars 2009. Källa: The Baltic Exchange



Kolkonsumtionen inom OECD, per region

Biljarder Btu. Källa: Energy Information Administration

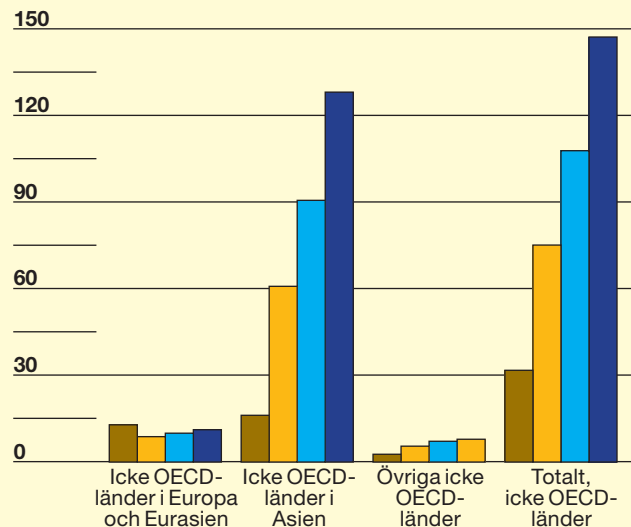
1980 2005 2015 2030



Icke OECD-länders kolkonsumtion, per region

Biljarder Btu. Källa: Energy Information Administration

1980 2005 2015 2030



med stöd av regeringens plan för att fördubbla den koleldade genereringskapaciteten fram till år 2017, att öka sin import med cirka 17,5 procent under de närmaste åren.

I det medellånga perspektivet ter sig utsikterna inte lika mörka, vilket vi tydligt ser om vi tittar närmare på den enskilt viktigaste måttstocken för global handelsaktivitet – the Baltic Dry Index (se figur *Baltic Dry Index (BDI)* på föregående sida). Efter att ha kollapsat och fallit närmare 95 procent från förra årets toppnoteringar har detta index mer än trefaldigats i värde under de två första månaderna 2009, vilket är en bra indikator på att handelsflödena nu återhämtar sig. Detta ger ytterligare bränsle åt förväntningarna på en återhämtning för tillväxten inom fler områden, inkluderande elektricitetsgenerering och konsumtion av energikol, från år 2010 och framåt. På lång sikt är det positiva scenariot för efterfrågan och prisutveckling på energikol fortfarande intakt, då den globala efterfrågan förväntas öka med 65 procent fram till år 2030 (se diagrammen till höger). Den ekonomiska tillväxten i länderna utanför OECD kommer att vara den främsta drivkraften bakom den kraftigt ökade efterfrågan på energikol, med Kina och Indien som trendledande länder. I länderna inom OECD förväntas en ökad efterfrågan från Nordamerika mer än väl kompensera en marginell nedgång i Europa. Generellt kommer efterfrågan på energikol endast marginellt att överträffa den allmänna energitrenden, då andelen kol i den globala energisammansättningen fram till 2030 förväntas öka med 2,6 procentenheter – för att landa på 29,1 procent.

Kuzbassrazrezugol (KRU) gynnas av en mindre exponering mot koks

KRU är för närvarande det företag som vi föredrar att äga inom den ryska kolsektorn, vilket beror på att bolaget har en betydande exponering mot energikol

De största ryska kolexportörerna, 2007

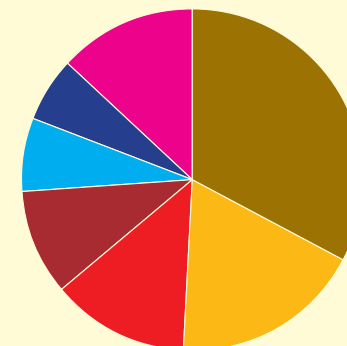
Koks		Energiokol	
Mechel	38%	SUEK	27%
Raspadskaya	14%	Kuzbassrazrezugol	24%
Sibuglemet	13%	SDS	13%
Vorkutaugol	9%	Mechel	7%
Sholokhovskaya	8%	Evrax	3%
Kuzbassrazrezugol	4%	Sibuglemet	3%
Övriga	14%	Övriga	23%

Källa: Metal Expert

Rysk energikolexport, 2007

Källa: Metal Expert

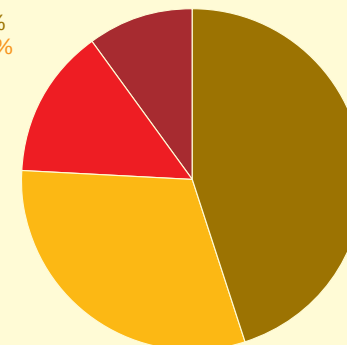
Västeuropa 33%
Asien 18%
Turkiet 13%
Östeuropa 10%
Forna Sovjetunionen 7%
Latinamerika 6%
Övriga 13%



Kuzbassrazrezugols intäkter, 2008E

Källa: Uralsibs prognoser

Inhemsk energikol 45%
Export av energikol 31%
Inhemsk koks 14%
Övriga 10%



och en relativt låg värdering – som beror på dålig ägarstyrning och användandet av så kallad transfer pricing. KRU kontrolleras av Iskander Makhmudovs företag Urals Metals & Mining Company (UMMC), en av Rysslands minst genomlysta strukturer vars huvudaktieägare aldrig uppvisat någon omtanke för minoritetsägarna. KRU är huvudsakligen en energikolsaktör (90 procent av volymen, 75–80 procent av intäkterna), och vi förväntar oss därför att bolaget ska ha en betydande motståndskraft i den nuvarande ekonomiska nedgången. Förutom de sektorsomfattande anledningarna som vi tidigare gått igenom har den ryska energikolsmarknaden ytterligare, specifika drag som utmärker denna (landets koleldade elgenereringskapacitet har konstruerats för använda en särskild typ av kol från specifika fyndigheter, och det krävs såväl tid som pengar för att ställa om dessa så att de kan acceptera kol från en annan leverantör), vilket ger kolleverantörerna vissa fördelar i prisförhandlingarna. KRU är Rysslands näst största energikolsproducent och har en diversifierad kundbas såväl i Ryssland som utomlands, vilket borde bidra till att bolaget kan undvika massiva betalningsinställelser från sina kunder.

Kuzbassrazrezugols skuldprognos, 2006–2012E

MUSD	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Kassa och likvida medel	14	16	10	223	258	553	1,081
Kortfristiga skulder	325	137	137	223	23		
Långfristiga skulder	319	683	346	23			
Total skuld	644	819	483	246	23		
Nettoskuld	630	803	472	23	(235)	(553)	(1,081)
EBITDA	123	167	1,340	635	828	1,077	1,205
Räntekostnader	34	52	71	41	19	2	
Nettoskuld/EBITDA	5.13	4.79	0.35	0.04	(0.28)	(0.51)	(0.9)
Räntetäckning	4	3	19	15	43	611	

Källa: Uralsibs prognoser

Även om koks har en mindre betydelse för KRU:s totala försäljning kan svagheten inom detta segment komma att sätta press på bolaget. KRU är inte kopplat till någon av järnmetallproducenterna och levererar alltså koks på den öppna marknaden. När anrikningsverken nu går på halv kapacitet är det troligt att de integrerade stålproducenterna i stor utsträckning kommer att köpa material från sina egna dotterbolag – vilket leder till att de oberoende producenterna, däribland KRU, blir de som får känna av den minskande efterfrågan. All denna press på intäkterna leder ofrånkomligen till att kostnadsbesparande åtgärder står högt upp på företagsledningens agenda. I januari 2009 offentliggjorde KRU att man endast kommer att investera 121 miljoner USD under 2009, vilket är 75 procent mindre än vad som investerades under 2008.

Bolaget borde kunna få en lättnad i form av lägre kostnader efter den senaste tidens svaghet för den ryska rubeln, då KRU:s samtliga kostnader är i rubel. Ägarstyrningen i bolaget håller också på att förbättras, om än långsamt. Förra året avskaffade KRU ett internt korsägande genom att slå samman sina två tidigare ägare CJSC Riostile och CJSC Kuzbasstrans till OJSC Kuzbassrazrezugol.

KRU fortsatte dock att använda sig av bolaget KRU Trade, ett bolag baserat i Schweiz, för att hantera sina exportaffärer – något som i praktiken innebär att en betydande del av kassaflödet från exportverksamheten hamnade utanför bolaget. Detta tillvägagångssätt drog föga överraskande till sig skattemyndigheternas intresse och indikationerna är nu att de kommer att upphöra från den 1 januari 2009 – även om de positiva effekterna av detta ännu inte kunnat skådas i bolagets rapporter.

En brist på genomlysning i bolagets rapportering gör det svårt att uppskatta de framtida resultaten och adderar en osäkerhet kring KRU:s skuldsituation, vilket givetvis är detta års hetaste ämne. Då bolaget efter 2006 upphörde med att rapportera sina finansiella resultat i enlighet med IFRS har det varit svårt att utläsa några detaljer kring detta i den ryska redovisningen. Baserat på den tabell över låneåterbetalningar som fanns publicerad i den sista rapporten i enlighet med IFRS, den för 2006, skulle KRU ha behövt betala tillbaka 72 procent av den skuld man då rapporterade att man hade mellan 2007 och 2008, plus ytterligare 21 procent under 2009. Dessutom tog bolaget på sig ytterligare 200 miljoner USD i skuld när man år 2007 gav ut obligationer. Ett möjligt skuldscenari, som nyligen presenterades i en analys från en lokal mäklarfirma, visar att KRU troligtvis har en rimlig skuldsättning i de nuvarande kreditkristiderna.

Bolagsjämförelse

	EV/ produktion, 2009E USD/ton	EV/ reserver, 2009E USD/ton	EV/ EBITDA, 2009E
Kuzbassrazrezugol	43	0.5	4
Kuzbass Fuel Company	57	0.6	2.8
Ryskt genomsnitt	91	0.6	7.6
Internationellt genomsnitt	103	1.4	3.4

Källa: UBS

Priargunsky Industrial Mining & Chemicals ("PGHO") härstammar från staden Krasnokamensk i Chita regionen och står för 93 procent av Rysslands uranproduktion. Bolaget producerar cirka 3 000 ton uran per år vilket ger Priargunsky en global marknadsandel på nästan 8 procent (enligt World Nuclear Association). PGHO bryter också betydande mängder energikol (13 procent av produktionen) som delvis används i dess egna kolkraftverk vilket gör bolaget fullt självförsörjande när det gäller elektricitet. 80 procent av bolaget ägs av Atomredmetzoloto ("ARMZ") som i sin tur kontrolleras av det statliga kärnkraftsbolaget AtomEnergProm. AtomEnergProm är ett holdingbolag för all rysk civil kärnkraftsindustri vilket täcker hela värdekedjan. PGHO utgör den viktigaste gruvtillgången inom gruppen och förser anrikningsfaciliteter med uran. AtomEnergProm kontrollerar också bolag inom kärnkraftsverkskonstruktion, drift av reaktorer, service av utrustning samt avfallshantering. Ryska regeringens intentioner är att skapa en nationell jätte inom urangruvdrift genom att kombinera gruvtillgångarna hos TVEL, den ryska monopol producenten av kärnbränsle, och TENEX, den statliga monopolexportören av produkter och tjänster inom kärnkraft, genom att konsolidera dem i ARMZ.

För närvarande bedrivs utvinning av fem depåer på Streltovsky-fältet i underjordsgruvor. Sedan exploateringen startades 1974 har över 110 000 ton uran producerats. PGHO har ändå goda reserver noterade till 133 000 ton 2008. Bolaget har planer på att modernisera existerande faciliteter samt att öppna en ny gruva med tillhörande anrikningskapacitet. PGHO räknar med att åtgärderna kommer att innebära en ökning av produktionen till 5 000 ton uran år 2015.

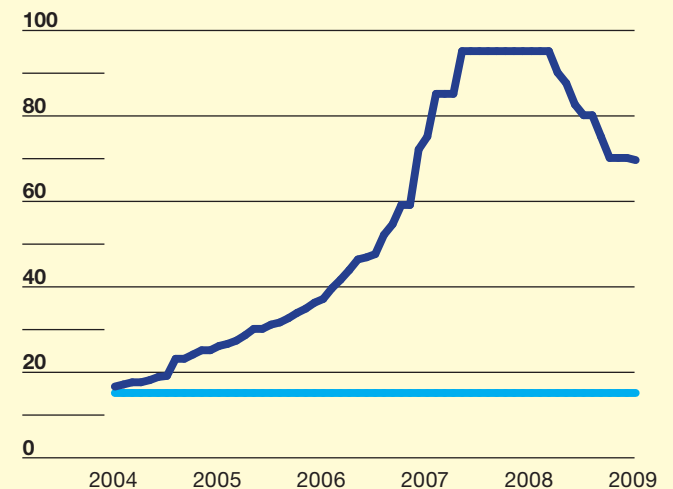
Ryssland har för tillfället 10 kärnkraftverk som driver 31 reaktorer med en total kapacitet på 23,2 GW. Fram till 2010 ska 3 nya reaktorer byggas med en

kapacitet på 1 000 MW vardera. 16 procent av landets elproduktion kommer från kärnkraften jämfört med USA och Europa (20 procent), där Frankrike är världsledande med 80 procent. Statliga Rosatom har ambitiösa planer för rysk kärnkraftsproduktion då 40 nya kärnkraftsreaktorer ska byggas fram till och med 2030. Det ger en gynnsam bild för den långsiktiga inhemska efterfrågan som för närvarande uppgår till 10 000 ton per år. Det kan jämföras med det inhemska utbudet som uppgår till 3 300 ton per år. Bristen (cirka 7 000 ton i Ryssland) kompenseras med andrahandskällor som är på nedgång. Dessa källor, det vill säga överskottsutbud, utarbetat bränsle och militärt uran tillförser för närvarande 40 procent av den globala efterfrågan på uran. Ryssland förser redan anrikat uran via dess Megaton till Megawatt program som konverterar avvecklade ryska stridsplans till kommersiellt bränsle, men kommer troligen endast att göra så fram till 2013.

Nationella priser på uran är för tillfället reglerade vid 15 till 20 USD per lb. vilket är betydligt lägre än det globala genomsnittspriset för långsiktiga kontrakt. PGHO säljer all dess produktion för ytterligare anrikning inom AtomEnergProm-koncernen. Därmed täcker bolaget endast sina kostnader för gruvdriften på grund av internprissättning. Lättnader står dock på agendan för att finansiera PGHO:s investeringar för att utöka produktionen. Rysslands kärnkraftsambitioner kräver att urangruvverksamheten utvecklas för att tillgodose den inhemska bristen samt den internationella efterfrågan. Följaktligen kommer prissättningen av PGHO:s produktion sannolikt att trenda mot internationella marknadspriser vilket kommer att påverka bolagets kassaflöden positivt. En uttalad öppenhet mot minoritetsägare kommer också att förbättras framöver då det krävs mer interaktion med kapitalmarknaderna för att finansiera framtida tillväxt.

Uranprisjämförelse

USD/lb. Januari 2004–Jan 2009. Source: Cameco, Troika Dialog
Världsmarknadspris
Ryskt reglerat pris



Priargunsky

Ural Mining and Metallurgical Company (UMMC) är ett diversifierat industribolag formerat kring Ural-electromed-raffinaderiet. Koncernen kontrollerar ett stort antal bolag aktiva inom gruvdrift, metallurgi, förädlingskomplex, maskinbyggnation, kablage, ledartillverkning samt inom konstruktionsindustrin. Bolaget är med en marknadsandel på 40 procent den näst största vertikalt integrerade producenten av koppar i Ryssland efter Norilsk Nickel. UMMC har även en betydande produktion av zink och bly. Vostok Nafta har för närvarande intressen i två bolag kontrollerade av UMMC Holding: Gaisky GOK och Uchalinsky GOK. En utlösande faktor för dessa bolag är en uttalad långsiktig strategi om konsolidering av dotterbolagen in i UMMC:s holdingbolag för skapa ett storbolag inom gruvdrift. Detta i likhet med flera andra ryska koncerner tidigare. Sådana typer av konsolideringar har tidigare tagit an formen av tillgångsbyten vilket har varit högst värdeskapande för minoritetsägare.

De kontrollerande aktieägarna bakom UMMC har olik många andra inte eftersträvat en aggressiv skuldfinansiering under de goda åren. Således har krav från banker om kapitaltillskott undvikits och UMMC är ett av de få bolag som inte bett ryska regeringen om ekonomiskt stöd. Holdingbolaget har viss skuld i balansräkningen som är hanterbar och det finns ingen risk för refinansieringsproblem.

Gaisky GOK

Gaisky GOK är Rysslands näst största bolag vad gäller bruten volym kopparmalm med en nationell marknadsandel på 11 procent. Företaget kontrolleras av UMMC Holding (84,5 procents aktieäggande) och är en nyckelleverantör av kopparmalm till UMMC:s kopparproducerande dotterbolag. Gaisky kontrollerar i sin tur mer än tre fjärdedelar av malmreserverna i Orenburgregionen, och företagets

totala malmreserver uppskattas till 300 miljoner ton, med en uppskattad reservlivslängd om över 50 år baserat på nuvarande produktionsnivåer. År 2007 producerade Gaisky 75 469 ton av huvudprodukten kopparkoncentrat, 7 709 ton zinkkoncentrat och 1,56 ton guldkoncentrat. Givet de svagare priserna ligger Gaiskys fokus på operationell effektivitet och kostreducering. Bolaget är välskött med en låg kostnadsbas och föblir lönsamt trots att majoriteten av produktionen säljs inom koncernen och utsätts för internprissättning. Expansionsplanerna som initierades 2005 för att öka kapaciteten genom att utveckla nya dagbrott och underjordsgruvor är fortfarande på plats.

Uchalinsky GOK

Uchalinsky GOK är Rysslands största zinkproducent och tredje störst vad gäller volym av bruten kopparmalm. Uchalinsky kontrolleras av UMMC Holding (88,5 procents aktieäggande) och företaget fungerar som en viktig leverantör av zink- och kopparkoncentrat till UGMK:s smältverk.

Därtill säljer Uchalinsky även stora volymer zink till oberoende ryska smältverk. Då majoriteten av produktionen säljs utanför koncernen är internprissättning inte ett problem och lönsamheten kommer att vidhållas under 2009 tack vare den låga kostnadsbasen. Bolagets totala malmreserver uppskattas till 150 miljoner ton vilket innebär 30 års livslängd med dagens produktionstakt. Företaget äger även egna anrikningsverk och kan därför producera sitt eget koncentrat. Under 2007 producerade Uchalinsky 114 951 ton zinkkoncentrat och 51 373 ton kopparkoncentrat.

Rysslands största producenter av basmetaller

	Produktion	Marknads-, värde, MUSD*	Omsättning 08E, MUSD	Nettovinst 08E, MUSD
Norilsk Nickel	Nickel, koppar, platina, guld	9 313	13 831	2 991
VSMPO-Avisma	Titan, titandelar, magnesium	221	1 263	353
Uralelectromed (UMMC)	Förädlad koppar, zink	148	469	38
Uchalinsky GOK (UMMC)	Koppar- och zinkkoncentrat	158	527	69
Gaisky GOK (UMMC)	Koppar- och zinkkoncentrat	73	244	18
Chelyabinsk Zinc	Zink	54	542	-53

* Per mars 2009. Källa: Troika Dialog

UMMC-divisioner

Råvaruleverantörer	Gaisky GOK, Uchalinsky GOK, Safyanovskaya Med, Urupsky GOK, Bogoslovskoye RU, Berezovskoye RU
Smältverk	Uralelectromed, SUMZ, Svyatogor, Mednogorsk Smelter, Electrozinc, Serov Metallurgical Plant
Producenter av färdiga och semifärdiga produkter	Katur-Invest, Sibkabel, Kirovsk Non-Ferrous Metal Plant

Källa: UMMC, UBS

UMMC

Transneft är världens största operatör av pipelinenätverk med omkring 50 000 kilometer långdistanspipelines, 386 påfyllnadsstationer och 833 reservoarer, med en total lagringskapacitet om cirka 15 miljoner kubikmeter. Det förra sovjetiska pipelinenätverket, av vilket Transnefts nätverk utgör stommen, förbinder Ryssland med 17 länder inom CIS och Östeuropa. Nätverket ger också tillgång till andra destinationer via hamnar vid Östersjön och Svarta havet. 78 procent av bolaget ägs av ryska staten som också reglerar transporttarifferna som tas ut från de ryska oljebolagen. Bolaget transporterar cirka 93 procent av Rysslands totala oljeproduktion, och skickade under 2007 totalt 460 miljoner ton olja genom sina pipelines.

Bolaget är för närvarande involverat i ett projekt värt 20 miljarder USD, där en ny ledning byggs mellan östra Sibirien och Stilla havet (East Siberia Pacific Ocean, ESPO). Projektet är utformat för ge oljebolagen incitament att ta de nuvarande oljefälten i regionen till produktion genom att introducera nya exportmarknader i Asien och Stilla Havsområdet. Den första fasen av ESPO, vilket tar pipelinen i närheten av kinesiska gränsen, initierades 2006 och förväntas färdigställas i slutet av 2009. Den andra längre fasen, som omfattar den sista delen till Nakhodka vid Stilla Havet, har skjutits upp ett till två år och förväntas sättas i bruk under 2013. Givet det svagare oljepriset, är en stor del av oljefälten i östra Sibirien olönsamma att utveckla och det skulle inte finnas tillräckligt med olja för transport i den sista delen av pipelinen.

I februari 2009 ingick Transneft ett avtal med kinesiska CNPC som förutser byggandet av en 70 km lång gren av ESPO till den kinesiska gränsen i gengäld för ett 20-årigt lån på 10 miljarder USD under gynnsamma termer. Avtalet som är en del av ett 20-årigt avtal om oljetillförsel till Kina varvid Rosneft

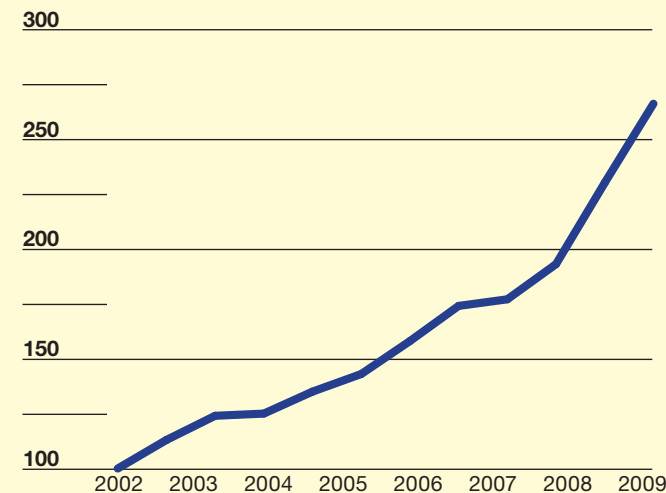
mottar 15 miljarder USD där exportvolymerna utgör lånets säkerhet. Affären kommer att bistå Transneft med att fullborda uppförandet av dess ESPO-pipeline utan att söka statlig finansiering.

Transneft har varit lyckosamt med sin strategi att öka sina transportavgifter varje år för att finansiera sitt investeringsprogram och samtidigt förbättra bolagets lönsamhet. Efter intensiv lobbying från de större oljebolagen väntas de föreslagna transporttarifferna att öka med 16 procent 2009. Efter produktionsminskningar till följd av låga oljepriser och högre kostnader förespråkade premiärminister Vladimir Putin lägre tariffökningar för naturliga monopol.

Transneft ses också av många som ett bolag som är betydligt undervärderat, både i jämförelse med de största ryska oljebolagen – men framförallt med avseende på den ersättningskostnad per kilometer pipeline som föreligger. Transneft handlas runt 30 000 USD per kilometer pipeline, vilket är mindre än en tjugondel av kostnaden av de senaste pipelineprojekten. Bolagsstyrning har varit huvudproblemet då investerare tvivlar på att minoritetsägare kommer att få sin del av framtida fria kassaflöden. Transneft har lagt efter andra statligt kontrollerade bolag vad gäller förbättrad bolagsstyrning men tidigare erfarenheter betryggar. När väl de pågående byggnadsprojekten är färdigställda kommer Ryssland att ha all den oljeexportkapacitet det någonsin behöver. De betydande kassaflödena som genereras av att transportera olja kommer sedan att delas med minoritetsägarna. Förändringar i bolagsstyrningen kommer förr eller senare att ske och kommer att utlösa ett förbättrat sentiment bland investerare. En utgångspunkt skulle kunna vara att rätta bolagsledningens intressen för att stämma överens med minoritetsägarnas.

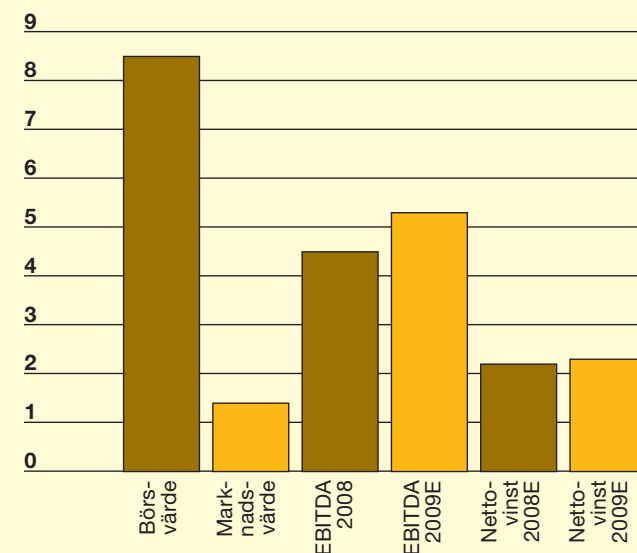
Transneft: Historisk tarifförelse

Jan 2002–jan 2009. Jan 2002: index=100. Källa: Troika Dialog



Transneft: Värderingsjämförelse

Per 16 mars 2009. Källa: UBS



Sektorn

De rådande kortsiktiga utsikterna för anläggningsmaterial (vilket innefattar cement) i Ryssland är ganska dystert även om de långsiktiga fundamenta förblir oförändrade. Aktiviteten i den ryska ekonomin har nyligen avtagit vilket särskilt drabbar byggbranschen. De stora kapitalutflödena mot slutet av 2008 och resulterande likviditetspåfrestningar på det finansiella systemet har haft en stor negativ effekt på bruttoinvesteringar. Brist på finansiering i form av en minskad utlåning bland både den privata och offentliga sektorn lämnar byggsektorn särskilt utsatt på kort sikt med multiplikatoreffekter för anläggningsmaterial. Även om mycket av den ryska cementkapaciteten behöver bytas ut, har de rådande omständigheterna skjutit upp såväl nya som ersättningsprojekt.

Byggsektorn, oavsett om det är privata, kommersiella fastigheter eller infrastruktur är en viktig drivkraft för anläggningsmaterial såsom cement och betong. Under 2000 genom 2007 växte byggandet kraftigt med en årlig takt på 34 procent drivet av både offentliga och privata projekt. Bristen på finansiering, på grund av den finansiella krisen, kommer sannolikt att frysa hundratals projekt över hela landet, vilket sätter kortsiktig press på bostadspriser och därmed på anläggningsmaterial.

Infrastrukturutveckling, varav 60 procent är offentligt finansierat, kommer sannolikt att klara sig något bättre än kommersiella projekt, åtminstone på kort sikt. Medan privata investeringar kommer att minska eftersom företag inom olika sektorer minskar sina investeringsprogram, kommer statliga utgifter sannolikt att vara mer motståndskraftigt. Även offentliga utgifter håller på att trimmas ned för att undvika ett alltför stort underskott i statsbudgeten, kommer investeringar i ny kraftgenereringskapacitet samt stöd för bostadsbyggande att vidhållas. Kommersiella

fastigheter kommer också sannolikt att drabbas då det inte finns något statligt program för att stödja kontorsprojekt och ansträngda återförsäljare, kommer endast redan finansierade projekt att fortsätta under 2009.

Därmed kommer en brant nedgång i byggandet på 35 till 40 procent under 2009 sannolikt att ha en negativ effekt på byggmaterial, särskilt de som används i bostäder och kommersiella fastigheter, såsom cement och betong. Försäljningsvolymerna på cementmarknaden skulle kunna minska med 30 procent med betydligt lägre kapacitetsutnyttjande. Bortfallet av den inhemska produktionen kommer sannolikt att vara mindre kraftig på grund av minskad import av cement från Turkiet och Kina. Som diagrammen på nästa sida belyser, kommer sektorgenerella marginaler att komma ned från de höga nivåerna under de senaste åren men ändå till rimliga lönsamhetsnivåer.

På sikt kommer cementpriserna sannolikt att tendera uppåt, då Rysslands problem med cementkapacitet kvarstår, med en stor del åldrande kapacitet som är i behov av att ersättas under de kommande åren. Kapacitetsuppgraderingar och tillskott som aviserades under 2007 och 2008 har ställts in eller skjutits upp på grund av de ogynnsamma cementpriserna och creditsituationen. Efterfrågan på cement kommer även att ta fart så småningom på grund av uppskjuten efterfrågan på bostäder samt accelererande infrastrukturinvesteringar, vilket kommer att trycka upp cementpriserna tillbaka till de rekordhög nivåerna som nyligen setts. Kapacitetsutnyttjandet kommer också att återhämta sig, vilket oundvikligen kommer att öka sektorns marginaler igen.

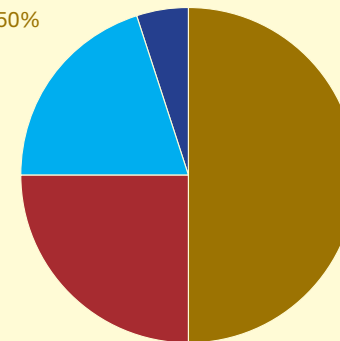
Sibirsky cement

SibCement är den näst största cementtillverkaren i Ryssland efter Eurocement och ett vertikalt

Cementförbrukning

Källa: Rosstat, Deutsche Bank

Bostadsbyggande 50%
Övriga byggsektorer 25%
Infrastruktur 20%
Övrigt 5%



Ryska sektorn för anläggningsmaterial

integrerad bolag, som konsoliderar fyra cementproducenter, råvaruleverantörer, producenter av anläggningsmaterial, handel, marknadsföring och logistik samt ett transportbolag med en vagnpark på 1300 cementbilar. Under 2008 uppgick bolagets cementproduktion till ungefär 4,5 miljoner ton, med en nationell marknadsandel på 8 procent. Mer avsevärt så dominerar SibCement sin hemregion i Sibirien, där det kontrollerar cirka 60 procent av marknaden.

Mot bakgrund av de utmanande omständigheterna har företaget dragit ned på sina investeringar. Flera storskaliga projekt som tidigare aviserats kommer inte att förverkligas inom en snar framtid, vilket begränsar företagets behov av nyupplåning. Marknadsförsämringen kommer också att leda till att planer på utbyggnad av kapacitet 2011 till 2014 skjuts upp. Detta innefattar förvärvet av Set-koncernens cementtillgångar i Turkiet (som kontrolleras av Italcementi-koncernen) vilket tillkännagavs i april 2008. SibCement avsåg att köpa fyra cementfabriker med 5 miljoner ton i årskapacitet för 600 miljoner EUR och att exportera turkisk cement till den ryska marknaden.

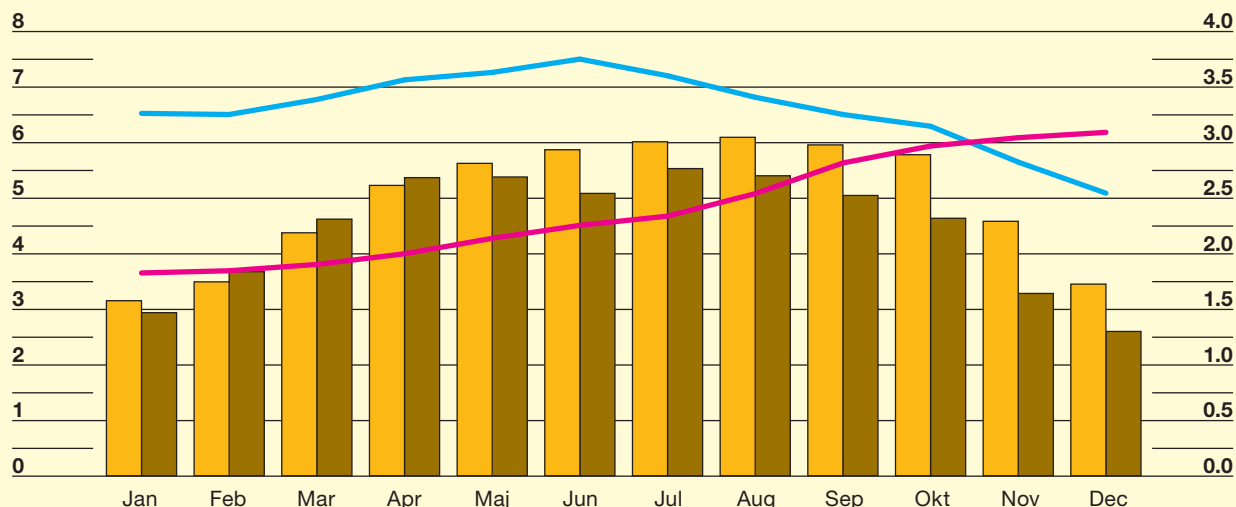
Företaget planerar också att frysa byggandet av den största cementfabriken i Ryssland (7,8 miljoner ton i kapacitet) vilket omfattar en investeringsplan på 2 miljarder USD på grund av nedgången inom byggbranschen. Uppstarten av två andra stora projekt, cementfabriker i Kazakstan (med en kapacitet på 1,5 miljoner ton och investering på 175 miljoner USD) och Kemerovo-regionen (med en kapacitet på 2,6 miljoner ton och investering på 275 miljoner USD) kommer också att skjutas upp.

På kort sikt är den övergripande situationen på cementmarknaden fortfarande osäker. Med tanke på att det nuvarande cementpriset är långt över bolagets produktionskostnader som uppskattas till

Rysk månatlig cementproduktion och priser

Januari–december 2007 och 2008. Källa: Rosstat

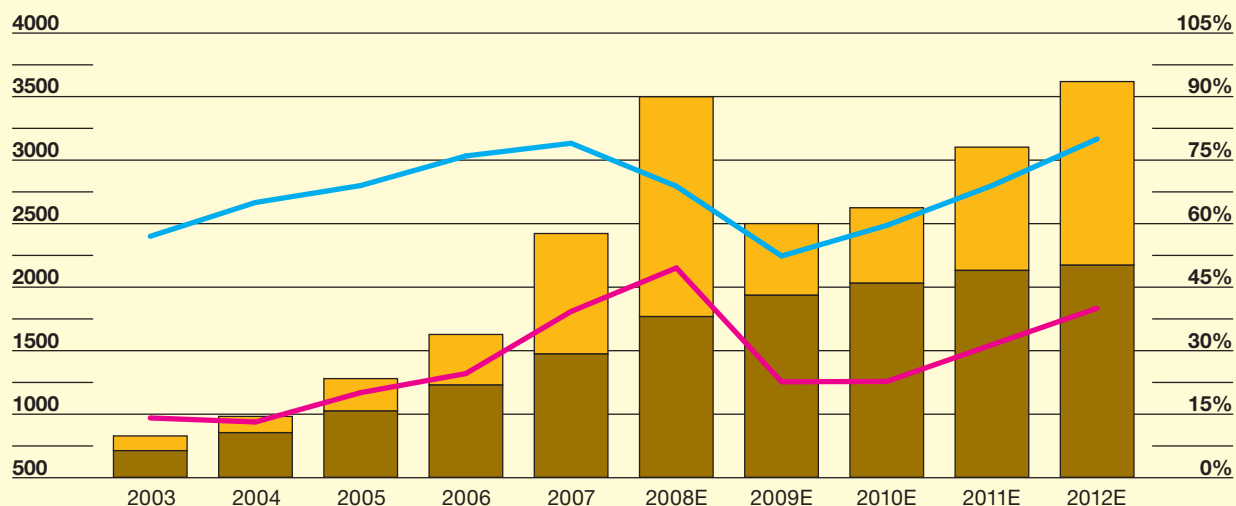
Produktion 2007, miljoner ton (vä) Priser 2007, tusen rubel (hö)
Produktion 2008, miljoner ton (vä) Priser 2008, tusen rubel (hö)



Rysk månatlig cementproduktion och priser

2003–2012E. Källa: Rosstat, Goldman Sachs

Pris, rubel/ton (vä) Kapacitetsutnyttjande, % (hö)
Kostnad, rubel/ton (vä) Marginal, % (hö)



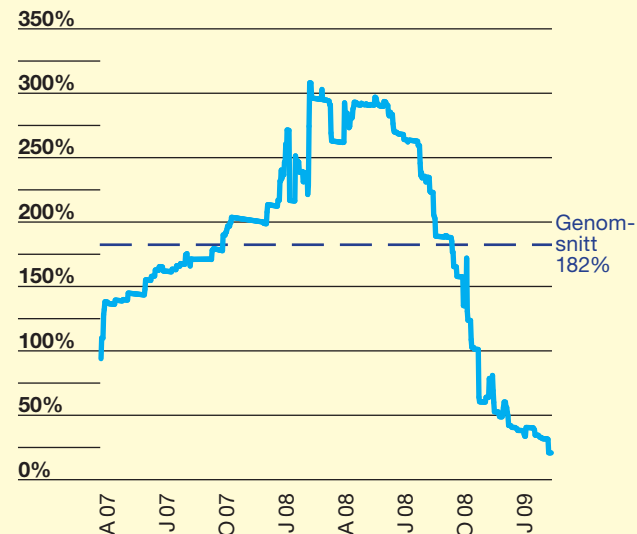
Ryska sektorn för anläggningsmaterial

omkring 1 400 RUB till 1700 per ton, kan företaget stå emot den svaga prismiljön. I ett sämsta scenario skulle SibCement sälja minst 1,5 miljoner ton cement under 2009 jämfört med 4,5 miljoner ton 2008, vilket motsvarar 20 procents kapacitetsutnyttjande. Bolaget förväntar sig emellertid inte att cementpriserna sjunker under 2 000 RUB per ton. Baserat på dessa antaganden skulle SibCement fortfarande vara lönsamt. Det är det mest dystra scenariot som utgår från en långvarig svacka i ekonomin och att regeringens åtgärder är ineffektiva. Konservativa uppskattningar räknar med 2,2 till 2,5 miljoner ton i produktion under 2009 till ett genomsnittligt pris av 2 500 RUB per ton och en rörelsemarginal väl över 10 procent vilket är anständigt med tanke på de operationella förhållandena.

Tack vare god kassaflödesgenerering under 2007 och 2008 går Sibcement in i nedgången med en

Sibcement: EV/ersättningskostnad

15 mars 2007–9 februari 2009. Källa: Goldman Sachs



solid balansräkning. Finansieringsbehoven för 2009 och 2010 är nära noll, vilket ger företaget utrymme att manövrera genom nedgången och på längre sikt dra nytta från investeringar i kapacitet och uppgraderingar som redan fullbordats. Totala skulder, som är rubeldenominerade beräknas till 4,2 miljarder RUB i slutet av 2008 av vilka 50 procent är långsiktiga. Nettoskulden till EBITDA för 2008 beräknas till 0,4 som med alla medel är hanterbar.

Gornozavodsk Cement

Gornozavodsk Cement är en av de större cementproducenterna i Ryssland beläget i Perm-regionen i Uralbergen. Dess viktigaste produkter är Portland Cement som främst används för konstruktion och Oil Well Cement som levereras till olje- och gasindustrin. Under 2007 producerade bolaget cirka 1,8 miljoner ton cement med ett kapacitetsutnyttjande på 84 procent där den största delen av produktionen gick till Perm-regionen. Utvecklingen av nya projekt inom olje- och gassektorn i västra Sibirien, såsom Gazproms Yamal-projekt samt ett antal oljefält, kommer högst troligen att efterfråga cement från företaget. Bolagets totala produktion omfattar den våta produktionsmetoden där naturgas används som huvudsakligt bränsle.

Liksom sina sektorkolleger har Gornozavodsk ackumulerat betydande kassaflöden under de goda åren och utan större investeringsprogram sitter bolaget nu på en nettokassa. Försäljningen under 2009 förväntas sjunka kraftigt på grund av försämringen på slutmarknaderna men bolaget kommer ändå sannolikt att kunna upprätthålla en rörelsemarginal runt 20 procent. Den långsiktiga bilden bådalar fortfarande gott för Gornozavodsk med många viktiga olje- och gasprojekt i regionen som ska utvecklas samt regionala byggprojekt som ska färdigställas.

Tuimazy Concrete Mixers

Tuimazy Concrete Mixers ("TUZA") är en av de största maskinbolagen som specialiserar sig på konstruktion och tillverkning av utrustning för att leverera betong. Utrustningen som tillverkas av TUZA installeras oftast på KamAZ chassin för att tillverka lastbilar med betongblandare och pumpar som används inom byggnadsindustrin. KamAZ är majoritetsägare i TUZA och det finns en stor integration mellan de två företagen. TUZA kontrollerar 38 procent av den ryska marknaden för lastbilar med betongblandare, 15 procent för lastbilar med betongpumpar och 18 procent bland stationära betongpumpar.

Det är en strukturell förändring som pågår inom byggsektorn vilket kräver en mycket större användning av betongblandare och pumpar. Ryssland genomgår en förvandling från den gamla tekniken att bygga hus av betongpaneler till det nya "monolit-tekniken" där betong pumpas direkt in i väggarna på byggarbetsplatsen. Detta driver en ökad efterfrågan på betongblandare och pumpar.

TUZA har en solid ledning och relativt bra transparens, vilket placerar det att dra nytta av en återhämtning inom byggnation och investeringar. Bolaget har i stort sett inga skulder och överväger olika sätt att rikta oanvänd utrustning till andra områden som kan dra in extra intäkter.

Plötsliga svängningar inom det politiska livet i Ukraina är en tydlig indikation på att de ledande politiska krafterna har påbörjat förberedelserna och positioneringen inför det presidentval som kommer att hållas i slutet av 2009.

President Victor Yuschenko, som i praktiken hade förlorat sitt stöd bland väljarna, sätter nu hela sin framtid på spel genom att satsa på närmare relationer med väst. Premiärminister Yulia Tymoshenko försöker hålla den Ukrainska ekonomin flytande i svallvågorna från den globala krisen och de latenta problemen i relationen med Gazprom. Chefen för the National Bank of Ukraine (NBU), den ukrainska centralbanken, Volodymyr Stelmakh (traditionellt en supporter till presidenten) måste nu försvara den lokala valutan, hryvnian, och allierar sig då med det ukrainska kabinettet. Det ukrainska parlamentetets (Rada) nye talman, Volodymyr Lytvyn, positionerar sig själv med en viss distans till landets maktcentra medan han när sina politiska ambitioner. Oppositionskrafterna, som leds av den tidigare premiärministern och presidentutmanaren Victor Yanukovich bidar sin tid och väntar på att de ekonomiska svårigheterna ska växa – för att kunna använda sig av dessa i ett försök att komma tillbaka till makten.

Den nya, akuta fasen i konflikten mellan presidenten och premiärministern uppkom under februari, som en fortsättning på gaskonflikten från januari. Avskaffandet av RosUkrEnergo som en mellanhand för leveranserna av rysk gas till Ukraina involverade en överföring av cirka 6,3 bcm gas som RosUkrEnergo byggt upp till Naftogaz – som därmed tog på sig ansvaret för alla missade betalningar. Då denna transaktion försvagade den ekonomiska stödbasen för presidenten kom dock de krafter som kontrolleras av honom omedelbart att ingripa.

Den statliga säkerhetstjänsten (SBU) drog igång en brottsundersökning mot Naftogaz, där man

anklagade bolagets ledare för att på ett illegalt sätt ha fört över ägandet till gasen, och kom senare att göra en räd mot det ukrainska gasbolagets kontor – i jakt på originaldokumenten kring det 10-åriga avtal för gasimport och transitavgifter som undertecknades i januari. Utvecklingen kring Naftogaz ter sig än mer dramatiska då de inträffade efter det att IMF informerat de ukrainska myndigheterna om sitt beslut att skjuta upp utbetalningen av de andra delen, om 1,875 miljarder USD, av det totala låneprogrammet om 16,5 miljarder USD. Detta gjorde man mot bakgrund av de beslut som fattats av olika grenar av maktapparaten och som innebar att Ukraina inte längre levde upp till de tidigare överenskomna villkoren. Ställda inför en ny våg av attacker mot landets valuta lade de ukrainska ledarna åtminstone tillfälligt sina meningsskiljaktigheter åt sidan och undertecknade en gemensam deklaration om en kompromiss kring IMF:s villkor: med en garanti för centralbankens oberoende, förändringar i statsbankens rekapitaliseringsprogram och ett avskaffande av känsliga inslag i statens budgetlag för år 2009.

Det politiska manövrerandet i Kiev gick dock inte obemärkt förbi och den politiska eliten förlorar nu stadigt sitt stöd bland landets väljare. I de lokala val som nyligen hölls i regionen Ternopil vann två partier som tidigare befunnit sig i den politiska periferin: det nationalistiska högerpartiet Svoboda (34 procent) och partiet den förenade centern (14 procent), medan Yulia Tymoshenkos block endast fick åtta procent i en region där man vann en jordskredsseger i de senaste två parlamentsvalomgångarna.

Detta resultat är en tydlig indikation på att befolkningen i stort ger den nuvarande maktapparatens skulden för den ekonomiska krisen.

Den ukrainska ekonomin fortsätter att drabbas hårt av den nuvarande ekonomiska krisen. Ukrainas industriproduktion föll med 3,1 procent under

2008, efter ett fall om 26,6 procent i december jämfört med november – vilket var det största fallet i Europa. Under 2008 föll den metallurgiska produktionen med 10,6 procent på årsbasis, den kemiska industrins produktion föll med 6,2 procent medan gruvsektorn fick se en tillbakagång med 2,4 procent. Nedgången vid slutet av året var än mer dramatisk, då den metallurgiska sektorn var ner 50 procent på årsbasis. Detta har dock följts av en viss återhämtning under den tidigare delen av 2009. Den globala ekonomiska nedgången skulle dock ha varit än mer skadlig för landet om det inte hade varit för det faktum att landets valuta försvagats under perioden. Efter att ha åkt berg-och-dalbana i december har den ukrainska hryvnian stabiliserat sig i januari, med en fluktuation från 8,75 UAH/USD till en slutpunkt om 7,85 UAH/USD i slutet av månaden. Valutamarknaden lugnande ner sig något, med stöd från en striktare monetär och fiskal politik, lägre gasimport och återkommande interventioner från centralbanken. Under februari kom hryvnian åter under attack, som en följd av en ökad politisk instabilitet. För närvarande har valutamarknaden åter lugnat sig, som ett resultat av förväntningar om ett utbetalande av den andra delen av lånet från IMF – och därmed en lägre risk för en ukrainsk betalningsinställelse. Detta kan komma att resultera i att hryvnian återhämtar sig något. En svagare valuta har spätt på inflationstrycket, och tryckt upp KPI till 22,3 procent på årsbasis i slutet av 2008. Då den största effekten av valutaförsvagningen på inflationen redan skett, torde konsumentinflationen falla till cirka 14 procent i slutet av 2009.

En kort uppdatering om de ukrainska bolagen i Vostok Naftas portfölj

Poltava GOK grundades 1970 som ett statligt bolag men ägs numera till 86 procent av Ferrexpo, världens tolfte största järnmalmproducent. Poltava är ett av de största gruvbolagen i Ukraina och är landets främsta exportör av järnmalmspellet. Under 2007 uppgick produktionen av pellets till 9 miljoner ton medan bolagets järnmalmsreserver uppgick till 2,4 miljarder ton. 83 procent av bolagets produktion exporteras till östra och centrala Europa samt Kina.

Bolaget meddelade att produktionen minskade med 0,6 procent i årstakt 2008, en ganska blygsam nedskärning med tanke på fjolårets generellt försämrade ekonomiska klimat. Bolagets fokus på Europa och Kina håller kapacitetsutnyttjandet på 60 till 70 procent under 2009, även med en planerad 10 till 20 procents produktionsminskning. Företagets kassabehållning och det operativa kassaflödet gör att återbetalningsskyldigheterna på lån i år ser genomförbart ut. Aktierna föll brant under 2008 och handlas till en ansevärd rabatt i förhållande till dess jämförelsegrupp.

Poltava GOK: Finansiell sammanställning

	2007	2008	2009E
Omsättning	558	861	637
EBITDA	141	327	226
Nettovinst	69	157	119
EBITDA-marginal	25,3%	38,0%	35,5%
Vinstmarginal	12,4%	18,2%	18,7%

Källa: Dragon Capital, Troika Dialog

Dakor är en sockerproducent från västra Ukraina, ett bolag som på ett unikt sätt balanserar jordbruk (produktion av sockerbetor) med sockertillverkning. Dakor driver för närvarande fyra anläggningar för framställning av socker och har cirka fem procent av den ukrainska sockermarknaden. Bolaget planerar att öka den utnyttjade markytan om 113 000 hektar med 33 procent och sockertillverkningskapaciteten med 43 procent för att nå en marknadsandel på över tio procent år 2010. Närmare hälften av produktionen går direkt till industriella kunder såsom Konti, Ukrainas näst största konditorikedja. Bolaget har också planer på att diversifiera produktionen vid existerande anläggningar till etanol som kan tillverkas från restprodukter.

Bolaget meddelade att produktionen under 2008 uppgick till 88 000 ton socker (en minskning med 12 procent i årstakt), vilket gör företaget till en av de fem största sockertillverkarna (från sjätte plats 2007) på den ukrainska marknaden, med en marknadsandel på 6 procent. Förra säsongen ökade bolaget andelen av egna sockerbetor som används i produktionen till 89 procent från 76 procent 2007. Dakor har ökat marken som såtts med vintergrödor för att skördas under 2009 med 10 procent från förra året till 32 000 hektar (19 400 hektar vete, 9 800 tusen hektar raps, 1 800 tusen hektar korn och 1000 hektar råg).

TKS Real Estate (Waymore Holding) är en fastighetsutvecklare i västra Ukraina med närvaro i hela utvecklingsskedet från sondering av lämplig mark till uthyrning av fastigheter. I bolaget ingår affärsområdena utveckling, byggnation och betongproduktion. Vid utgången av 2008 utgjordes bolagets fastighetsportfölj av 17 projekt med en total area på 248 000 kvadratmeter varav 65 procent bestod av kommersiella fastigheter och 35 procent av bostadsfastigheter.

Bolaget meddelade att det kommer att fokusera på att avsluta projekt som är närmast slutförande samt att utveckla betongverksamheten under 2009. TKS har uttalat att de förväntar sig att låta bygga ett 2 900 kvadratmeter stort shoppingcenter i Boryslav under andra kvartalet av 2009, ett bostadsprojekt (Lisova Pisnya) i Truskavets i juli samt ett 13 500 kvadratmeter stort shoppingcenter i Drohobych under tredje kvartalet. Alla projekt är belägna i Lviv-regionen i västra Ukraina.

Steppe Cement

Steppe Cement är på väg att bli den största cementtillverkaren i Kazakstan när dess två renoverade torrlinjeanläggningar kommer igång. Verksamheten är belägen vid en enda anläggning nära Aktau i centrala Kazakstan. Steppe Cement äger kalksten- och lerstensbrott belägna intill fabriken vilket ger företaget god tillgång. Övriga inputs såsom el, vatten, järnmalm och kol är lättillgängliga från regionala leverantörer. Under 2008 producerade Steppe Cement 0,9 miljoner ton cement som förväntas öka till 3,2 miljoner ton år 2010 vilket ger en marknadsandel på 30 procent i Kazakstan. Med en erfaren ledningsgrupp som en stor aktieägare och en kostnadseffektiv verksamhet håller företaget på att utvecklas till en av de mest kostnadseffektiva cementproducenterna i Centralasien med en närhet till flera outnyttjade marknader.

Den allmänna ekonomiska situationen har påverkat cementindustrin i Kazakstan vilket orsakat betydande prissänkningar under det sista kvartalet av 2008 och början av 2009. Under början av året förväntas lokala cementpriser ligga omkring 70 USD per ton med risker på nedsidan från motvinden i fastighetssektorn. Väldigt få anläggningar i Centralasien kan sälja under det priset givet deras kostnadsstruktur.

Som ett resultat av falnande efterfrågan har Steppe Cements dotterbolag skickat 50 procent av sina anställda på tillfällig ledighet då nedskärningar har skett på de mindre effektiva våta produktionslinjerna. Åtgärden kommer att hjälpa Steppe Cement att hantera driftskostnader effektivare. Ytterligare produktion från de våta linjerna kommer att bero på marknadsklimatet framöver. Bolaget har det hållbara alternativet att stänga ner de våta linjerna permanent och ändå bibehålla en hög marknadsandel. Med en hög kapacitet inom de effektivare torra linjerna, och

genom att använda kol som huvudsakligt bränsle, har Steppe Cement fortfarande potential att bli den mest konkurrenskraftiga cementtillverkaren i Centralasien.

I februari övergav Kazakstans centralbank sitt stöd för den lokala valutan, vilket skickade växelkursen till en nivå på 150 KZT/USD, vilket innebär en devalvering på nära 20 procent. Tenge-devalveringen kommer att ha en negativ inverkan på Steppe Cement. Företaget har en skuld på 61 miljoner USD i dollar vilket ökar det utestående nominella beloppet för 2009 med 2,3 miljoner USD till 13,8 miljoner USD. Huvuddelen av räntor och amorteringar förfaller till betalning i augusti 2011 och under det andra kvartalet 2013. Även om refinansieringsrisker finns förblir de begränsade och skulle kräva ihållande nedtryckta cementpriser (dvs. ingen ekonomisk återhämtning på 3 år) då Steppe Cement även i det nuvarande klimatet genererar operativa kassaflöden på cirka USD 30 miljoner årligen. Bolaget har också lyckats säkra kortsiktig finansiering från Halyk Bank och HSBC vilket är praxis under lågsäsongen.

Alrosa

Alrosa är världens näst största producent av oslipade diamanter. Bolaget, som har sin bas i Yakutien, står för 97 procent av Rysslands totala diamanproduktion – och för cirka 25 procent av världens totala produktion av oslipade diamanter. Alrosa driver underjordsgruvor och dagbrott med en uppskattad reservlivslängd om 25 år, samt sju huvudsakliga produktionsanläggningar för malmbearbetning – med en uppskattad genomströmningskapacitet om 30 miljoner ton per år. Under 2008 producerade Alrosa diamanter till ett totalt värde om 2,3 miljarder USD vilket motsvarar en minskning med 1,7 procent. Oslipade diamanter säljs framförallt till smyckestillverkningsindustrin, men används också för slitstarka

Övriga innehav

material i industrin. Bolaget beskär och slipar själva en liten del av sin produktion inom ramen för dotterbolaget Brillianty Alrosa. Vid sidan av sin ryska verksamhet har Alrosa också ett betydande intresse i ett diamanterproduktionsbolag i Angola i Afrika.

Alrosa har en investeringsplan på 2,5 miljarder USD för att ersätta den minskade produktionen från dagbrott med produktion från underjordsverksamhet. Efterfrågan för bolagets produktion har försvagats vilket har lett till en svagare prismiljö och att den ryska regeringen klivit in och köpt 10 procent av bolagets produktion 2008. Regeringen har också ändrat budgeten och fyrdubblat statliga Reservfondens diamanterköp av Alrosa under 2009 till 45 miljarder RUB, vilket motsvarar omkring 50 procent av bolagets genomsnittliga årliga försäljning. Statens reservfond kommer att finansiera köpen genom att sälja dess guldreserver på marknaden. Alrosas fokus framöver är att bibehålla den totala diamanterproduktionen samt lönsamheten. Kostnadstrycket på insatsvaror har lättat och Alrosa har också gynnats av rubeldeprieceringen.

I december 2008 fick Alrosa ett 1,5-års lån på 44 miljarder RUB från VTB, vilket refinansierade alla de dåvarande kortsiktiga skulderna och ersatte vältajmat en del av skulden i utländsk valuta med rubel denominerade obligationer. Bolagets utländska skuld uppgår till totalt 900 miljoner USD av vilket 500 miljoner är en euroobligation som löper ut 2014 och 400 miljoner är ett syndikatlån som förfaller till betalning 2012.

Den kortsiktigt utlösande faktorn för en omvärdering av bolagets aktie kommer med största sannolikhet att utgöras av omstruktureringen av företaget. Alrosas bolagsform är för närvarande ett stängt aktiebolag där aktier endast får byta ägare med övriga aktieägares samtycke. Den största aktieägaren är den ryska staten, som innehar en kontrollpost om 50

procent plus en aktie, och Republiken Sacha (Jakutien). För närvarande ägs 10 procent av bolaget av icke statliga ägare och denna ägargrupp förväntas öka i och med ändringen av bolagets legala struktur.

En utlösande omvärderingsfaktor på längre sikt, vid sidan av det faktum att Alrosa är en undervärderad global diamanterproducent, är Alrosas roll som en konsoliderande kraft inom delar av den ryska gruvindustrin. Bolaget besitter en unik position att komma över sällsynta tillgångar och licenser i Ryssland tack vare stöd från staten och lokala regioner. Bolaget har även påtagliga värden i tillgångar utanför kärnsektorn inom olja, gas, järnmalm och andra segment. Liknelser kan dras till Gazproms situation 1996 med gigantiska tillgångar, statlig inblandning och dålig transparens vilket ger upphov till en undervärderad jätte. I och med en ökad interaktion med kapitalmarknader och ombildningen av den legala strukturen kommer detta sannolikt att förbättras under de kommande åren.

Caspian Services

Caspian Services Incorporated ("CSI") erbjuder tjänster till olje- och gasbolag verksamma inom området vid Kaspiska havet med staten Kazakstan som största kund. Företaget är verksamt inom tre sektorer: marina och geofysiska tjänster samt utveckling av infrastruktur för utvinning av olja och gas.

Aktiviteten i den kazakstanska oljeservicesektorn vid Kaspiska havet ökar kontinuerligt i takt det enorma Kashagan-projektet, som omfattar investeringar på 136 miljarder USD och operativa utgifter för 100 miljarder USD över 40 år, samt 5 andra offshore-projekt som ska utvecklas. Denna verksamhet kommer att driva efterfrågan på seismiska tjänster, marina fartyg samt andra stödjande infrastruktur som CSI är väl positionerade för att leverera.

Stora internationella oljebolag i regionen kommer sannolikt inte att skära ned på sin verksamhet och sina investeringar i framtiden under hot om att förlora licenser från regeringen. Därmed kommer investeringar i prospektering och produktion i området troligen inte att minska vilket lämnar CSI väl positionerat för att vinna en betydande del av framtida kontrakt, med tanke på deras fokus på kvalitet och ekologi samt säkerhet.

Bolagets intäkter från uthyrning av marina fartyg har ökat för att matcha nivåerna av geofysiska tjänster. Intäkterna för marina fartyg ökade med 54 procent under 2008 till 36 miljoner USD, vilket motsvarar 50 procent av den totala försäljningen med en EBITDA-marginal på 14 procent. Orderstocken för beställningar på CSIs fartyg sträcker till 2011. Samtidigt har bolaget diversifierat sin kundbas vilket avlastar beroendet av en enda kund. Geofysiska intäkter uppgår till 48 procent av de totala intäkterna och förväntas utvecklas bra framöver. CSI är också i färd med att bygga upp en marinbas för att åtgärda bristen på stödjande marin infrastruktur i regionen. När det är färdigställt år 2010 förväntas detta segment också växa till en betydande inkomstkälla för bolaget.

CSI har ett gott rykte bland västerländska och lokala kunder tack vare sin erfarna ledning som kombinerar internationell expertis med lokal kännedom. Under 2008 har företaget vunnit ett stort seismiskt offshore kontrakt från Shell och förväntar fler från andra konsortier i framtiden. 2009 förutspås av ledningen att bli det bästa året någonsin för bolaget, med intäkter på 104 miljoner USD och EBITDA som närmar sig 30 miljoner USD. Från och med november 2008 har företaget en ny VD som kommer att fokusera mer på effektivitet, utveckling och företagens frågor.

RSC Energia

RSC Energia är Rysslands motsvarighet till NASA då bolaget är ryska rymdstyrelsens (FSA) viktigaste leverantör av rymdteknologi. Bolaget etablerades 1946 och har varit involverat i alla av Rysslands milstenar inom rymdteknologi. Från världens första satellit till Yury Gagarins rymdflygning 1961 och nu med Rysslands bidrag till den internationella rymdstationen (ISS). Energia gynnas av en ökad statlig budget för försvar och rymdteknologi. Bolaget är också involverat i utrustningen av GLONAS som är Rysslands motsvarighet till satellitsystemet GPS med en budget på 2,5 miljarder USD.

Energia skrev nyligen ett kontrakt värt 1 miljard USD med NASA om att leverera nio farkoster från 2009 till 2011. De kommande åren planerar bolaget också att fördubbla dess uppskjutningar till ISS, då NASA ska lägga ned sitt rymdfarkostsprogram och samarbeta med FSA och Energia med att leverera amerikansk personal och last till ISS i ryska farkoster. Storleken på NASA:s program är ansenlig och kommer att pågå fram till 2014. Industriexperter uppskattar att konsortiet för tillfället har en orderbok värd 2 miljarder dollar. Bolaget äger också landområden i Moskva-regionen som värderas högre än bolagets marknadsvärde.

Givet dess unika vikt för Rysslands rymdprogram kommer staten att förse bolaget med all nödvändigt finansiellt stöd. För närvarande förser FSA all finansiering via statliga program och kontrollerar bolagets kassaflöden strikt, så bolaget tillåts inte någon överavkastning från sin unika position. Detta kommer sannolikt att ändras över tiden då bolaget ökar andelen av kommersiella tjänster.

En ny ledning presenterades nyligen med fokus på att skapa värde för bolagets aktieägare. Bolagsstyrningen har också förbättrats då Andrei Muraviev

nu är en oberoende ledamot som representant för minoritetsägare i styrelsen.

RSC Energia: Finansiell summering

MUSD	2007	2008E	2009E	2010E
Omsättning	489	552	525	645
EBITDA	66	70	73	84
Nettoresultat	8	11	12	13

Källa: Troika Dialog

Aktieinformation

Samtliga aktier berättigar till en röst vardera. Aktierna handlas som depåbevis (SDR) i Stockholm, där E. Öhman J:or Fondkommission AB är depåbank. Aktierna är inte föremål för handel i Bermuda. Ett depåbevis berättigar till samma utdelningsrätt som den underliggande aktien och innehavare av depåbevis har motsvarande rösträtt vid bolagsstämma. Dock måste innehavare av depåbevis för att ha rätt att delta i bolagsstämma följa vissa instruktioner från depåbanken.

Utdelningspolicy

Styrelsen för Vostok Nafta anser det vara mycket önskvärt och viktigt att kunna lämna utdelningar till aktieägarna. Även om ingen utdelning föreslagits för året så är det bolagets långsiktiga avsikt att dispositionen av vinstmedel skall vara väl avvägd mellan utdelningar och återinvestering i bolaget.

Information om substansvärdet

Vostok Nafta publicerar ett bedömt substansvärde månatligen, senast den tionde i respektive månad. Detta värde tillställs marknaden genom pressmeddelande som även distribueras via e-post. Vidare finns det tillgängligt på Vostok Naftas hemsida på internet: www.vostoknafta.com. Ett mer exakt substansvärde publiceras i kvartalsrapporterna.

Potentiell substansrabatt

I syfte att begränsa en eventuell substansrabatt innehåller Vostok Naftas bolagsordning en möjlighet att återköpa egna aktier. Sådana köp får göras inom de fastlagda kapitalgränserna, förutsatt att de återköpta aktierna omedelbart makuleras.

Under året har inga aktier köpts tillbaka.

Marknaden

Vostok Naftas svenska depåbevis (SDB) handlas sedan den 4 juli 2007 på NASDAQ OMX Nordic Exchange Stockholm (tidigare Stockholmsbörsen), Mid Cap-segmentet.

Aktieomsättning

Den genomsnittliga dagliga omsättningen under perioden 1 januari 2008–31 december 2008 var 130 000 aktier. Under kvartalet 1 oktober 2008–31 december 2008 var den genomsnittliga dagsomsättningen 278 000 aktier. Handel har pågått 100% av tiden.

Vostok Nafta-aktiens kodbeteckningar

Aktuella och historiska priser för Vostok Naftas aktie är lätt tillgängliga via en rad olika affärsportaler och professionella tjänster som tillhandahåller information och marknadsdata i realtid. Nedan återfinns en lista över de symboler under vilka Vostok Nafta-aktien kan hittas.

ISIN-kod	SE0002056721
NASDAQ OMX Nordic Exchange kortnamn (ticker)	VNIL SDB
Reuters	VNILsdb.ST
SAX/Ecovision	VNIL SDB
Bloomberg	VNIL:SS

Största aktieägarna per 30 december 2008

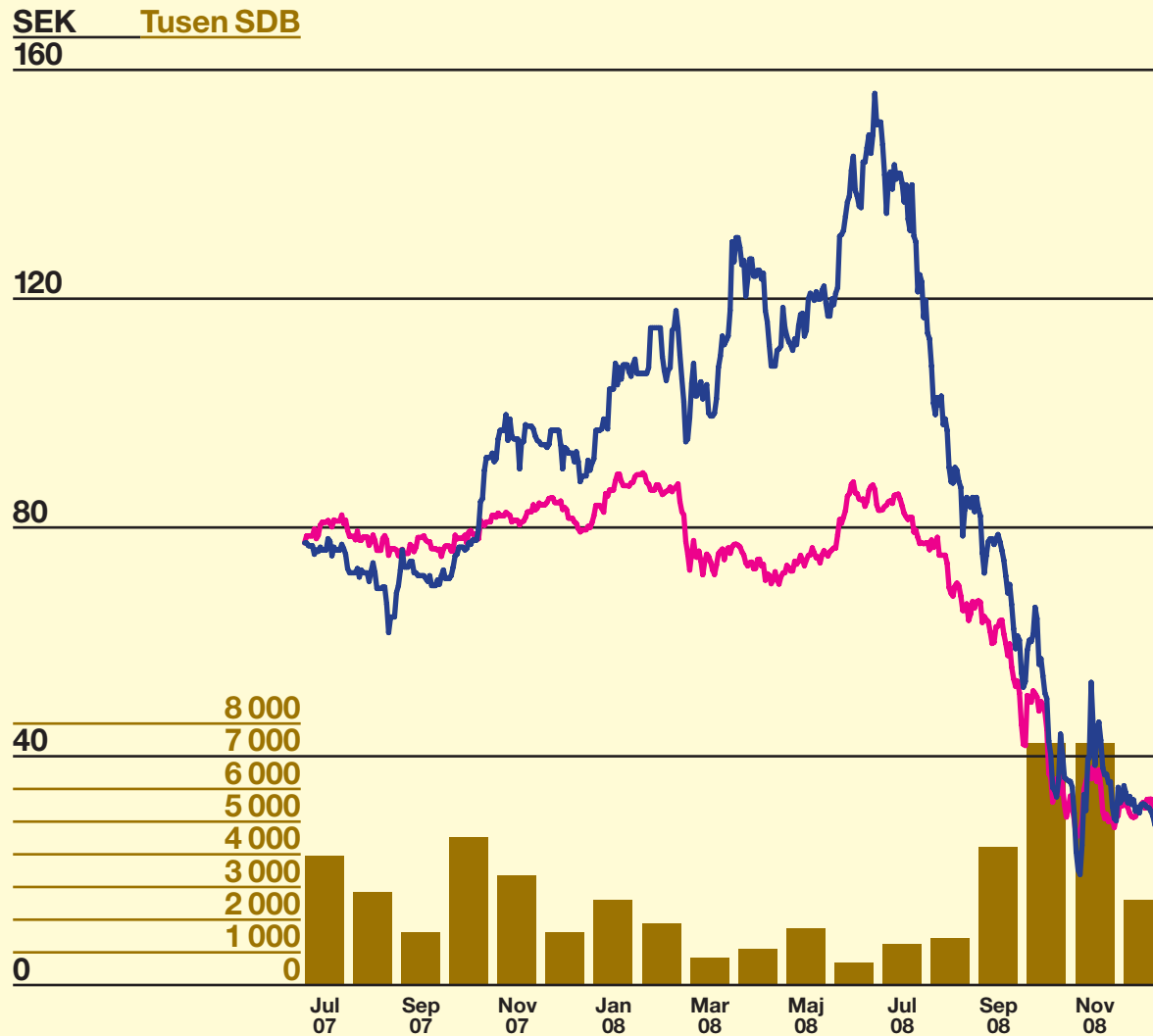
Nedanstående aktieägarförteckning per 30 december 2008 utvisar de tio största ägarna vid detta tillfälle. Antalet aktieägare i Vostok Nafta uppgick den 30 december 2008 till cirka 15 800.

Ägare	Antal SDB	Andel av kapital och röster, %
Lorito Holdings (Guernsey) Ltd*	14 000 000	30,42%
Fjärde AP-fonden	3 114 360	6,77%
AFA Försäkringar	1 821 540	3,96%
Nordea Fonder	784 072	1,70%
SEB Fonder	709 545	1,54%
Handelsbanken/SPP Fonder	517 662	1,12%
Avanza Pension Försäkring	508 729	1,11%
Pershing LLC	507 081	1,10%
Skandia Liv	411 125	0,89%
Nordnet Pensionsförsäkring	306 472	0,67%
10 största ägarna	22 680 586	49,28%
Övriga utländska ägare och förvaltare	13 900 750	30,21%
Övriga, cirka 15 800 svenska ägare och förvaltare	9 439 565	20,51%
Totalt	46 020 901	100,00%

Källa: Euroclear Sweden AB och av Vostok Nafta kända innehav.

* Lorito Holdings (Guernsey) Ltd är ett investmentbolag som ägs av en stiftelse vars förmånstagare är familjen Lundin.

Vostok Nafta-aktien



Vostok Naftas aktiekursutveckling

Vostok Nafta-aktien

Bakgrund

Vostok Nafta Investment Ltd. ("Vostok Nafta" eller "Företaget") registrerades i Bermuda den 5 april 2007 med registreringsnummer 39861. Företagets svenska depåbevis (SDB) är noterade på NASDAQ OMX Nordic Exchange Stockholm, Mid Cap-segmentet, ticker VNIL SDB. Per utgången av december 2008 uppgick antalet aktieägare i företaget till ca 15 800.

Vostok Nafta-koncernen bildades i samband med omstruktureringen av Vostok Gas-koncernen, vilken ägde rum under 2007. Omstruktureringen innefattade ett förvärv av aktierna i Vostok Komi (Cyprus) Limited och dess svenska dotterbolag Vostok Nafta Sverige AB från Vostok Gas, samt en efterföljande överföring av icke Gazpromrelaterade tillgångar från Vostok Gas-koncernen till Vostok Nafta-koncernen.

Koncernstruktur

Per den 31 december 2008 bestod Vostok Nafta-koncernen av det bermudianska moderbolaget Vostok Nafta Investment Ltd, ett helägt dotterbolag på Bermuda, Vostok Holding Ltd, ett helägt cypriskt dotterbolag, Vostok Komi (Cyprus) Limited, tre helägda ryska dotterbolag, ZAO Baikal Energy, OAO Resurs-Invest och OOO Resursniye Investitsii, samt ett helägt svenskt dotterbolag, Vostok Nafta Sverige AB.

Vostok Komi (Cyprus) Limited ansvarar för koncernens portföljförvaltning.

Verksamhetspolicy

Affärsidé

Bolagets affärsidé är att genom erfarenhet, kunskap och befintligt nätverk identifiera och investera i tillgångar med stor värdeökningspotential, med fokus på Ryssland och övriga OSS-länder.

Mål

Bolagets övergripande mål är att skapa värde för sina aktieägare genom en långsiktigt god avkastning på sina investeringar och därigenom en hög tillväxt av substansvärdet.

Strategi

Bolaget skall skapa värde genom en professionell investeringsverksamhet som bygger på en strukturerad process för kontinuerlig analys av befintliga innehav och potentiella förvärv. Bolaget skall i möjligaste mån vara en aktiv ägare och i den rollen bidra till att skapa ytterligare värden genom att utnyttja sin erfarenhet, kunskap, nätverk och starka varumärke. Bolaget skall ha ett långsiktigt investeringsperspektiv.

Investeringsstrategi

Huvuddelen av portföljinnehaven skall bestå av aktier i noterade bolag, vilket dock inte utesluter investeringar i onoterade bolag.

Bolaget kommer huvudsakligen, men inte uteslutande, utvärdera och genomföra investeringar i länderna från det forna Sovjetunionen. Bolaget kommer huvudsakligen, men inte uteslutande, att fokusera på gas-, olje- och energisektorerna. Geografiskt huvudfokus kommer att ligga på Ryssland som har de högsta proportionerna olje- och gasreserver.

Portföljinnehavens sammansättning skall inte följa något specifikt index och det kommer inte att upprättas några exakta sektorviktnings- eller viktrestriktioner för enskilda innehav. Positioner kan avvika från sedvanliga indexvikter. Portföljen skall normalt innehålla en spridning av risk.

Det kommer inte att upprättas några formella restriktioner för fördelningen mellan likvida och mindre likvida tillgångar. Normalt skall dock Bolaget vara fullt investerat, vilket generellt innebär en transaktionslikviditet om 1–5 procent av portföljens värde.

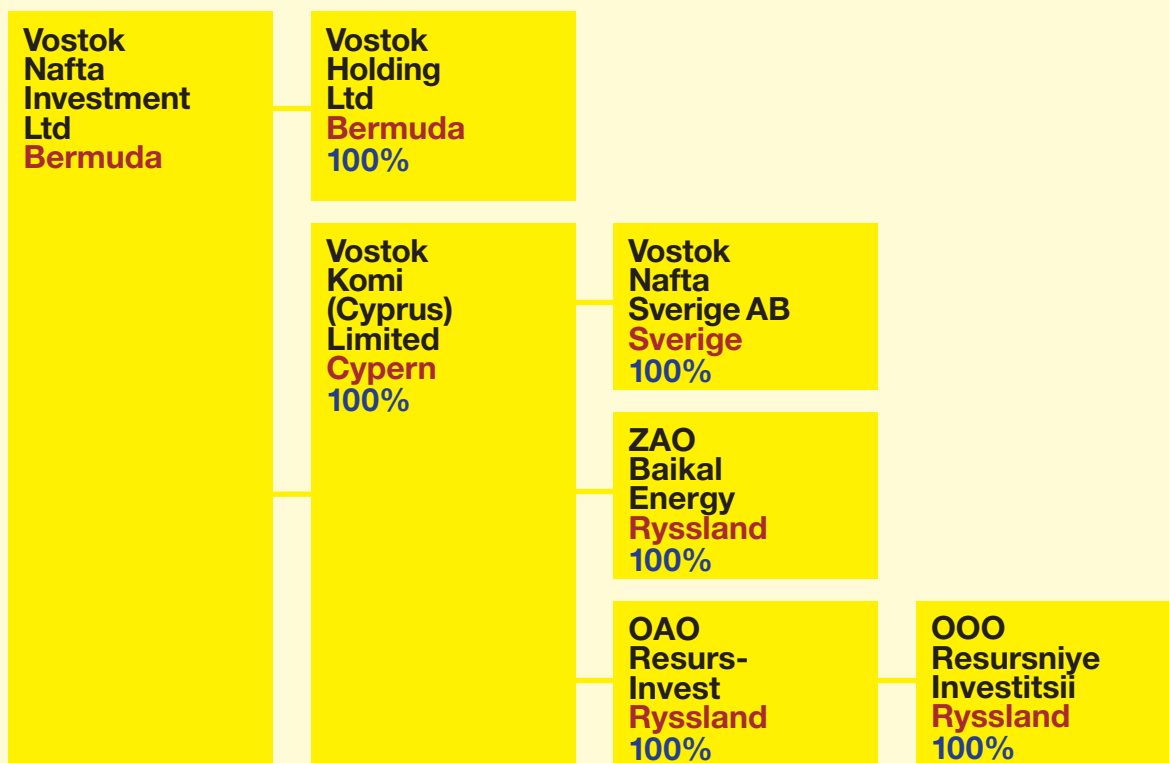
Arbetsordning

Styrelsen sammanträder fysiskt minst två gånger om året, dock mer frekvent då detta erfordras. Dessutom genomförs när så anses nödvändigt möten över telefon. Häremellan har verkställande direktören regelbundna kontakter med styrelsens ordförande och flera av de övriga styrelseledamöterna. Styrelsen beslutar om de övergripande frågorna rörande Vostok Nafta-koncernen.

Verkställande direktören leder det dagliga arbetet och förbereder investeringsrekommendationer tillsammans med de andra medlemmarna i investeringskommittén. Vidare har ordföranden en beslutsfattande position och deltar i arbetet på daglig basis.

Beslut om investeringar tas av investeringskommittén, vilken verkar i London, och som utgörs av tre representanter ur styrelsen. Två ledamöter, dvs en majoritet av kommittén, kan i förening utfärda investeringsrekommendationer, varefter styrelsen för Vostok Komi (Cyprus) Limited fattar investeringsbesluten.

Ytterligare information om Vostok Naftas arbetsordning återfinns i förvaltningsberättelsen samt i bolagsstyrningsrapporten i denna årsredovisning.



Vostok Nafta-koncernen

Företagsinformation

Vostok Nafta-koncernen bildade under 2007 i samband med omstruktureringen av Vostok Gas Ltd koncernen. Förutom ett förvärv av aktierna i Vostok Komi (Cyprus) Limited och dess svenska dotterbolag Vostok Nafta Sverige AB innefattade omstruktureringen en överföring av icke Gazpromrelaterade tillgångar till Vostok Nafta-koncernen samt en försäljning av aktierna i RusForest Ltd och RusForest (Cyprus) Ltd till Vostok Komi och en tredje part.

Räkenskaperna i årsredovisningen har upprättats som om omstruktureringen av Vostok Gas ägde rum den 30 september 2003, och innefattar koncernredovisningen för de bolag som ingår (eller skulle ha ingått) i Vostok Nafta-koncernen: Vostok Komi (Cyprus) Limited, Vostok Nafta Sverige AB, RusForest Ltd samt RusForest (Cyprus) Ltd. Omstruktureringen innebär vidare att resultat- och balansposter hänförliga till icke Gazpromrelaterade tillgångar, vilka redovisats i andra bolag inom Vostok Gas-koncernen, ingår i koncernräkenskaperna.

Transaktionerna då Vostok Nafta förvärvat dotterföretag samt icke Gazpromrelaterade tillgångar vilka redovisats i andra bolag inom Vostok Gas-koncernen utgör transaktioner mellan företag under samma bestämmande inflytande. Dessa transaktioner har redovisats till de värden som posterna var redovisade till i det överlåtande företaget, d.v.s. redovisade värde-metoden (predecessor accounting) har tillämpats. Se vidare not 1, i Noter till bokslutet.

Resultaträkningar i sammandrag

(TUSD)	Jan 2008– dec 2008 (12 mån)	Jan 2007– dec 2007 (12 mån)	Jan 2006– dec 2006 (12 mån)	Oct 2004– dec 2005 (15 mån)	Oct 2003– sep 2004 (12 mån)
Resultat från finansiella tillgångar					
tillgångar	-550 917	282 157	61 908	126 066	41 514
Övriga intäkter	10 673	10 355	12 541	4 726	2 914
Summa intäkter	-540 244	292 512	74 449	130 792	44 428
Rörelsens kostnader	-8 716	-5 704	-3 441	-3 821	-3 520
Rysk kupongskattekostnad på utdelningsintäkter	-1 381	-1 499	-1 897	-691	-437
Övriga rörelsekostnader	-15	-	-	-	-
Rörelseresultat	-550 356	285 309	69 111	126 280	40 471
Finansiella intäkter och kostnader, netto	-6 988	-2 155	610	3 209	7 777
Resultat före skatt	-557 344	283 154	69 721	129 488	48 248
Skatt	956	-389	-88	-502	-60
Periodens resultat	-556 388	282 765	69 633	128 986	48 188

Balansräkningar i sammandrag

(TUSD)	31 dec 2008	31 dec 2007	31 dec 2006	31 dec 2005	30 sep 2004
Materiella anläggnings-tillgångar	510	545	316	92	-
Finansiella anläggnings-tillgångar	266 874	822 394	387 182	185 138	98 473
Finansiella omsättnings-tillgångar	27 847	4 197	-	995	995
Likvida medel	29 198	27 528	5 124	7 212	5 118
Övriga omsättnings-tillgångar	2 727	4 568	969	16 631	49 966
Summa tillgångar	327 156	859 232	393 591	210 068	154 552
Eget kapital	247 893	803 954	385 043	209 532	154 426
Uppskjuten skatteskuld	19	1 358	11	-	-
Aktuell skatteskuld	498	106	585	509	80
Övriga skulder	78 746	53 814	7 952	27	46
Summa eget kapital och skulder	327 156	859 232	393 591	210 068	154 552

Kassaflödesanalyser i sammandrag

(TUSD)	Jan 2008– dec 2008 (12 mån)	Jan 2007– dec 2007 (12 mån)	Jan 2006– dec 2006 (12 mån)	Okt 2004– dec 2005 (15 mån)	Okt 2003– sep 2004 (12 mån)
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-22 607	-162 982	-108 225	76 079	-1 158
Kassaflöde använt i investeringsverksamheten	-146	-300	-264	-97	-
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	26 119	185 673	106 375	-73 880	1 643
Periodens kassaflöde	3 366	22 391	-2 114	2 102	485
Kursdifferens i likvida medel	-1 696	13	26	-8	-207
Likvida medel vid periodens början	27 528	5 124	7 212	5 118	4 840
Likvida medel vid periodens slut	29 198	27 528	5 124	7 212	5 118

Nyckeltal

(TUSD om inget annat anges)	Jan 2008– dec 2008 (12 mån)	Jan 2007– dec 2007 (12 mån)	Jan 2006– dec 2006 (12 mån)	Okt 2004– dec 2005 (15 mån)	Okt 2003– sep 2004 (12 mån)
Soliditet, %	75,77	93,57	97,83	99,74	99,92
Räntebärande kapital					
Avkastning på eget kapital, %	-105,79	47,56	20,88	70,88	37,94
Avkastning på sysselsatt kapital, %	-97,23	46,04	20,88	70,88	37,94
Skuldsättningsgrad, ggr	31,42	6,21	-	-	-
Räntetäckningsgrad, ggr	-81	77	-	-	-
Aktiedata					
Substansvärde, MUSD	248	804	385	210	154
SEK/USD	7,8644	6,4683	6,85	7,94	7,27
Substansvärde, MSEK	1 950	5 200	2 638	1 667	1 123
Substansvärdeutveckling i USD, %	-69	109	84	35	48
RTS-index	632	2 291	1 922	1 126	632
Utveckling av RTS-index	-72	19	71	78	11
Utdelning	-	-	-	-	-
Utdelning per aktie	-	-	-	-	-
Direktavkastning i %	-	-	-	-	-
Aktiedata proforma					
Substansvärde per aktie, USD	5,39	17,47	8,34	4,55	3,36
Substansvärde per aktie, SEK	42,36	113,00	57,31	36,15	24,39
Antal utestående aktier vid årets slut	46 020 901	46 020 901	46 020 901	46 020 901	46 020 901
Vägt genomsnittligt antal utestående aktier	46 020 901	46 020 901	46 020 901	46 020 901	46 020 901
- efter utspädning	46 020 901	46 020 901	46 020 901	46 020 901	46 020 901
Anställda					
Medelantalet anställda under perioden	16	9	10	9	8

Aktiedata

Företaget bildades under 2007 och hade intill dess att teckningsoptionerna utnyttjades i juli 2007 endast en aktie. För att visa meningsfull per aktie data för samtliga hela perioder har avseende 2007 och tidigare perioder det antal aktier använts som uppnåddes efter utnyttjandet av teckningsrätterna.

Definition av nyckeltal

Räntetäckningsgrad Resultat efter finansnetto med återlagda finansiella kostnader dividerat med finansiella kostnader.

Skuldsättningsgrad Räntebärande skulder och avsättningar dividerat med eget kapital.

Soliditet Eget kapital i procent av balansomslutningen.

Avkastning på eget kapital Nettoresultat i procent av genomsnittligt eget kapital.

Avkastning på sysselsatt kapital Resultat efter finansnetto plus finansiella kostnader i procent av genomsnittligt sysselsatt kapital.

Resultat per aktie Nettoresultat dividerat med genomsnittligt antal aktier.

Substansvärde Substansvärde definieras som eget kapital.

Substansvärde per aktie Eget kapital dividerat med antal utestående aktier vid årets slut.

Styrelse

[Lukas H. Lundin](#)

Ordförande

Svensk medborgare, född 1958. Medlem i styrelsen sedan 2007. Kommittéer i Vostok Nafta: ersättningskommittén, investeringskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: direktör Lundin Oil AB och verkställande direktör för International Musto Exploration Limited i över 12 år. Lukas H. Lundin har en gruvingenjörsexamen från The New Mexico Institute of Mining and Technology. Lukas H. Lundin är verkställande direktör i Namdo Management Services Ltd. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: ordförande i Lundin Mining Corporation, Denison Mines Corp., Red Back Mining Inc., Suramina Resources Inc., Canadian Gold Hunter Corp. och Atacama Minerals Corp. Styrelseledamot och/eller medlem av företagsledningen i Lundin Petroleum AB, Bannockburn Resources Ltd., Fortress Minerals Corp., Lucara Diamond Corp. och Pearl Exploration and Production Ltd. Innehav i Vostok Nafta: 40 000 depåbevis. Lön och ersättningar: 76 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

[Al Breach](#)

Ledamot

Brittisk medborgare, född 1970. Medlem i styrelsen sedan 2007. Arbetslivserfarenhet och utbildning: Mellan början av 2003 och oktober 2007 var Al Breach anställd på Brunswick UBS/UBS i Moskvas analysavdelning, bl.a. som verkställande direktör och analyschef. Al Breach har tidigare varit anställd som Rysslands- och OSS-ekonom hos Goldman Sachs samt inom fondförvaltning vid Rothschild Asset Management i London. Al Breach har en MSc i ekonomi från London School of Economics och examen i matematik från Edinburghs Universitet. Från februari 2008 är Al Breach anställd på The Browser i

New York/London som Managing Partner. Innehav i Vostok Nafta: inget. Lön och ersättningar: 29 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

[Per Brilioth](#)

Verkställande direktör och ledamot

Svensk medborgare, född 1969. Medlem i styrelsen och verkställande direktör sedan 2007. Kommittéer i Vostok Nafta: investeringskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: Mellan 1994 och 2000 arbetade Per Brilioth vid fondkommissionärsfirman Hagströmer & Qviberg i Stockholm som chef för deras emerging markets-enhet och han har under flera år jobbat mycket nära den ryska aktiemarknaden. Per Brilioth har en kandidatexamen i företags ekonomi från Stockholms Universitet och en Master of Finance från London Business School. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: styrelseordförande i Black Earth Farming Ltd, styrelseledamot i Kontakt East Holding AB, X5 Group AB, Port Capital AB, Aktiebolag H Bukowskis Konsthandel, Bukowski Strandvägen Auktioner Aktiebolag, Bukowski Real Estate AB, Bukowski Auktioner Aktiebolag, Bukowski Holding AB, Port Capital Holding AB och Konsthandels Aktiebolaget Nybroviken. Innehav i Vostok Nafta: 160 000 depåbevis och 250 000 optioner. Lön och ersättningar: 431 TUSD. Avtal om avgångsvederlag och pension: Brilioth har rätt till tolv månaders full lön i händelse av uppsägning från företagets sida. Skulle han själv välja att avgå måste han iaktta sex månaders uppsägningstid. Brilioth har också en pensionsplan motsvarande ITP-standard.

[Paul Leander-Engström](#)

Ledamot

Svensk medborgare, född 1966. Medlem i styrelsen sedan 2007. Kommittéer i Vostok Nafta: ersättningskommittén, investeringskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: medgrundare av och tidigare verkställande direktör i Prosperity Capital Management (SE) AB samt tidigare Partner/co-head of research vid Brunswick Warburg Moscow. Paul Leander-Engström har en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm och en jur.kand. från Stockholms Universitet. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: styrelseledamot i Talking People AB, Ture Invest AB, Maskrosen Invest AB och Ture Promotion Capital AB. Innehav i Vostok Nafta: 37 000 depåbevis. Lön och ersättningar: 41 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

[Torun Litzén](#)

Ledamot

Svensk medborgare, född 1967. Medlem i styrelsen sedan 2007. Kommitté i Vostok Nafta: revisionskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: Director Investor Relations hos Investment AB Kinnevik. Torun Litzén har en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: Vosvik AB och Transcom Worldwide S.A. Innehav i Vostok Nafta: 400 depåbevis. Lön och ersättningar: 43 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

Styrelse, koncernledning och revisorer

Ian H. Lundin

Ledamot

Svensk medborgare, född 1960. Medlem i styrelsen sedan 2007. Kommittéer i Vostok Nafta: revisionskommittén, nomineringskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: tidigare verkställande direktör i Lundin Petroleum AB och Lundin Oil AB samt verkställande direktör och koncernchef för International Petroleum Corporation. Ian H. Lundin har en petroleumingenjörsexamen från University of Tulsa. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: styrelseordförande i Lundin Petroleum AB. Innehav i Vostok Nafta: 40 000 depåbevis. Lön och ersättningar: 43 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

William A. Rand

Ledamot

Kanadensisk medborgare, född 1942. Medlem i styrelsen sedan 2007. Kommitté i Vostok Nafta: revisionskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: verkställande direktör i Rand Edgar Investment Corp. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: styrelseledamot i Canadian Gold Hunter Corp., Denison Mines Corp., Dome Ventures Corporation, Lundin Mining Corp., Lundin Petroleum AB, New West Energy Services Inc., Pender Financial Group Corporation och Suramina Resources Inc. William A. Rand har en ekonomiexamen från McGill University, en juristexamen från Dalhousie University och en Masters in International Law från London School of Economics. Innehav i Vostok Nafta: 85 000 depåbevis. Lön och ersättningar: 50 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

Robert J. Sali

Ledamot

Kanadensisk medborgare, född 1962. Medlem i styrelsen sedan 2007. Kommitté i Vostok Nafta: ersättningskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: Robert J. Sali har varit verksam inom finansvärlden sedan 1987 vid mäklarfirmorna Levesque Beaubien Inc. och BMO Nesbitt Burns. 1999 etablerade Robert J Sali Dundee Securities Corporations verksamhet i västra Kanada, där han ledde verksamheten inom avdelningarna Equity Sales och Trading. Robert J. Sali är numera verksam inom Dundee Securities Corporation som senior investeringsrådgivare. Innehav i Vostok Nafta: 15 000 depåbevis. Lön och ersättningar: 34 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

Koncernledning

Per Brilioth: Verkställande direktör. Se även under avsnittet "Styrelse" ovan.

Anders Sjöberg: Ekonomichef. Svensk medborgare, född 1970. Anställd sedan 2007. Innehav i Vostok Nafta: 30 000 optioner.

Sergei Glaser: Analytiker. Brittisk medborgare, född 1958. Anställd sedan 2007. Innehav i Vostok Nafta: 47 100 depåbevis.

Anders F. Börjesson: Bolagsjurist. Svensk medborgare, född 1971. Anställd sedan 2008. Innehav i Vostok Nafta: 1 500 depåbevis.

Revisorer

PricewaterhouseCoopers AB

Klas Brand, född 1956. Auktoriserad revisor, huvudansvarig revisor. Revisor i Vostok Nafta sedan 2007. PricewaterhouseCoopers AB, Göteborg.

Bo Hjalmarsson, född 1960. Auktoriserad revisor. Revisor i Vostok Nafta sedan 2007. PricewaterhouseCoopers AB, Stockholm.

Styrelsen och verkställande direktören för Vostok Nafta Investment Ltd avger härmed årsredovisning för verksamhetsåret 1 januari 2008–31 december 2008.

Koncernstruktur

Vostok Nafta Investment Ltd ("Vostok Nafta" eller "företaget") registrerades i Bermuda den 5 april 2007 med registreringsnummer 39861. Ett namnbyte från Vostok Nafta Holding Investment Ltd till Vostok Nafta Investment Ltd skedde i juni 2007.

Koncernen Vostok Nafta Investment Ltd bildades i samband med omstruktureringen av Vostok Gas-koncernen, som ägde rum under 2007.

Per den 31 december 2008 består koncernen av ett bermudianskt moderbolag, ett helägt bermudianskt dotterbolag, ett helägt cypriotiskt dotterbolag, tre heläga ryska dotterbolag samt ett helägt svenskt dotterbolag. Koncernens portföljförvaltning handhas av Vostok Komi (Cyprus) Limited.

Vostok Nafta Investment Ltd har ett representationskontor i London, och Vostok Komi (Cyprus) Limited har ett representationskontor i Moskva.

Koncernens resultat

Under perioden 1 januari 2008–31 december 2008 var resultatet från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde över resultaträkningen –363,26 MUSD (158,41). Resultat från investeringar i intresseföretag var –180,56 MUSD (123,69). Utdelningsintäkter har redovisats med 9,65 MUSD (10,09). Resultat från lånefordringar uppgick till –7,09 MUSD (0,06), vilket främst utgörs av valutakursförluster vid ovärdering av lånefordringar i ryska rubel till USD.

Rörelsekostnaderna för perioden blev –8,72 MUSD (–5,71).

Finansnettot uppgick till –6,99 MUSD (–2,16).

Periodens nettoresultat efter skatt blev –556,39 MUSD (282,77).

Vostok Nafta har beräknat det verkliga värdet av bolagets onoterade investeringar per den 31 december 2008. Det verkliga värdet har utvärderats i syfte att garantera att investeringarna inte redovisas till ett högre värde än återvinningsvärdet. Vostok Naftas bedömning av det verkliga värdet av aktieinnehavet i Tinkoff Credit Systems och Vosvik/Kontakt East har resulterat i nedskrivningar om 8,15 MUSD respektive 18,53 MUSD. Vostok Naftas bedömning av det verkliga värdet av RusForest har resulterat i att återvinningsvärdet inte understiger det bokförda värdet.

Vostok Naftas bedömning av dess övriga onoterade investeringar är att det nuvarande bokförda värdet till anskaffningskostnad motsvarar verkligt värde.

Portföljutveckling

Vostok Naftas substansvärde per aktie har under tiden 1 januari 2008–31 december 2008 minskat med 69,39%. Under samma tid har det ryska RTS-index, mätt i USD, minskat med 72,41%.

Under perioden 1 januari 2008–31 december 2008 har substansvärdet minskat från 803,95 MUSD till 247,89 MUSD.

Under perioden 1 januari 2008–31 december 2008 uppgick nettoinvesteringar i finansiella tillgångar till –20,42 MUSD (151,82). Per den 31 december 2008 utgjordes Vostok Naftas tre största investeringar av Black Earth Farming (24,1% av portföljvärdet), RusForest (16,9%) och Egidaco/Tinkoff Credit Systems (15,3%).

Lånefinansiering

I juni 2008 utökade företaget sin kreditfacilitet med Deutsche Bank från 50 MUSD till 150 MUSD, vilken till fullo utnyttjades under samma månad. Låneavtalet stipulerade en återbetalning i maj 2009 samt en rörlig ränta om 200 punkter över LIBOR. Den 23 december 2008 återbetalades 100 MUSD av lånet och en slutlig amortering av ägde rum efter räkenskapsårets utgång, i februari 2009.

Under oktober och november 2008 upptog Bolaget lån om sammanlagt 15,25 MUSD. Lånen, som löper med en ränta om 18%, är efterställda de lån som finns upptagna av företagets dotterbolag Vostok Komi (Cyprus) Limited och har en löptid om 12 månader. Se vidare not 26.

Vidare upptog företaget den 16 december 2008 ett kortfristigt obligationslån om 10,0 MEUR. Obligationslånet, som löper med en ränta om 20%, förfaller till betalning den 15 april 2009. I samband med upptagandet av obligationslånet återbetalades 2,0 MUSD av de lån som upptogs under oktober och november 2008.

Efter räkenskapsårets utgång har företaget genomfört en nyemission, i vilken 46 020 901 aktier emitterades mot en likvid om 12 SEK per aktie. Före transaktionskostnader tillförde emissionen bolaget 552 MSEK. Majoriteten av intäkterna från nyemissionen har använts för återbetalning av upplåning. Företaget kommer fortsättningsvis att enbart mycket restriktivt arbeta med belåning och då endast under kortare perioder.

Aktieinformation

Vostok Nafta Investment Ltd registrerades i Bermuda den 5 april 2007 som ett aktiebolag med ett aktiekapital om 1 USD. I juli 2007 emitterades 46 020 900 aktier vid inlösen av samma antal teckningsoptioner i Vostok Nafta och en kontantinsats av 22 SEK per aktie.

Antalet utestående aktier per den 31 december 2007 uppgick därför till 46 020 901 med ett kvotvärde av 1 USD.

Inga förändringar av aktiekapitalet skedde under 2008. Antalet utestående aktier per den 31 december 2008 uppgick därför till 46 020 901 med ett kvotvärde av 1 USD.

Samtliga aktier ger en röst. Aktien (depåbeviset) är noterad på NASDAQ OMX Nordic Exchange Stockholm, Mid Cap-segmentet).

Styrelsearbetet

Vostok Nafta styrelse består av åtta ledamöter. Under räkenskapsåret har sex styrelsemöten avhållits. Ledamöterna representerar ett antal olika nationaliteter. Styrelsemöten sker på engelska. Tre av styrelsemedlemmarna utgör investeringskommittén. Två av dessa tre medlemmar i förening ger investeringsrekommendationer till styrelsen för Vostok Komi (Cyprus) Limited, som därefter tar det formella investeringsbeslutet. Bolagets styrelse har två underkommittéer: revisionskommittén och kompensationskommittén. Styrelsens och dess underkommitteers arbete och sammansättning beskrivs i detalj i företagens Bolagsstyrningsrapport.

I enlighet med Koden har bolagsstämman inrättat en nomineringskommitté som utarbetar förslag till val och arvodering av styrelseledamöter och revisorer till bolagsstämman 2009 avseende

- Val av styrelseordförande
- Val av övriga ledamöter i styrelsen

- Styrelsearvode till ordförande
- Styrelsearvode till övriga ledamöter
- Eventuell ersättning för utskottsarbete
- Val av revisorer
- Ersättning till revisorerna
- Val av ordförande vid bolagsstämman
- Principer för utseende av valberedning inför årsstämman 2009.

Nomineringskommittén för bolagsstämman 2009 har konstituerats med följande medlemmar: Ian H. Lundin, företrädare för Lorito Holdings Ltd och styrelseledamot i Vostok Nafta Investment Ltd, Åsa Nisell, Swedbank Robur Fonder, samt Lars Öhrstedt, AFA Försäkring.

Riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare m.m.

Styrelsen föreslår inför bolagsstämman 2009 att de riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare som antogs vid extra bolagsstämma den 18 maj 2007 skall fortsätta att tillämpas. Vid den extra stämman antogs följande principer om ersättningsvillkor m.m. för bolagsledningen. Ersättning till den verkställande direktören och andra personer i bolagets ledning skall utgöras av fast lön, eventuell rörlig ersättning, övriga förmåner samt pension. Med andra personer i bolagets ledning avses medlemmar av koncernledningen, f.n. två personer utöver verkställande direktören. Den sammanlagda ersättningen skall vara marknadsmässig och konkurrenskraftig. Fast lön och rörlig ersättning skall vara relaterad till befattningshavarens ansvar och befogenheter. Den rörliga ersättningen skall i första hand hanteras inom ramen för bolagets optionsplan och i de fall annan rörlig ersättning kan utgå skall denna vara förenad med en marknadsmässig övre gräns och specificerade resultatmål för bolaget och/eller befattningshavaren. Uppsägningstiden skall vara tre

till sex månader från befattningshavarens sida. Vid uppsägning från bolaget skall summan av uppsägningstid och den tid under vilken avgångsvederlag utgår maximalt vara 12 månader. Pensionsförmåner skall vara antingen förmåns- eller avgiftsbestämda, eller en kombination därav, med individuell pensionsålder. Förmånsbestämda pensionsförmåner förutsätter intjänande under en förutbestämd anställningstid. Styrelsen skall äga rätt att frångå riktlinjerna, om det i ett enskilt fall finns särskilda skäl för det.

Bolagsstyrningsrapport

En bolagsstyrningsrapport, som redogör för hur Vostok Nafta tillämpar den svenska Koden för bolagsstyrning, är, tillsammans med en internkontrollrapport, inkluderad i årsredovisningen. Varken bolagsstyrningsrapporten eller internkontrollrapporten är granskad av företagens revisorer.

Anställda

Vostok Nafta hade vid räkenskapsårets slut en anställd i London. Sju personer var anställda av Vostok Nafta Sverige AB i Stockholm. 16 personer arbetade vid Vostok Komis representationskontor i Moskva. Efter räkenskapsårets utgång har antalet anställda vid representationskontoret i Moskva reducerats. För ytterligare information se not 25 i noter till räkenskaperna.

Förslag till vinstdisposition

Koncernens balanserade vinstmedel uppgår till 54 988 TUSD.

Styrelsen och verkställande direktören föreslår att moderbolagets balanserade vinstmedel 55 341 TUSD, inklusive årets förlust 279 836 TUSD, balanseras och att ingen utdelning skall ske för perioden.

Styrelsen och verkställande direktören försäkrar att koncernredovisningen har upprättats i enlighet med internationella redovisningsstandarder IFRS sådana de antagits av EU och ger en rättvisande bild av koncernens ställning och resultat. Årsredovisningen har upprättats i enlighet med IFRS och ger en rättvisande bild av moderbolagets ställning och resultat.

Förvaltningsberättelsen för koncernen och moderbolaget samt årsredovisningen i övrigt ger en rättvisande översikt över utvecklingen av koncernens och moderbolagets verksamhet, ställning och resultat samt beskriver väsentliga risker och osäkerhetsfaktorer som moderbolaget och de företag som ingår i koncernen står inför.

Stockholm den 3 april 2009

Lukas H. Lundin
[Ordförande](#)

Al Breach
[Ledamot](#)

Paul Leander-Engström
[Ledamot](#)

Torun Litzén
[Ledamot](#)

Ian H. Lundin
[Ledamot](#)

William A. Rand
[Ledamot](#)

Robert J. Sali
[Ledamot](#)

Per Brilioth
[Ledamot och verkställande direktör](#)

(TUSD)	Not	1 jan 2008– 31 dec 2008	1 jan 2007– 31 dec 2007
Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen			
	3	-363 261	158 407
Resultat från investeringar i intresseföretag	4	-180 563	123 693
Utdelningsintäkter	5	9 646	10 087
Resultat från lånefordringar	6, 26	-7 093	57
Övriga rörelseintäkter	7, 26	1 027	268
Totala rörelseintäkter		-540 244	292 512
Rörelsens kostnader			
	8, 25, 26	-8 716	-5 705
Rysk kupongskattekostnad på utdelningsintäkter	5	-1 381	-1 499
Övriga rörelsefordringar		-15	-
Rörelseresultat		-550 356	285 309
Finansiella intäkter och kostnader			
Ränteintäkter		2 072	1 225
Räntekostnader		-6 823	-3 709
Valutakursvinster/-förluster, netto		-1 511	538
Övriga finansiella kostnader		-726	-210
Totala finansiella intäkter och kostnader		-6 988	-2 155
Resultat före skatt		-557 344	283 154
Skatt	9	956	-389
Årets resultat		-556 388	282 765
Resultat per aktie (USD)	10	-12,09	6,14
Resultat per aktie efter utspädning (USD)	10	-12,09	6,14

(TUSD)	Not	31 dec 2008	31 dec 2007
ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR			
Materiella anläggningstillgångar			
Kontorsinventarier	11	510	545
Totala materiella anläggningstillgångar		510	545
Finansiella anläggningstillgångar			
Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen			
	12, 13	134 180	565 043
Investeringar i intresseföretag	12, 14	115 296	248 213
Lånefordringar	12, 15	17 384	9 138
Uppskjuten skatt	9	14	-
Totala finansiella anläggningstillgångar		266 874	822 394
OMSÄTTNINGSTILLGÅNGAR			
Kassa och likvida medel	18	29 198	27 528
Lånefordringar	12, 16	27 847	4 197
Fordringar på närstående	26	60	697
Obetalda aktietransaktioner		-	3 172
Skattefordringar		129	98
Övriga kortfristiga fordringar	17	2 538	601
Totala omsättningstillgångar		59 772	36 293
TOTALA TILLGÅNGAR		327 156	859 232
EGET KAPITAL (inklusive periodens resultat)	19	247 893	803 954
LÅNGFRISTIGA SKULDER			
Uppskjuten skatteskuld	9	19	1 358
Totala långfristiga skulder		19	1 358
KORTFRISTIGA SKULDER			
Räntebärande kortfristiga skulder			
Upplåning	21	77 887	50 438
Icke räntebärande kortfristiga skulder			
Skatteskuld		498	106
Skulder till närstående	26	-	586
Obetalda aktietransaktioner		-	1 677
Övriga kortfristiga skulder	22	171	141
Upplupna kostnader		688	972
Totala kortfristiga skulder		79 244	53 920
TOTALT EGET KAPITAL OCH SKULDER		327 156	859 232

Resultaträkningar – koncernen

Balansräkningar – koncernen

(TUSD)	Aktie- kapital	Övrigt tillskjutet kapital	Ackumulerat resultat inklusive årets resultat	Totalt
Eget kapital per 31 december 2006	-	-	385 043	385 043
Årets resultat				
1 januari 2007–31 december 2007	-	-	282 765	282 765
Summa totalt redovisade intäkter och kostnader				
1 januari 2007–31 december 2007	-	-	282 765	282 765
Personaloptionsprogram:				
- värde på anställdas tjänstgöring	-	125	-	125
Likvid från utgivande av teckningsoptioner	-	-	476	476
Genom ägartillskott tillförda tillgångar och skulder (not 19)	-	-	-10 903	-10 903
Utnyttjande av emitterade teckningsoptioner	46 021	-	-46 021	-
Erhållet från nyemission (not 20), netto efter transaktionskostnader	-	146 351	-	146 351
Valutakursdifferenser	-	-	97	97
	46 021	146 476	-56 351	136 146
Eget kapital per 31 december 2007	46 021	146 476	611 467	803 954
Årets resultat				
1 januari 2008–31 december 2008	-	-	-556 388	-556 388
Summa totalt redovisade intäkter och kostnader				
1 januari 2008–31 december 2008	-	-	-556 388	-556 388
Personaloptionsprogram:				
- värde på anställdas tjänstgöring	-	408	-	408
Valutakursdifferenser	-	-	-81	-81
	-	408	-81	327
Eget kapital per 31 december 2008	46 021	146 884	54 988	247 893

(TUSD)	1 jan 2008– 31 dec 2008	1 jan 2007– 31 dec 2007
Kassaflöde från årets verksamhet		
Resultat före skatt	-557 344	283 154
Justering för:		
Ränteintäkter	-2 072	-1 225
Räntekostnader	6 823	3 709
Valutakursvinster	1 511	-538
Avskrivningar	136	78
Resultat från finansiella tillgångar		
värderade till verkligt värde via resultaträkningen	363 261	-158 407
Resultat från investeringar i intresseföretag	180 563	-123 693
Resultat från lånefordringar	7 093	-
Utdelningsintäkter	-9 646	-10 087
Övriga icke-kassaflödespåverkande poster	2 509	2 626
Förändringar i kortfristiga fordringar	2 214	-8 428
Förändringar i kortfristiga skulder	-2 493	-5 480
Kassaflöde använt i/från verksamheten	-7 444	-18 291
Investeringar i finansiella tillgångar	-350 516	-356 036
Försäljning av finansiella tillgångar	370 471	219 482
Ökning av lånefordringar	-42 219	-9 126
Investeringar i dotterföretag	-	-6 181
Erhålla utdelningar	8 265	8 588
Erhållna räntor	4 942	1 225
Betald ränta	-6 073	-1 975
Betald skatt	-33	-668
Totalt kassaflöde använt i årets verksamhet	-22 607	-162 982
Kassaflöde använt för investeringar		
Investeringar i kontorsinventarier	-146	-303
Försäljning av kontorsinventarier	-	3
Totalt kassaflöde använt för investeringar	-146	-300
Kassaflöde från finansieringsverksamheten		
Erhållet från upplåning	128 119	49 750
Återbetalning av upplåning	-102 000	-
Erhållet från nyemission	-	146 350
Genom ägartillskott tillförda tillgångar och skulder	-	-10 903
Erhållet från försäljning av teckningsrätter	-	476
Totalt kassaflöde från finansieringsverksamheten	26 119	185 673
Förändring av kassa och likvida medel	3 366	22 391
Kassa och likvida medel vid periodens början	27 528	5 124
Kursdifferens i likvida medel	-1 696	13
Kassa och likvida medel vid periodens slut	29 198	27 528

Förändringar i eget kapital – koncernen

Kassaflödesanalys – koncernen

	2008	2007
Räntabilitet på sysselsatt kapital, % (01)	-97,23	46,06
Soliditet, % (02)	75,77	93,57
Eget kapital/aktie, USD (03)	5,39	17,47
Resultat/aktie, USD (04)	-12,09	6,14
Resultat/aktie efter full utspädning, USD (05)	-12,09	6,14
Substansvärde/aktie, USD (06)	5,39	17,47
Vägt genomsnittligt antal aktier för perioden	46 020 901	46 020 901
Vägt genomsnittligt antal aktier för perioden efter full utspädning	46 020 901	46 020 901
Antal aktier vid periodens slut	46 020 901	46 020 901

Företaget bildades under 2007 och hade intill dess att teckningsoptionerna utnyttjades i juli 2007 endast en aktie. För att visa meningsfull per aktie data för ovanstående hela perioder, har det antal aktier använts som uppnåddes efter utnyttjandet av teckningsrätterna.

01. Räntabilitet på sysselsatt kapital definieras som koncernens resultat plus räntekostnader plus/minus valutakursdifferenser på finansiella lån dividerat med totalt genomsnittligt sysselsatt kapital (genomsnittet av periodens balansomslutning med avdrag för icke räntebärande skulder).
02. Soliditet definieras som eget kapital i relation till totalt kapital.
03. Eget kapital/aktie USD definieras som eget kapital dividerat med totalt antal aktier vid periodens slut.
04. Resultat per aktie USD definieras som periodens resultat dividerat med vägt genomsnittligt antal aktier för perioden.
05. Resultat per aktie efter full utspädning USD definieras som periodens resultat dividerat med vägt genomsnittligt antal aktier för perioden med beaktande av full utspädning.
06. Substansvärde/aktie USD definieras som eget kapital dividerat med totalt antal aktier vid periodens slut.

(TUSD)	Not	1 jan 2008– 31 dec 2008	1 jan 2007– 31 dec 2007
Rörelsens intäkter		184	-
Rörelsens kostnader	8	-4 614	-3 464
Nedskrivning på aktier i dotterföretag	24	-288 692	-
Rörelseresultat		-293 122	-3 464
Finansiella intäkter och kostnader			
Ränteintäkter	26	14 327	6 735
Räntekostnader		-655	0
Valutakursvinster/-förluster, netto		-386	-48
Totala finansiella intäkter och kostnader		13 286	6 687
Årets resultat		-279 836	3 222

(TUSD)	Not	31 dec 2008	31 dec 2007
ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR			
Finansiella anläggningstillgångar			
Aktier i dotterbolag	24	102 253	377 695
Lån till koncernföretag	26	175 550	150 795
Totala finansiella anläggningstillgångar		277 803	528 490
OMSÄTTNINGSTILLGÅNGAR			
Kassa och likvida medel		3	113
Fordringar på närstående		49	6
Övriga kortfristiga fordringar	17	280	261
Totala omsättningstillgångar		332	379
TOTALA TILLGÅNGAR		278 135	528 870
EGET KAPITAL (inklusive periodens resultat)	20	248 246	527 674
KORTFRISTIGA SKULDER			
Räntebärande kortfristiga skulder			
Upplåning	21	27 790	
Icke räntebärande kortfristiga skulder			
Skulder till koncernföretag	26	1 480	188
Övriga skulder	22	2	152
Upplupna kostnader		617	855
Totala kortfristiga skulder		29 889	1 195
TOTALT EGET KAPITAL OCH SKULDER		278 135	528 870

(TUSD)	Aktie- kapital	Övrigt tillskjutet kapital	Ackumulerat resultat inklusive årets resultat	Totalt
Årets resultat	-	-	3 222	3 222
Summa totalt redovisade intäkter och kostnader				
5 april 2007–31 december 2007	-	-	3 222	3 222
Personaloptionsprogram:				
- värde på anställdas tjänstgöring	-	125	-	125
Likvid från utgivande av teckningsoptioner	-	-	476	476
Aktieemission	0	-	-	0
Utnyttjande av emitterade teckningsoptioner				
Erhållet från nyemission, not 20	46 021	-	331 479	377 500
	-	146 351	-	146 351
	46 021	146 476	331 955	524 452
Eget kapital per 31 december 2007	46 021	146 476	335 177	527 674
Årets resultat	-	-	-279 836	-279 836
Summa totalt redovisade intäkter och kostnader				
1 januari 2008–31 december 2008	-	-	-279 836	-279 836
Personaloptionsprogram:				
- värde på anställdas tjänstgöring	-	408	-	408
	-	408	-	408
Eget kapital per 31 december 2008	46 021	146 884	55 341	248 246

**Balansräkning
– moderbolaget**

**Förändringar i eget
kapital – moderbolaget**

(Belopp i TUSD om ej annat framgår)

Not 1 Inledning

Vostok Nafta Investment Ltd ("Vostok Nafta"; "Företaget") registrerades i Bermuda den 5 april 2007 med registreringsnummer 39861. Ett namnbyte från Vostok Nafta Holding Investment Ltd skedde i juni 2007.

Vostok Nafta-koncernen bildades i samband med omstruktureringen av Vostok Gas-koncernen, vilken ägde rum under 2007. Bolagets affärsidé är att genom erfarenhet, kunskap, och befintligt nätverk identifiera och investera i tillgångar med stor värdeökningspotential, med fokus på Ryssland och övriga OSS-länder.

Styrelsen har den 3 april 2009 godkänt denna koncernredovisning för offentliggörande.

Omstruktureringen av Vostok Gas – effekter i Vostok Naftas redovisning

Under 2007 genomfördes en omstrukturering av Vostok Gas-koncernen, varvid aktierna i Vostok Komi (Cyprus) Ltd och dess svenska dotterbolag Vostok Nafta Sverige AB förvärvades av Vostok Nafta Investment Ltd. Omstruktureringen innefattade även en överföring av icke Gazpromrelaterade tillgångar till Vostok Nafta-koncernen samt en försäljning av aktierna i RusForest Ltd och RusForest (Cyprus) Ltd till Vostok Komi och en tredje part.

Räkenskaperna har upprättats som om omstruktureringen av Vostok Gas ägde rum den 30 september 2003, och innefattar koncernredovisningen för de bolag som ingår (eller skulle ha ingått) i Vostok Nafta-koncernen; Vostok Komi (Cyprus) Ltd, Vostok Nafta Sverige AB, RusForest Ltd, samt RusForest (Cyprus) Ltd. Omstruktureringen innebär vidare att resultat- och balansposter hänförliga till icke Gazpromrelaterade tillgångar, vilka redovisats i andra bolag inom Vostok Gas-koncernen, ingår i koncernräkenskaperna för Vostok Nafta.

Transaktionerna då Vostok Nafta förvärvat dotterföretag samt icke Gazpromrelaterade tillgångar vilka redovisats i andra bolag inom Vostok Gas-koncernen utgör transaktioner mellan företag under samma bestämmande inflytande. Dessa transaktioner har redovisats till de värden som posterna var redovisade till i det överlåtande företaget, d.v.s. redovisade värde-metoden (predecessor accounting) har tillämpats.

De överförda resultaträkningsposter som tidigare redovisats i andra företag inom Vostok Gas-koncernen, än de nu i sin helhet överförda koncernföretagen, avser icke-Gazpromrelaterade realiserade och orealiserade vinster och förluster från finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen, resultat från innehav i intresseföretag, utdelningsintäkter med tillhörande kupongskattkostnader samt administrativa kostnader hänförliga till den icke-Gazpromrelaterade verksamheten.

De balansräkningsposter som tidigare redovisats i andra företag

inom Vostok Nafta-koncernen, än de nu i sin helhet överförda koncernföretagen, avser icke Gazpromrelaterade långfristiga och kortfristiga finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen, innehav i intresseföretag, obetalda aktietransaktioner, samt fordringar på intressebolag.

Övertagandet av dessa resultaträkningsposter och tillgångar har redovisats med eget kapital som motpost, d.v.s. som om överföringen av de icke Gazpromrelaterade resultaträkningsposterna och tillgångarna till Vostok Nafta skett genom ett ägartillskott. För ytterligare information, se not 19.

De viktigaste redovisningsprinciperna som tillämpats när denna koncernredovisning upprättats anges nedan.

Redovisningsprinciper

Grund för redovisning

Koncernräkenskaperna samt moderbolagets räkenskaper har upprättats i enlighet med internationella redovisningsprinciper; International Financial Reporting Standards, IFRS per den 31 december 2008. Koncernredovisningen har upprättats enligt anskaffningsvärdemetoden justerat för omvärderingar av finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen.

Tolkningar som trätt i kraft 2008

IFRIC 11, "IFRS 2 – Transaktioner med egna aktier, även koncerninterna" behandlar aktierelaterade transaktioner som innefattar egna aktier eller som inbegriper koncernföretag (exempelvis optioner avseende ett moderföretags aktier). IFRIC 11 ger vägledning om huruvida dessa transaktioner ska redovisas som aktierelaterade ersättningar som regleras med egetkapitalinstrument eller med konstanter i de separata finansiella rapporterna för moderföretaget respektive andra berörda koncernföretag. Denna tolkning har ingen inverkan på koncernens finansiella rapporter.

Tolkningar som är obligatorisk 2008 men inte relevant för koncernen

Följande tolkningar av befintliga standarder är obligatorisk för räkenskapsår som börjar den 1 januari 2008 eller senare men är inte tillämplig för koncernens verksamhet.

– IFRIC 12, "Service concession arrangements"

– IFRIC 13, 'Customer loyalty programmes'

Standarder, ändringar och tolkningar av befintliga standarder där ändringen ännu inte har trätt i kraft och inte har tillämpats i förtid av koncernen

Följande standarder och tolkningar av befintliga standarder har publicerats och är obligatoriska för koncernens redovisning för räkenskapsår som börjar den 1 januari 2009 eller senare, men har inte tillämpats i förtid:

IFRS 8, (gäller från 1 januari 2009). IFRS 8 ersätter IAS 14, "Segmentrapportering", och anpassar segmentrapporteringen till kraven i

USA-standardens SFAS 131, "Disclosures about segments of an enterprise and related information". Den nya standarden kräver att segmentinformationen presenteras utifrån ledningens perspektiv, vilket innebär att den presenteras på det sätt som används i den interna rapporteringen. Företaget kommer att tillämpa standarden från 1 januari 2009, men den är för närvarande inte relevant för koncernen eftersom det endast finns ett segment i koncernen.

IAS 23 (Ändring), "Lånekostnader" (gäller från 1 januari 2009). Ändringen kräver att ett företag aktiverar lånekostnader som är direkt hänförliga till inköp, konstruktion eller produktion av en tillgång som det tar en betydande tid i anspråk att färdigställa för användning eller försäljning, som en del av anskaffningsvärdet för tillgången. Alternativt att omedelbart kostnadsföra dessa lånekostnader kommer att tas bort. Koncernen kommer att tillämpa IAS 23 (Ändring) från den 1 januari 2009 men den är för närvarande inte relevant för koncernen eftersom det inte finns några tillgångar för vilka lånekostnader kan aktiveras.

IAS 1 (Reviderad), "Utformning av finansiella rapporter" (gäller från 1 januari 2009). Den reviderade standarden kommer att förbjuda presentation av intäkts- och kostnadsposter (dvs. "förändringar i eget kapital exklusive transaktioner med aktieägare") i rapporten över förändringar i eget kapital utan kräva att "förändringar i eget kapital exklusive transaktioner med aktieägare" redovisas separat från förändringar i eget kapital som avser transaktioner med aktieägare. Det kommer att krävas att alla förändringar i eget kapital som inte avser ägare ska redovisas i en räkning (rapport över totalresultat) eller i två räkningar (separat resultaträkning och rapport över totalresultat). Om ett företag gör en retroaktiv omräkning eller en ändrad klassificering av jämförande information, måste det presentera en omräknad balansräkning per början av jämförelseperioden, utöver det gällande kravet att presentera balansräkningar i slutet av den aktuella perioden och jämförelseperioden. Koncernen kommer att tillämpa IAS 1 (Ändring) från och med den 1 januari 2009. Sannolikt kommer både separat resultaträkning och rapport över totalresultat att presenteras som räkning.

IFRS 2 (Ändring), "Aktierelaterade ersättningar" (gäller från den 1 januari 2009). Den ändrade standarden behandlar intjäningsvillkor och indragningar. Den klargör att intjäningsvillkor endast är tjänstgöringsvillkor och prestationsvillkor. Övriga inslag i aktierelaterade ersättningar utgör så kallade "non-vesting conditions" (villkor som inte är definierade som intjäningsvillkor). Dessa inslag ska beaktas när det verkliga värdet per tilldelningsdagen fastställs för transaktioner med anställda och andra som tillhandahåller liknande tjänster. De påverkar däremot inte antalet optioner som förväntas bli intjänade eller värderingen av dessa efter tilldelningsdagen. Alla indragningar, oavsett om de görs av företaget eller andra parter, ska behandlas på samma sätt i redovisningen. Koncernen kommer att tillämpa IFRS 2 (Ändring) från den 1 januari 2009, men den förväntas inte ha någon väsentlig inverkan på koncernens finansiella rapporter.

IAS 32 (Ändring), "Finansiella instrument: Klassificering, och IAS 1

Noter till bokslutet

(Ändring), "Utformning av finansiella rapporter" – "Puttable financial instruments and obligations arising on liquidation" (gäller från 1 januari 2009). Enligt de ändrade standarderna ska klassificering som eget kapital ske för inlösningsbara finansiella instrument och instrument, eller delar av instrument, som påför företaget en förpliktelse att till en annan part överlämna en proportionell andel av företagets nettotillgångar endast vid likvidation, under förutsättning att de finansiella instrumenten har särskilda egenskaper och uppfyller vissa villkor. Koncernen kommer att tillämpa IAS 32 och IAS 1 (Ändring) från den 1 januari 2009 men detta förväntas inte ha någon inverkan på koncernens finansiella rapporter.

IFRS 1 (Ändring), "Första gången IFRS tillämpas" och IAS 27 "Koncernredovisning och separata finansiella rapporter" (gäller från 1 januari 2009). Ändringen behandlar värdering av innehav i dotterföretag, gemensamt kontrollerade företag och intresseföretag vid övergång till IFRS. Den tillåter att företagstillämpare vid sådan värdering använder ett antaget anskaffningsvärde som utgörs av antingen verkligt värde eller redovisat värde enligt tidigare redovisningsregler, i de separata finansiella rapporterna. Ändringen innebär också att definitionen av anskaffningsvärdemetoden tas bort från IAS 27 och ersätts med ett krav på att ägaren ska redovisa utdelningar som intäkter i sina separata finansiella rapporter. Koncernen kommer att tillämpa IFRS 1 (Ändring) från 1 januari 2009 eftersom alla dotterföretag i koncernen kommer att övergå till IFRS. Denna ändring har ingen inverkan på koncernens finansiella rapporter.

IAS 27 (Reviderad), "Koncernredovisning och separata finansiella rapporter" (gäller från 1 juli 2009). Den reviderade standarden kräver att effekterna av alla transaktioner med minoritetsaktieägare redovisas i eget kapital om de inte medför någon ändring i det bestämmande inflytandet och dessa transaktioner ger inte längre upphov till goodwill eller vinster och förluster. Standarden anger också att när ett moderföretag mister det bestämmande inflytandet ska eventuell kvarvarande andel omvärderas till verkligt värde och en vinst eller förlust redovisas i resultaträkningen. Koncernen kommer att tillämpa IAS 27 (Reviderad) framåtriktat för transaktioner med minoritetsaktieägare från den 1 januari 2010.

IFRS 3 (Reviderad), "Rörelseförvärv" (gäller från 1 juli 2009). Den reviderade standarden fortsätter att föreskriva att förvärvsmetoden tillämpas för rörelseförvärv men med några väsentliga ändringar. Exempelvis redovisas alla betalningar för att köpa en verksamhet till verkligt värde på förvärvsdagen, medan efterföljande villkorade betalningar klassificeras som skulder som därefter omvärderas via resultaträkningen. Minoritetsintresset i den förvärvade rörelsen kan valfritt för varje förvärv värderas antingen till verkligt värde eller till minoritetsaktieägarnas proportionella andel av den förvärvade rörelsens nettotillgångar. Alla transaktionskostnader avseende förvärv ska kostnadsföras. Koncernen kommer att tillämpa IFRS 3 (Reviderad) framåtriktat för alla rörelseförvärv från den 1 januari 2010.

IFRS 5 (Ändring), "Anläggningstillgångar som innehas för försäljning och avvecklade verksamheter" (och den därav följande ändring-

en av IFRS 1, "Första gången IFRS tillämpas) (gäller från 1 juli 2009). Ändringen är en del av IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i maj 2008. Ändringen klargör att ett dotterföretags samtliga tillgångar och skulder klassificeras som innehav för försäljning om en plan för partiell avyttring leder till att det bestämmande inflytandet förloras. Erforderliga upplysningar ska lämnas om detta dotterföretag om definitionen av avvecklad verksamhet är uppfylld. Följdändringen av IFRS 1 fastställer att dessa ändringar ska tillämpas framåtriktat från dagen för övergången till IFRS. Koncernen kommer att tillämpa IFRS 5 (Ändring) framåtriktat för alla partiella avyttringar av dotterföretag från den 1 januari 2010.

IAS 23 (Ändring), "Lånekostnader" (gäller från 1 januari 2009). Ändringen är en del av IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i maj 2008. Ändring har gjorts i definitionen av lånekostnader så att räntekostnader beräknas med hjälp av effektivräntemetoden så som den definieras i IAS 39 "Finansiella instrument: Redovisning och värdering". Härigenom elimineras skillnaden mellan IAS 39 och IAS 23. Koncernen kommer att tillämpa IAS 23 (Ändring) vid aktivering av lånekostnader, framåtriktat från 1 januari 2009.

IAS 28 (Ändring), "Innehav i intresseföretag" (och de därav följande ändringarna i IAS 32, "Finansiella instrument: Klassificering" och IFRS 7, "Finansiella instrument: Upplysningar") (gäller från 1 januari 2009). Ändringen är en del av IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i maj 2008.

– Ett innehav i ett intresseföretag behandlas som en enskild tillgång vad avser prövning av eventuellt nedskrivningsbehov och en eventuell nedskrivningsförlust fördelas inte på specifika tillgångar som ingår i innehavet, exempelvis goodwill. Återföringar av nedskrivningar redovisas som en justering av innehavets värde i den utsträckning som intresseföretagets återvinningsbara belopp ökar.

– När innehav i ett intresseföretag redovisas i enlighet med IAS 39, "Finansiella instrument: Redovisning och värdering" behöver endast vissa, men inte alla, upplysningar enligt kraven i IAS 28 lämnas utöver de upplysningar som krävs enligt IAS 32, "Finansiella instrument: Klassificering" och IFRS 7 "Finansiella instrument: Upplysningar".

Koncernen kommer att tillämpa IAS 28 (Ändring) från den 1 januari 2009.

IAS 36 (Ändring), "Nedskrivning av tillgångar" (gäller från 1 januari 2009). Ändringen är en del av IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i maj 2008. När verkligt värde minus försäljningskostnader beräknas på basis av diskonterade kassaflöden, ska upplysningar motsvarande dem avseende beräkning av nyttjandevärde lämnas. Koncernen kommer att tillämpa IAS 28 (Ändring) och där så är tillämpligt lämna erforderliga upplysningar om prövning av nedskrivningsbehov från den 1 januari 2009.

IAS 38 (Ändring), "Immateriella tillgångar" (gäller från 1 januari 2009). Ändringen är en del av IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i maj 2008. En förskotts betalning får endast redovisas i de fall betalning har gjorts innan koncernen har fått tillgång till varor eller tjänster har erhållits. Koncernen kommer att tillämpa IAS 38

(Ändring) från 1 januari 2009.

IAS 19 (Ändring), "Ersättningar till anställda" (gäller från 1 januari 2009). Ändringen är en del av IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i maj 2008.

– Ändringen klargör att en ändring i en plan som förändrar i vilken utsträckning löften om förmåner påverkas av framtida löneförhöjningar är en reducering, medan en ändring av förmåner avseende tjänstgöring under tidigare perioder ger upphov till en negativ kostnad för tjänstgöring under tidigare perioder, om det leder till en reduktion av den förmånsbestämda förpliktelsens nuvärde.

– Ändring har gjorts i definitionen av avkastning på förvaltningstillgångar för att fastslå att administrationskostnader för planen dras av i beräkningen av avkastning på förvaltningstillgångar endast i den utsträckning sådana kostnader har exkluderats från värderingen av den förmånsbestämda förpliktelsen.

– Gränsdragningen mellan kortfristiga och långfristiga förmåner till anställda kommer att baseras på om förmånerna ska regleras inom eller efter 12 månader efter att den anställdes tjänster har utförts.

– IAS 37, "Avsättningar, eventalförpliktelser och eventualtillgångar" kräver att upplysning lämnas om eventalförpliktelser, inte att de redovisas. Ändring har gjorts i IAS 19 för att få överensstämmelse.

Koncernen kommer att tillämpa IAS 19 (Ändring) från 1 januari 2009.

IAS 39 (Ändring), "Finansiella instrument: Redovisning och värdering" (gäller från den 1 januari 2009). Ändringen är en del av IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i maj 2008.

– Denna ändring klargör att det är möjligt att det kan finnas rörelser in och ut från kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen, då ett derivatinstrument för kassaflödesäkring eller säkring av nettoinvestering börjar eller upphör att uppfylla kraven för säkringsredovisning.

– Ändringen förtydligar hur definitionen av finansiell tillgång eller finansiell skuld värderad till verkligt värde via resultaträkningen förhåller sig till poster som innehas för handel. En finansiell tillgång eller skuld som ingår i en portfölj med finansiella instrument som förvaltas tillsammans och för vilka det finns ett bevisat nyligen faktiskt mönster av kortfristiga realiseringar av vinst, inkluderas i portföljen vid det första redovisningstillfället.

– Den nuvarande vägledningen om hur säkringar identifieras och dokumenteras fastslår att ett säkringsinstrument måste involvera en part utanför den rapporterade enheten och anger att ett segment kan vara ett exempel på en rapporterad enhet. Detta innebär att om säkringsredovisning ska tillämpas på segmentnivå, måste kraven för säkringsredovisning för närvarande uppfyllas av det aktuella segmentet. Ändringen tar exemplet med segment så att IAS 39 överensstämmer med IFRS 8, "Rörelsesegment", som kräver att upplysningar avseende segment baseras på information som lämnas till den högste verkställande beslutsfattaren.

– När nytt redovisat värde fastställs för ett skuldinstrument, i samband med att det upphör att redovisas som en säkring av verkligt värde, klargör ändringen att en reviderad effektivräntesats (beräknad

den dag då säkringsredovisningen upphör) ska användas.

Koncernen kommer att tillämpa IAS 39 (Ändring) från den 1 januari 2009. Detta förväntas inte ha någon inverkan på koncernens finansiella rapporter.

IAS 1 (Ändring), "Utformning av finansiella rapporter" (gäller från 1 januari 2009). Ändringen är en del av IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i maj 2008. Ändringen klargör att vissa, men inte alla, finansiella tillgångar och skulder som klassificerats som innehav för handel i enlighet med IAS 39, "Finansiella instrument: Redovisning och värdering" är exempel på omsättningstillgångar respektive kortfristiga skulder. Koncernen kommer att tillämpa IAS 39 (Ändring) från 1 januari 2009. Detta förväntas inte ha någon inverkan på koncernens finansiella rapporter.

Det finns ett antal mindre ändringar i IFRS 7, "Finansiella instrument: Upplysningar", IAS 8, "Redovisningsprinciper, ändringar i uppskattningar och bedömningar samt fel", IAS 10, "Händelser efter balansdagen", IAS 18, "Intäkter", och IAS 34, "Delårsrapportering", som ingår i IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i maj 2008 (ej behandlade ovan). Det är osannolikt att ändringarna kommer att ha någon inverkan på koncernens redovisning och de har därför inte analyserats i detalj.

IFRIC 14, "IAS 19 – Begränsningen av en förmånsbestämd tillgång, lägsta fonderingskrav och samspelet dem emellan". IFRIC 14 ger vägledning vid bedömning av begränsningen i IAS 19 vid värderingen av en förmånsbestämd tillgång. Den förklarar också hur den förmånsbestämda tillgången eller -skulden kan påverkas av en förpliktelse avseende ett lägsta fonderingskrav. Denna tolkning har ingen inverkan på koncernens finansiella rapporter, eftersom det inte föreligger någon förmånsbestämd tillgång i någon av koncernens pensionsplaner och dessa planer inte innebär att koncernen är förpliktad till något lägsta fonderingskrav.

IFRIC 16 "Hedges of a net investment in a foreign operation" (gäller från 1 oktober 2008). IFRIC 16 klargör den redovisningsmässiga behandlingen av säkring av nettoinvestering. Här ingår det faktum att säkring av nettoinvestering avser skillnader i funktionell valuta, inte rapporteringsvaluta, och att säkringsinstrument kan innehas av vilket företags som helst i koncernen. Kraven i IAS 21, "Effekterna av ändrade valutakurser", gäller för den säkrade posten. Koncernen kommer att tillämpa IFRIC 16 från den 1 januari 2009. Detta förväntas inte ha någon inverkan på koncernens finansiella rapporter.

Tolkningar och ändringar av befintliga standarder som ännu inte trätt i kraft och som inte är relevanta för koncernens verksamhet

Följande tolkningar och ändringar av befintliga standarder har publicerats och är obligatoriska för koncernen för räkenskapsår som börjar den 1 januari 2009 eller senare men är inte relevanta för koncernen:

IFRIC 13, "Kundlojalitetsprogram" (gäller från 1 juli 2008).

IAS 16 (Ändring), "Materiella anläggningstillgångar" (och därav följande ändring av IAS 7, "Kassaflödesanalys") (gäller från 1 januari 2009).

IAS 27 (Ändring), "Koncernredovisning och separata finansiella rapporter" (gäller från 1 januari 2009).

IAS 29 (Ändring), "Redovisning i höginflationsländer" (gäller från 1 januari 2009).

IAS 31 (Ändring), "Andelar i joint ventures" (och därav följande ändringar i IAS 32 och IFRS 7) (gäller från 1 januari 2009).

IAS 38 (Ändring), "Immateriella tillgångar" (gäller från 1 januari 2009).

IAS 40 (Ändring), "Förvaltningsfastigheter" (och därav följande ändringar i IAS 16) (gäller från 1 januari 2009).

IAS 41 (Ändring), "Jord- och skogsbruk" (gäller från 1 januari 2009).

IAS 20 (Ändring), "Redovisning av statliga bidrag och upplysningar om statligt stöd" (gäller från 1 januari 2009).

De mindre ändringarna i IAS 20, "Redovisning av statliga bidrag och upplysningar om statliga stöd", IAS 29, "Redovisning i höginflationsländer", IAS 40, "Förvaltningsfastigheter" och IAS 41, "Jord- och skogsbruk", ingår i IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i maj 2008 (ej behandlade ovan). Ändringarna har ingen inverkan på koncernen, vilket framgår av beskrivningarna ovan.

IFRIC 15, "Agreements for construction of real estates" (gäller från 1 januari 2009).

Räkenskaper

Moderbolagets räkenskaper upprättas i USD, vilket också är koncernens funktionella valuta.

Räkenskapsår

Räkenskapsåret omfattar perioden 1 januari till 31 december.

Koncernredovisningsprinciper

Dotterbolag

Koncernredovisningen inkluderar moderbolaget och de bolag i vilka moderbolaget äger, direkt eller indirekt, aktier som representerar mer än 50% av rösterna, eller på annat sätt har möjlighet att utöva full kontroll över sådant bolag.

Förvärv av dotterbolag har redovisats enligt förvärvsmetoden. Förvärvsmetoden används för redovisning av koncernens förvärv av dotterföretag. Anskaffningsvärdet för ett förvärv utgörs av verkligt värde på tillgångar som lämnats som ersättning, emitterade egetkapitalinstrument och uppkomna eller övertagna skulder per överlåtelседagen, plus utgifter som är direkt hänförliga till förvärvet. Identifierbara förvärvade tillgångar och övertagna skulder och eventuella förpliktelser i ett rörelseförvärv värderas inledningsvis till verkliga värden på förvärvsdagen, oavsett omfattning på eventuellt minoritetsintresse. Det överskott som utgörs av skillnaden mellan anskaffningsvärdet och det verkliga värdet på koncernens andel av identifierbara förvärvade tillgångar, skulder och eventuella förpliktelser redovisas som goodwill. Ingen goodwill har redovisats i koncernbalansräkningen per 31 december 2008 respektive 31 december 2007.

Samtliga koncerninterna transaktioner har eliminerats i koncernredovisningen.

Segmentsrapportering

Rörelsesegment rapporteras på ett sätt som överensstämmer med den interna rapportering som lämnas till den högste verkställande beslutsfattaren. I den interna rapporteringen finns bara ett rörelsesegment.

Funktionell valuta

Den funktionella valutan och rapportvalutan är – för moderbolaget, samt dess bermudianska och cypriska dotterbolag – USD, vilket även är rapportvalutan för koncernen. Transaktioner i andra valutor än USD omräknas därför till USD till den valutakurs som gäller på transaktionsdagen.

Monetära tillgångar och skulder i annan valuta än den funktionella valutan omräknas till balansdagens kurser. Realiserade och orealiserade valutakursvinster och -förluster på portföljinvesteringar, i vilka ingår lånefordringar, investeringar i intresseföretag, och finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen, redovisas i resultaträkningen som del av resultatet från portföljens olika respektive tillgångskategorier. Realiserade och orealiserade valutakursvinster och -förluster på andra tillgångar och skulder redovisas bland finansiella poster i resultaträkningen.

Finansiell ställning för koncernföretag som har en annan funktionell valuta än rapportvalutan, omräknas till koncernens rapportvaluta till balansdagkurs. Intäkter och kostnader omräknas till genomsnittlig valutakurs. De valutakursdifferenser som uppstår redovisas som en separat del av eget kapital.

Kontorsinventarier

Kontorsinventarier redovisas till anskaffningsvärde med avdrag för avskrivningar. Avskrivningar görs linjärt över den beräknade nyttjandeperioden på tre eller fem år. Tillgångarnas restvärden och nyttjandeperiod prövas varje balansdag och justeras vid behov.

Finansiella tillgångar

Koncernen klassificerar sina värdepapper i följande kategorier: finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen, samt lånefordringar och kundfordringar.

Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen

Denna kategori har två underkategorier:

– sådana som från första början hänförs till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen, samt

– finansiella tillgångar som innehas för handel. En finansiell tillgång klassificeras i den senare kategorin om den anskaffats principiellt i syfte att avyttras i ett kort perspektiv eller om den angivits som sådan av ledningen. Derivat skall också klassificeras såsom innehav för handel såvida de inte är avsedda som säkringar. Tillgångar i denna

kategori klassificeras som kortfristiga tillgångar om de antingen är innehav för handel eller om de förväntas bli realiserade inom 12 månader från balansdagen.

Koncernen klassificerar alla sina finansiella tillgångar som sådana som från första början hänförs till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen redovisas första gången till verkligt värde, medan hänförliga transaktionskostnader redovisas i resultaträkningen.

Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen redovisas efter anskaffningstidpunkten till verkligt värde. Där- efter redovisas de löpande till verkligt värde. Vinster och förluster till följd av förändringar i verkligt värde avseende kategorin finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen, resultatredovisas i den period då de uppstår och ingår i resultaträkningens post "Resultat från finansiella tillgångar till verkligt värde via resultat- räkningen". Utdelningsintäkter från värdepapper i kategorin finan- siella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen redovisas i resultaträkningen som Utdelningsintäkter när Koncer- nens rätt att erhålla betalning har fastställts.

Innehav i intresseföretag

Investeringar i vilka företaget har rätt att utöva ett betydande inflytan- de, vilket normalt är fallet då företaget äger mellan 20% och 50%, redovisas som innehav i intresseföretag med tillämpning av verkligt värde. Vid tillämpning av verkligt värde klassificeras tillgångarna som sådana som från första början hänförs till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen. Förändringar i verkligt värde redovisas i resultaträkningen under "Resultat från innehav i intresse- företag".

Lånefordringar

Lånefordringar är finansiella tillgångar som inte är derivat, som har fastställda eller fastställbara betalningar och som inte är noterade på en aktiv marknad. De ingår i omsättningstillgångar med undantag för poster med förfallodag mer än 12 månader efter balansdagen, vilka klassificeras som anläggningstillgångar. Koncernens lånefordringar och kundfordringar utgörs av Långfristiga lånefordringar, Kortfristiga lånefordringar, Övriga kortfristiga fordringar, Fordringar på närstå- ende samt Likvida medel i balansräkningen.

Lånefordringar redovisas första gången till verkligt värde plus transaktionskostnader. Lånefordringar med en löptid som överstiger 12 månader redovisas därefter till upplupet anskaffningsvärde med tillämpning av effektivräntemetoden. Ränta på lånefordringar som utgör en del av investeringsportföljen redovisas i resultaträkningen som Resultat från lånefordringar bland rörelsens intäkter. Övriga ränt- teintäkter redovisas som Ränteutgifter bland finansiella poster.

Koncernen bedömer per varje balansdag om det finns objektiva bevis för att nedskrivningsbehov föreligger för en finansiell tillgång eller en grupp av finansiella tillgångar. Om det föreligger sådana objek-

tiva bevis ska en detaljerad beräkning göras för att bestämma huru- vida en nedskrivning ska redovisas. Nedskrivningens storlek utgörs av skillnaden mellan det redovisade värdet och nuvärdet av uppskat- tade kassaflöden diskonterade till den finansiella tillgångens ursprungliga effektiva räntesats. Nedskrivningar på finansiella till- gångar som ingår i investeringsportföljen redovisas i resultaträkning- en som "Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen", "Resultat från investeringar i intressefö- retag", eller "Resultat från lånefordringar", beroende på till vilken kategori tillgången hör. Nedskrivningar av övriga finansiella tillgångar redovisas som "Övriga finansiella kostnader", bland finansiella pos- ter.

Köp och försäljningar av finansiella tillgångar redovisas på affärs- dagen – det datum då Koncernen förbinder sig att köpa eller sälja till- gången. Finansiella tillgångar tas bort från balansräkningen när rätt- ten att erhålla kassaflöden från instrumentet har löpt ut eller överförs och Koncernen har överfört i stort sett alla risker och förmåner som är förknippade med äganderätten.

Verkligt värde för börsnoterade värdepapper baseras på aktuella köpkurser. Om marknaden för en finansiell tillgång inte är aktiv (och för onoterade värdepapper), fastställer Koncernen verkligt värde genom att tillämpa värderingstekniker såsom användning av infor- mation avseende nyligen gjorda transaktioner på armlängds avstånd, hänvisning till verkligt värde för ett annat instrument som i allt väsent- ligt är likvärdigt, analys av diskonterade kassaflöden och optionsvär- deringsmodeller.

Likvida medel

Likvida medel inkluderar kassa, banktillgodohavanden och depone- rade bankmedel.

Aktiekapital

Transaktionskostnader som direkt kan hänföras till emission av nya aktier eller optioner redovisas, netto efter skatt, i eget kapital som ett avdrag från emissionslikviden.

Vid återköp av egna aktier redovisas transaktionen, efter annullering av aktierna, som en reduktion av aktiekapitalet med det nominel- la värdet av de återköpta aktierna och som en reduktion av övrigt till- skjutet kapital eller balanserad vinst med köpeskillingens överskju- tande belopp netto efter transaktionskostnader.

Upplåning

Upplåning redovisas initialt till verkligt värde, netto efter transak- tionskostnader. Lån upptas kontinuerligt till det värde som ska åter- betalas; varje skillnad mellan vad som erhöles (netto efter transak- tionskostnader) och det värde som ska återbetalas redovisas i resul- taträkningen över låneperioden, genom användande av effektivräntemetoden. Upplåning klassificeras som kortfristiga skul- der om inte Koncernen har en ovillkorlig rätt att skjuta upp betalning av skulden i åtminstone 12 månader efter balansdagen.

Aktuell och uppskjuten skatt

Den aktuella skattekostnaden beräknas på basis av de skatteregler som på balansdagen är beslutade eller i praktiken beslutade i de län- der moderföretagets dotterföretag och intresseföretag är verk- samma och genererar skattepliktiga intäkter. Ledningen utvärderar regelbundet de yrkanden som gjorts i självdeklarationer avseende situationer där tillämpliga skatteregler är föremål för tolkning och gör, när så bedöms lämpligt, avsättningar för belopp som troligen ska betalas till skattemyndigheten.

Uppskjuten skatt redovisas i sin helhet, enligt balansräkningsme- toden, på alla temporära skillnader som uppkommer mellan det skat- temässiga värdet på tillgångar och skulder och dessas redovisade värden i koncernredovisningen. Den uppskjutna skatten redovisas emellertid inte om den uppstår till följd av en transaktion som utgör den första redovisningen av en tillgång eller skuld som inte är ett rörelseförvärv och som, vid tidpunkten för transaktionen, varken påverkar redovisat eller skattemässigt resultat. Uppskjuten inkomst- skatt beräknas med tillämpning av skattesatser (och –lagar) som har beslutats eller aviserats per balansdagen och som förväntas gälla när den berörda uppskjutna skattefordran realiserar eller den uppskjut- na skatteskulden regleras.

Uppskjutna skattefordringar redovisas i den omfattning det är tro- ligt att framtida skattemässiga överskott kommer att finnas tillgäng- liga, mot vilka de temporära skillnaderna kan utnyttjas.

Uppskjuten skatt beräknas på temporära skillnader som uppkom- mer på andelar i dotterföretag och intresseföretag, förutom där tid- punkten för återföring av den temporära skillnaden kan styras av Koncernen och det är sannolikt att den temporära skillnaden inte kommer att återföras inom överskådlig framtid.

Ersättningar till anställda

Pensionsåtaganden

Koncernen har en förmånsbestämd plan enligt svensk ITP-standard. Tillgång saknas till tillräcklig information, som gör det möjligt att redo- visa koncernens proportionella andel av den förmånsbestämda för- pliktelsen och av de förvaltningstillgångar och kostnader som är för- bundna med planen. Därför redovisas planen som avgiftsbestämd vilket innebär att erlagda premier redovisas som en kostnad.

Aktie-baserade ersättningar

Koncernen använder en aktiebaserad kompensationsplan. Ersätt- ningar till anställda i form av optioner ska värdas till verkligt värde och redovisas som en kostnad. Det totala beloppet som ska kostnadsfö- ras under den tid vilken den anställdes rättigheter intjänas bestäms utifrån det verkliga värdet hos optionerna, exklusive inverkan av icke marknadsankutna intjänandevillkor (till exempel lönsamhet och för- säljningstillväxtmål). Icke marknadsankutna intjänandevillkor inkluderas i antagandena om de antal optioner som kommer att kunna utnyttjas. Vid varje balansdag ska företaget revidera det antal optio- ner som förväntas kunna utnyttjas, varvid eventuella avvikelser från

de ursprungliga uppskattningarna redovisas i resultaträkningen med en motsvarande justering av eget kapital över den återstående intjänandeperioden.

Erhållna intäkter, netto efter direkt hänförliga transaktionskostnader, krediteras aktiekapitalet till nominellt värde och överkursfond när optionerna utnyttjas.

Intäktsredovisning

Intäkter innefattar det verkliga värdet av vad som erhållits eller kommer att erhållas från Koncernens löpande verksamhet.

För aktier som innehafvs såväl vid ingången som utgången av året utgörs värdeförändringen av skillnaden i marknadsvärde mellan dessa tillfällen. För aktier som förvärvats under året utgörs värdeförändringen av skillnaden mellan anskaffningsvärdet och marknadsvärdet vid utgången av året. För aktier som avyttrats under året utgörs värdeförändringen av skillnaden mellan erhållen likvid och värdet vid ingången av året. Samtliga värdeförändringar redovisas under rubriken "Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen", "Resultat från investeringar i intresseföretag", eller "Resultat från lånefordringar", beroende på till vilken kategori tillgången hör.

Utdelningsintäkter intäktsförs bokföringsmässigt när utdelningsintäkten bedöms som säker. Vidare redovisas utdelningsintäkter inklusive källskatt. Dessa källskatter upptas som en kostnad i resultatredovisningen eller som en kortfristig fordran beroende på om källskatten är återbetalningsbar eller ej.

Ränteintäkter på långfristiga lånefordringar intäktsredovisas fördelat över löptiden med tillämpning av effektivräntemetoden. När värdet på en fordran har gått ner, minskar Koncernen det redovisade värdet till det återvinningsbara värdet, vilket utgörs av bedömt framtida kassaflöde, diskonterat med den ursprungliga effektiva räntan för instrumentet, och fortsätter att lösa upp diskonteringseffekten som ränteintäkt. Ränteintäkter på nedskrivna lån redovisas till ursprunglig effektiv ränta.

Ränteintäkter på kortfristiga lånefordringar och övriga fordringar redovisas genom att upplupen ränta tillgodoförs till balansdagen.

Övriga betalningar som koncernen erhåller inom ramen för dess löpande verksamhet redovisas som övriga intäkter i resultaträkningen.

Såvida inte annat angivits är redovisningsprinciperna oförändrade jämfört med föregående år.

Finansiella riskfaktorer

Koncernen utsätts genom sin verksamhet för olika finansiella risker: marknadsrisk (inklusive valutarisk och prisrisk), kreditrisk, likviditetsrisk och kassaflödesrisk.

Riskhanteringen sköts av ledningen utifrån policyer godkända av styrelsen.

Valutarisk

Koncernen verkar internationellt och utsätts för valutarisk från olika

valutaexponeringar, främst med avseende på den svenska kronan (SEK), den ryska rubeln (RUB), och Euro (EUR).

Skulle USD per den 31 december 2008 ha stärkts med 22% mot SEK med alla andra variabler oförändrade, skulle resultatet efter skatt ha blivit 17 517 TUSD lägre (2007: -41 894 TUSD), främst som ett resultat av valutakursförlusten vid omräkning av SEK-denominerade finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen. Resultatet var mindre känsligt för rörelser i valutakursen SEK/USD under 2008 än under 2007, pga minskningen i värde av SEK-denominerade finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen.

Skulle USD per den 31 december 2008 ha stärkts med 24% mot RUB med alla andra variabler oförändrade, skulle vinsten efter skatt ha blivit 8 506 TUSD lägre (2007: -2 109 TUSD), främst som ett resultat av valutakursförluster vid omräkning av RUB-denominerade långfristiga och kortfristiga fordringar. Resultatet var mer känsligt för rörelser i valutakursen RUB/USD under 2008 än under 2007, pga ökningen av RUB-denominerade finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen.

Skulle USD per den 31 december 2008 ha stärkts med 5% mot EUR med alla andra variabler oförändrade, skulle vinsten efter skatt ha blivit 853 TUSD lägre (2007: -920), främst som ett resultat av valutakursförluster vid omräkning av EUR-denominerade finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen.

Prisrisk

Koncernen exponeras för prisrisk avseende aktier på grund av placeringar som innehas av Koncernen och som i koncernens balansräkning klassificeras som finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

Majoriteten av aktierna i portföljen är noterade. Givet företagets fokus på investeringar i Ryssland jämförs ofta företagets utveckling med det ryska RTS-index. Under 2008 minskade RTS-index med 72 procent. Prisrisken förknippad med Vostok Naftas aktieportfölj kan illustreras med att en antagen minskning av RTS-index med 72 procent per 31 december 2008 skulle ha påverkat resultatet efter skatt med uppskattningsvis 126,78 MUSD.

Kreditrisk

Koncernen exponeras för kreditrisk, vilket är risken för att en motpart inte klarar att betala belopp när de förfallit.

Inom Koncernens portföljsinvesteringsverksamhet uppstår kreditrisk genom långfristiga och kortfristiga lånefordringar. Se vidare not 15 och 16. För investeringar i lånefordringar finns inga formella restriktioner med avseende på motpartens kreditrating.

Koncernen är dessutom exponerad för kreditrisk genom likvida medel och depåer hos banker och kreditinstitut. Endast banker och finansinstitut som av oberoende värderare fått lägst kreditrating "A" accepteras.

Majoriteten av finansiella tillgångar hålls i depå hos Deutsche Bank (som av S&P fått långsiktig rating A+ (jan 09)).

Likviditetsrisk

Likviditetsrisk hanteras genom att Koncernen innehar tillräckligt med likvida medel och placeringar med en likvid marknad.

Nedanstående tabell analyserar Koncernens finansiella skulder, uppdelade efter den tid som på balansdagen återstår fram till den avtalsenliga förfallodagen. De belopp som anges i tabellen är de avtalsenliga, odiskonterade kassaflödena. De belopp som förfaller inom 12 månader överensstämmer med bokförda belopp, eftersom diskonteringseffekten är oväsentlig.

Efter räkenskapsårets utgång har en nyemission genomförts i Vostok Nafta, vilken tillfört koncernen omkring 67 MUSD. En stor del av intäkterna från nyemissionen är avsedda för återbetalning av koncernens skulder. Efter återbetalningen av lånen bedömer Vostok Nafta att det finns tillräckligt med rörelsekapital för att täcka de nuvarande rörelsekapitalbehoven.

Per 31 december 2008	Mindre än ett år	Mellan ett år och två år	Mellan två år och fem år	Mer än fem år
Upplåning	77 887	-	-	-

Per 31 december 2007	Mindre än ett år	Mellan ett år och två år	Mellan två år och fem år	Mer än fem år
Upplåning	51 551	-	-	-

Ränterisk avseende kassaflöden

Majoriteten av koncernens finansiella tillgångar är icke räntebärande, och majoriteten av väsentliga räntebärande fordringar löper med fast ränta. Härigenom är koncernens intäkter och kassaflöde från verksamheten i allt väsentligt oberoende av förändringar i marknadsräntor.

Koncernens ränterisk uppstår genom kortfristig upplåning till rörlig ränta. Den upplåning som görs till rörlig ränta utsätter koncernen för ränterisk avseende kassaflöde.

Om räntan på den genomsnittliga upplåningen i USD till rörlig ränta under 2008 varit 1 procent lägre med alla andra variabler konstanta, hade vinsten efter skatt för räkenskapsåret 2008 varit 1,00 MUSD högre som en effekt av lägre räntekostnader (2007: +0,33).

Hantering av kapitalrisk

Koncernens mål avseende kapitalstrukturen är att trygga Koncernens förmåga att fortsätta sin verksamhet, så att den kan fortsätta att generera avkastning till aktieägarna och nytta för andra intressenter och att upprätthålla en optimal kapitalstruktur för att hålla kostnaderna för kapitalet nere. Under 2007 och 2008 har detta inneburit en belåning av investeringsportföljen. Under rådande marknadsvillkor, är dock Företagets åsikt att det inte ligger i aktieägarnas intresse att Koncernens investeringar finansieras genom lån. Koncernen kommer

därför fortsättningsvis att arbeta med belåning på en mycket restriktiv grund och under kortare tidsperioder.

Företagets skuldsättningsgrad, beräknat som nettoskuld (total upplåning med avdrag för likvida medel) dividerat med totalt kapital, var per 31 december 2008 och per 31 december 2007 som följer:

	2008	2007
Upplåning, totalt (not 21)	77 887	50 438
Minus: likvida medel (not 18)	-29 198	-24 528
Nettoskuld	48 689	25 910
Totalt eget kapital	247 893	803 954
Totalt kapital	327 156	829 864
Skuldsättningsgrad	15%	3%

Beräkningar av verkligt värde

Verkligt värde på finansiella instrument som handlas på en aktiv marknad baseras på noterade marknadspriser på balansdagen. Det noterade marknadspriset som används för Koncernens finansiella tillgångar är den aktuella köpkursen.

Verkligt värde på finansiella investeringar som inte handlas på en aktiv marknad fastställs med hjälp av olika värderingstekniker. Främst används nyttjandevärdet, vilket är nuvärdet av framtida kassaflöden som förväntas från en tillgång eller kassagenererande enhet. Det har beräknats som Vostok Naftas andel av nuvärdet av framtida beräknade kassaflöden som genereras av innehavet fram till ett förmodat försäljningsdatum inklusive beräknad likvid från en slutlig avyttring, eller antagande om en evig tillväxt som anses lämplig för branschen. Bedömningar av framtida kassaflöden baseras på den senaste beslutade budgeten eller prognoser som täcker en förutsebar prognosperiod. Uppskattningarna är baserade på rimliga och verifierbara antaganden som är Vostok Naftas bästa bedömning av de ekonomiska villkoren som förväntas råda. Omsättningstillväxt, diskonteringsränta och vinstmultipl vid försäljning eller antagande om tillväxt är viktiga variabler för att beräkna nyttjandevärdet och dessa har uppskattats enligt Företagets bästa kännedom och anses rimliga givet omständigheterna.

Diskonteringsfaktorn återspeglar marknadens bedömning av monetära värden över tiden samt särskilda risker för den specifika tillgången. Diskonteringsfaktorn återspeglar inte samma risker som beaktas när framtida kassaflöden estimeras. Beräkning av diskonteringsränta baseras på portföljbolagets vägda genomsnittliga kapitalkostnad vilket medför företagets kostnad för eget kapital, marginell låneränta och andra marknadsräntor oberoende av Vostok Naftas kapitalstruktur. Alternativt har ett avkastningskrav på kapital till lämplig lägsta nivå använts. Givet skillnaden i hållbara kapitalstrukturer mellan olika branscher samt diverse bolag som är förknippade med olika verksamhetsrisker varierar diskonteringsfaktorn.

Redovisat värde, efter eventuella nedskrivningar, för kundfordringar och leverantörsskulder förutsätts motsvara deras verkliga värden, eftersom dessa poster är kortfristiga till sin natur.

Viktiga uppskattningar och antaganden för redovisningsändamål

Ledningen för Vostok Nafta Investment Ltd behöver vid framtagandet av koncernräkenskaper för Koncernen göra vissa uppskattningar och antaganden. Osäkerhet i uppskattningar och antaganden kan ha påverkan på det bokförda värdet av tillgångar och skulder och på Koncernens resultat. De viktigaste uppskattningarna och antagandena är:

a) Verkligt värde på onoterade finansiella tillgångar

Uppskattningar och antaganden vid bestämmandet av nyttjandevärdet av investeringar i intresseföretag och onoterade finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen utvärderas löpande och baseras på historisk erfarenhet och andra faktorer, såsom förväntningar på framtida händelser som bedöms vara rimliga under rådande förutsättningar.

Ett nedskrivningsbehov om 8,15 MUSD uppstod under 2008 avseende aktieinnehavet i Tinkoff Credit Systems (TCS), vilket ledde till att det redovisade värdet av innehavet skrevs ned till återvinningsvärdet. Om kapitalkostnaden applicerad som diskonteringsränta vid beräkningen av nyttjandevärdet hade varit 1 procentenhet högre (d v s 51% i stället för 50%) skulle Koncernen ha gjort ytterligare nedskrivningar av det redovisade värdet med 0,41 MUSD. Om den uppskattade vinstmultipln varit 7 i stället för 8 skulle Koncernen ha gjort ytterligare nedskrivningar av det redovisade värdet med 2,61 MUSD.

Ett nedskrivningsbehov om 18,53 MUSD uppstod under 2008 avseende aktieinnehavet i Vosvik/Kontakt East Holding (KEH), vilket ledde till att det redovisade värdet av innehavet skrevs ned till återvinningsvärdet. Om den genomsnittliga kapitalkostnaden applicerad som diskonteringsränta vid beräkningen av nyttjandevärdet hade varit 1 procentenhet högre (d v s 16% i stället för 15%) skulle Koncernen ha gjort ytterligare nedskrivningar av det redovisade värdet med 1,75 MUSD. Om den långsiktiga tillväxttakten varit 1% lägre (d v s 6% i stället för 7%) skulle Koncernen ha gjort ytterligare nedskrivningar av det redovisade värdet med 0,16 MUSD.

b) Lånefordran på Murrayföretagen AB

Koncernen har per 31 december 2008 en lånefordran på Murrayföretagen AB som nominellt uppgick till 2 930 MUSD. Murrayföretagen AB försattes i konkurs i januari 2008. Vostok Nafta har efter balansdagen lyckats nå en förlikning med konkursboet enligt vilken Vostok Naftas hela fordran omvandlas till aktier, varvid Vostok Nafta blir ensam ägare till bolagets ryska tillgångar. Affären väntas fullbordas under Q2 2009. Per 31 december 2008 uppskattades det återvinningsbara värdet av fordran till 1 465 TUSD.

Risikfaktorer i Ryssland

Rysslands ekonomi kan fortfarande karaktäriseras som en "emerging market". Kännetecknen inkluderar bland annat en inhemsk valuta som inte är fullt konvertibel utanför landets gränser, en illikvid aktie- och obligationsmarknad samt en relativt hög inflation. Valutarestriktioner och kontroller förekommer fortfarande i samband med växling av den ryska rubeln till andra valutor. Då Vostok Nafta har merparten av sin tillgångsmassa investerad i Ryssland bör dess aktieägare också vara medvetna om dessa risker.

Möjligheten att agera på den ryska finansmarknaden påverkas av dess underutvecklade infrastruktur, framförallt av nivån på registrerings- och avräkningssystemen och den nuvarande legala strukturen i landet. Den politiska stabilisering som började år 2000 och som fortfarande pågår, har haft en positiv inverkan på den vidare utvecklingen av den politiska och legala miljön.

Förutsättningarna för en framtida ekonomisk stabilitet i Ryssland är i stort beroende av hur effektiv regeringens ekonomiska politik är, tillsammans med den legala och politiska utvecklingen, vilket är utom företagets kontroll.

En investering i Vostok Nafta-aktier (depåbevis) är således förenad med väsentliga risker.

Not 2 Allmänt

Inregistrering

Vostok Nafta Investment Ltd (Företaget eller Moderbolaget) är ett investmentbolag inriktat på portföljinvesteringar med fokus på OSS-länderna. Vostok Nafta Investment Ltd har sitt säte på Bermuda, där det registrerades som ett skattebefriat aktiebolag den 5 april 2007. Vostok Naftas depåbevis (SDB) är noterade på NASDAQ OMX Nordic Exchange Stockholm (Mid Cap). Kortnamn: VNIL SDB.

Per den 31 december 2008 består Vostok Nafta-koncernen (Koncernen) av ett bermudianskt moderbolag, Vostok Nafta Investment Limited, ett helägt bermudianskt dotterbolag, Vostok Holding Limited, ett helägt cypriotiskt dotterbolag; Vostok Komi (Cyprus) Limited, ett helägt svenskt dotterbolag, Vostok Nafta Sverige AB samt tre helägda ryska dotterbolag; OAO Resurs-Invest, OOO Resursniye Investitsii samt ZAO Baikal Energy.

Bolagets säte och registrerade adress finns i Hamilton på Bermuda (Codan Services Ltd, 2 Church Street, Hamilton, Bermuda). Den registrerade adressen för Vostok Nafta Sverige AB är Hovslagar-gatan 5, 111 48 Stockholm, Sverige.

Not 3 Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen

Under 2007 och 2008 utgörs resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen av resultat från förändringar i verkligt värde på sådana finansiella tillgångar som från första början hänförts till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

Not 4 Resultat från innehav i intresseföretag

Under 2007 och 2008 utgörs resultat från innehav i intresseföretag av resultat från förändringar i verkligt värde på sådana finansiella tillgångar som från första början hänförts till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

Not 5 Utdelningsintäkter

	Koncernen 1 jan 2008– 31 dec 2008	Koncernen 1 jan 2007– 31 dec 2007
Utdelningsintäkter som redovisats i resultaträkningen	9 646	10 087
Varav obetalda per balansdagen	–	–
Innehållen skatt på utdelningar	–1 381	–1 499
Netto erhållna utdelningar, efter skatt från årets redovisade utdelningar	8 265	8 588

Not 6 Resultat från lånefordringar

	Koncernen 1 jan 2008– 31 dec 2008	Koncernen 1 jan 2007– 31 dec 2007
Ränteintäkter	5 399	57
Nedskrivningar	–1 465	–
Valutakursförluster	–11 027	–
Totalt	–7 093	57

Not 7 Övriga rörelseintäkter

	Koncernen 1 jan 2008– 31 dec 2008	Koncernen 1 jan 2007– 31 dec 2007
Inäkter från tillhandahållna tjänster (se även not 26)	887	268
Hysesintäkter (se även not 26)	132	–
Övrigt	8	–
Totalt	1 027	268

Not 8 Administrativa kostnader fördelade på kostnadsslag

	Koncernen 1 jan 2008– 31 dec 2008	Koncernen 1 jan 2007– 31 dec 2007	Moderbolaget 1 jan 2008– 31 dec 2008	Moderbolaget 5 apr 2007– 31 dec 2007
Kostnader för ersättningar till anställda (not 25)	3 514	2 764	892	607
Avskrivningar och nedskrivningar på kontorsinventarier	136	78	–	–
Kostnader för operativ leasing	748	227	383	101
Övriga administrativa kostnader	4 318	2 635	3 339	2 756
Totala administrativa kostnader	8 716	5 704	4 614	3 464

Operationella leasingavgifter till ett belopp till 748 TUSD (2007: 227) avseende hyra av kontorslokaler i Stockholm, Moskva och London har redovisats i resultaträkningen.

Not 9 Skatt

Bolagsskatt – allmänt

Vostok Nafta Investment Ltd, samt Vostok Holding Ltd är skattebefriade och är därför inte föremål för beskattning på Bermuda.

Vostok Komi (Cyprus) Limited är föremål för cypriotisk inkomstskatt om 10%. Under vissa förutsättningar kan ränta bli föremål för ytterligare beskattning om 10% (Special Defence Contribution-skatt). I sådana fall undantas 50% av samma ränta från beskattning så att den effektiva skattesatsen blir ca 15%. Varje slag av intäkter från innehav av kvalificerade värdepapper är undantagna från bolagsskatt i Cypern. I vissa fall kan dock erhållna utdelningar från utlandet bli föremål för skatt (Special Defence Contribution-skatt) om 15%.

Det ryska dotterbolagets vinster under 2007 och 2008 är föremål för rysk inkomstskatt om 24%.

Det svenska dotterbolagets vinster är föremål för svensk inkomstskatt om 28%.

Inkomstskatt

	1 jan 2008– 31 dec 2008	1 jan 2007– 31 dec 2007
Aktuell skatt	-63	-184
Uppskjuten skatt	1 372	-205
Special Defence Contribution-skatt	-353	-
Inkomstskatt	956	-389

Skatt på resultat före skatt avviker från det teoretiska skattebelopp som skulle uppstå om skattesatsen i det land bolaget är tillhörigt hade använts enligt följande:

	1 jan 2008– 31 dec 2008	1 jan 2007– 31 dec 2007
Resultat före skatt	-557 344	283,154
Skatt moderbolag (0%)	-	-
Förväntad skatt Cypern (10%)	54 452	-27,959
Förväntad skatt Ryssland (24%)	5 402	-114
Förväntad skatt Sverige (28%)	-51	34
Förväntad skatt, totalt	59 604	-28,039
Ej skattepliktiga intäkter	15 905	29,103
Ej avdragsgilla kostnader	-68 999	-1,316
Skattemässiga underskott för vilka uppskjuten skatt ej redovisats	-5 203	-
Justeringar av föregående års skatt	1	-137
Special Defence Contribution-skatt	-353	-
Inkomstskatt	956	-389

Uppskjuten skatt

	31 dec 2008	31 dec 2007
Uppskjuten skattefordran avseende skattemässiga förlustavdrag	14	-
Uppskjuten skatteskuld avseende obeskattade reserver	-19	-21
Orealiserade vinster på finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen	-	-1 337
Totalt	-5	-1 358

Bruttoförändringen avseende uppskjutna inkomstskatter är enligt följande:

	1 jan 2008– 31 dec 2008	1 jan 2007– 31 dec 2007
Vid årets början	-1 358	-11
Förvärvat uppskjuten skatteskuld	-	-1 147
Redovisning i resultaträkningen	1 372	-205
Valutakursdifferenser	-19	5
Vid årets slut	-5	-1 358

Uppskjuten inkomstskatt har redovisats för skattemässiga underskottsavdrag i den utsträckning det är sannolikt att de underskottsavdragen kan utnyttjas mot framtida vinster. Koncernen har per den 31 december 2008 inte redovisat uppskjutna skattefordringar med ett belopp om 5,20 MUSD (2007:-) hänförliga till underskott uppgående till 23,97 MUSD (2007:-) som kan utnyttjas mot framtida skattemässiga vinster.

Not 10 Resultat per aktie

Resultat per aktie har beräknats genom att dividera nettoresultatet för räkenskapsåret med det vägda genomsnittligt utestående antalet stamaktier under räkenskapsåret.

För beräkning av resultat per aktie efter utspädning justeras det vägda genomsnittliga antalet utestående stamaktier för utspädningseffekten av samtliga potentiella stamaktier. Företagets enda kategori av potentiella stamaktier är aktieoptioner. För dessa görs en beräkning av det antal aktier som kunde ha köpts till ett verkligt värde (beräknat som årets genomsnittliga marknadspris för Företagets aktier), för ett belopp motsvarande det monetära värdet av de teckningsoptioner som är knutna till utestående aktieoptioner. Det antal aktier som beräknas enligt ovan jämförs med det antal aktier som skulle ha utfärdats under antagande att aktieoptionerna utnyttjades.

	2008	2007
Årets nettoresultat, TUSD	-556 388	282 765
Genomsnittligt antal utestående stamaktier	46 020 901	46 020 901
Resultat per aktie före utspädning	-12,09	6,14
Justering för utspädning till följd av utfärdade personaloptioner	-	-
Genomsnittligt antal utestående stamaktier med hänsyn tagen till utspädning	46 020 901	46 020 901
Resultat per aktie efter utspädning	-12,09	6,14

I juli 2007 emitterades 46 020 900 aktier genom utnyttjande av teckningsoptioner som utgavs i samband med omstruktureringen av Vostok Gas. Intill dess att teckningsoptionerna i Vostok Nafta utnyttjades fanns endast en aktie emitterad i bolaget. Det antal aktier som använts för en meningsfull beräkning av nyckeltal per aktie är det antal aktier som fanns emitterade efter att teckningsrätterna utnyttjades.

Not 11 Kontorsinventarier

	Koncernen 31 dec 2008	Koncernen 31 dec 2007
Anskaffningsvärde		
Ingående ackumulerade anskaffningsvärden	720	361
Inköp	146	303
Försäljning	-	-3
Valutakursdifferenser	7	59
Utgående ackumulerade anskaffningsvärden	873	720
Avskrivningar		
Ingående ackumulerade avskrivningar	-174	-45
Årets avskrivningar	-184	-119
Valutakursdifferenser	-5	-10
Utgående ackumulerade avskrivningar	-363	-174
Netto bokfört värde vid årets slut	510	545

Bland rörelsekostnader i koncernens resultaträkning har avskrivningar redovisats med -136 (-78) (se not 8).

Not 12 Finansiella instrument per kategori

Redovisningsprinciperna för finansiella instrument har tillämpats för nedanstående poster:

31 december 2008 – Koncernen

Tillgångar i balansräkningen	Lånefordringar	Tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Totalt
Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde			
via resultaträkningen	-	134 181	134 181
Innehav i intresseföretag	-	115 296	115 296
Lånefordringar	45 231	-	45 231
Likvida medel	29 198	-	29 198
Totalt	74 429	249 477	323 906

Skulder i balansräkningen	Övriga finansiella skulder	Totalt
Upplåning	77 887	77 887
Totalt	77 887	77 887

31 december 2007 – Koncernen

Tillgångar i balansräkningen	Lånefordringar	Tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Totalt
Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde			
via resultaträkningen	-	565 043	565 043
Innehav i intresseföretag	-	248 413	248 413
Lånefordringar	9 138	-	9 138
Likvida medel	27 528	-	27 528
Totalt	36 666	813 256	849 922

Skulder i balansräkningen	Övriga finansiella skulder	Totalt
Upplåning	50 438	50 438
Totalt	50 438	50 438

Not 13
Långfristiga finansiella tillgångar värderade till
verkligt värde via resultaträkningen

	Koncernen 31 dec 2008	Koncernen 31 dec 2007
Vid årets början	565 043	292 515
Inköp	302 871	331 406
Försäljningar	-233 000	-217 285
Förändring i verkligt värde	-500 734	158 407
Vid årets slut	134 181	565 043

	Innehav, antal aktier 31 dec 2008	Verkligt värde (USD), 31 dec 2008	Ägarandel, % 31 dec 2008	Innehav, antal aktier 31 dec 2007	Verkligt värde (USD), 31 dec 2007	Ägarandel, % 31 dec 2007
Koncernen						
Agrowill	1 765 000	925 071	6,75%	-	-	-
Alrosa	966	2 898 000	0,48%	966	27 048 000	0,48%
Armada	-	-	-	161 952	3 320 016	1,35%
Bashneft pref	-	-	-	1 000 000	10 750 000	2,89%
Bekabadcement	3 000	300 000	5,36%	-	-	-
Belon	-	-	-	929 700	74 376 000	8,08%
Caspian Services	4 924 850	699 329	9,62%	233 250	758 063	0,46%
Dagestan Regional	-	-	-	72 500 000	13 775 000	1,38%
Dakor	272 107	3 492 399	4,76%	272 107	7 282 400	4,79%
TKS Concrete	187	1 506 750	10,00%	-	-	-
Egidaco obligation	-	5 220 187	-	-	-	-
Egidaco Investment Ltd	885 934	20 889 000	15,00%	-	-	-
Fortress Minerals	6 000 000	974 818	0,48%	-	-	-
Gaisky GOK	31 274	4 691 100	5,06%	31 274	21 266 320	5,06%
Gazprom Neft ADR	-	-	-	488 000	10 248 000	0,05%
Gornozavodsk Cement	39 000	780 000	5,03%	39 000	23 400 000	5,03%
Kamkabel	1 600 000	176 000	4,12%	1 600 000	8 112 000	4,12%
KazMunaiGas	16 667	210 004	0,41%	-	-	-
Kemerovo Azot	-	-	-	375 000	13 968 750	5,51%
Kherson Oil Refinery	5 789 903	7 345	4,40%	5 789 903	283 705	4,40%
Kuzbass Fuel Company	25 000	8 750 000	1,48%	-	-	-
Kuzbassrazrezugol	107 812 491	8 894 531	1,74%	231 434 053	99 053 775	3,79%
Kyrgyzenergo	2 618 241	168 688	0,27%	2 618 241	168 688	0,27%
Orsk Refinery stam	2 025	21 769	0,06%	2 025	70 875	0,06%
Orsk Refinery pref	538	3 228	0,05%	538	15 979	0,05%
Podolsky Cement	6 564	41 637	0,10%	-	-	-
Poltava GOK	1 849 088	2 728 464	1,31%	1 516 055	22 831 788	1,08%
Priargunsky Ind stam	66 674	6 667 400	3,81%	9 000	4 635 000	0,53%

	Innehav, antal aktier 31 dec 2008	Verkligt värde (USD), 31 dec 2008	Ägarandel, %	Innehav, antal aktier 31 dec 2007	Verkligt värde (USD), 31 dec 2007	Ägarandel, %
Priargunsky Ind pref	11 709	187 344	2,82%	1 200	384 000	0,29%
Progress Capital	35 498	138 442	0,17%	-	-	-
RSC Energia	17 000	595 000	1,51%	-	-	-
RusHydro	551 273 416	11 080 596	0,22%	-	-	-
Sayano Shushenskaya	-	-	-	300 000	540 000	0,02%
Shalkiya Zinc GDR	1 442 400	72 120	2,55%	275 000	1 100 000	0,49%
Sibirski Cement	40 000	600 000	0,13%	151 000	25 670 000	0,50%
Sistema	-	-	-	2 000 000	3 280 000	0,02%
Steppe Cement Ltd	7 523 047	2 951 976	6,60%	-	-	-
Tatneft ADR	-	-	-	27 800	3 336 000	0,03%
Tatneft pref	-	-	-	1 200 000	4 320 000	0,81%
Tinkoff Credit Systems, WTS	-	2 963 000	2,00%	-	2 000 000	2,00%
Tisko AB	200 000	764 662	13,80%	-	-	-
TNK-BP Holding pref	45 596 616	20 837 654	10,13%	45 468 616	85 026 312	10,10%
Transneft pref	18 730	4 120 600	1,20%	9 378	18 568 440	0,60%
Tuimazy Concrete Mixers	1 200 000	4 800 000	14,60%	1 200 000	19 800 000	14,60%
Uchalinsky GOK	1 444 045	4 332 135	3,79%	1 124 045	21 356 855	2,95%
Varyag Resources	1 434 880	2 006 974	10,79%	-	-	-
Volzhskaya GES	-	-	-	20 903 442	20 276 339	0,71%
Waymore Holding	623 800	8 683 608	6,93%	523 800	11 720 549	5,82%
Yakutgazprom	100 000	1 000	0,01%	100 000	15 000	0,01%
Zeiskaya GES pref	-	-	-	12 570 000	6 285 000	5,54%
Långfristiga finansiella tillgångar						
värderade till verkligt värde						
via resultaträkningen			134 180 832	565 042 854		

Vostok Nafta har beräknat det verkliga värdet av Företagets investering i Tinkoff Credit System (TCS) per 31 december 2008. Det verkliga värdet har utvärderats i syfte att garantera att investeringen inte redovisas till ett högre värde än återvinningsvärdet. Viktiga antaganden för att bedöma återvinningsvärdet av TCS inbegriper en kapitalkostnad på 50 procent, försäljningstillväxt enligt ledningens försiktiga prognoser samt en exitmultipel på 8x vinsten vilket är återhållsamt med tanke på TCSs snabba tillväxt och höga avkastning på eget kapital. Vostok Naftas bedömning av det verkliga värdet av aktieinnehavet i TCS har resulterat i en nedskrivning om 8,15 MUSD.

Not 14 Innehav i intresseföretag

	Koncernen 31 dec 2008	Koncernen 31 dec 2007
Vid årets början	248 213	94 667
Inköp	47 646	32 051
Försäljningar	–	–2 198
Förändring i verkligt värde	–180 563	123 693
Vid årets slut	115 296	248 213

Aktierna enligt nedanstående specifikation är innehav i intresseföretag. Black Earth Farming Ltd och SystemSeparation AB är noterade bolag, och värderas på basis av den aktuella köpkursen på balansdagen. RusForest Ltd, Vosvik AB/Kontakt East samt Eastern Bio Holding AB är onoterade innehav. Beträffande värderingen av dessa investeringar, se vidare nedan.

Beräkningar av verkligt värde

Vostok Nafta har beräknat det verkliga värdet av bolagets onoterade investeringar per den 31 december 2008. Det verkliga värdet har beräknats i syfte att garantera att investeringarna inte redovisas till ett högre värde än återvinningsvärdet

För att bestämma återvinningsvärdet har nyttjandevärdet främst använts vilket är nuvärdet av framtida kassaflöden som förväntas från en tillgång eller kassagenererande enhet. Det har beräknats som Vostok Naftas andel av nuvärdet av framtida beräknade kassaflöden som genereras av innehavet fram till ett förmodat försäljningsdatum inklusive beräknad likvid från en slutlig avyttring, eller antagande om en evig tillväxt som anses lämplig för branschen. Bedömningar av framtida kassaflöden baseras på den senaste beslutade budgeten eller prognoser som täcker en förutsebar prognosperiod. Uppskattningarna är baserade på rimliga och verifierbara antaganden som är Vostok Naftas bästa bedömning av de ekonomiska villkoren som förväntas råda. Omsättningstillväxt, diskonteringsränta och vinstmultiplik vid försäljning eller antagande om tillväxt är viktiga variabler för att beräkna nyttjandevärdet och dessa har uppskattats enligt Företagets bästa kännedom och anses rimliga givet omständigheterna.

Namn	Innehav, antal aktier	Andel i %	Verkligt värde	Intäkter 1 jan 2008– 31 dec 2008	Vinst/förlust 1 jan 2008– 31 dec 2008	Tillgångar 31 dec 2008	Skulder 31 dec 2008
2008							
Black Earth Farming Ltd	30 888 704	24,8	71 091	24 430	–24 969	426 923	84 703
Eastern Bio Holding AB	1 139	43,4	2 389	318	–2 525	7 045	5 586
Vosvik AB (Kontakt East)	50 000	50,0	17 938	21 423	–9 018	45 332	9 729
RusForest Ltd	23 035 197	50,0	23 225	38 371*	–7 740*	103 794*	61 397*
SystemSeparation AB	7 139 701	23,8	654	5 182	191	5 685	1 147

* Uppgifter enligt årsredovisningen för RusForest Ltd för räkenskapsåret 1 oktober 2007–30 september 2008.

Namn	Innehav, antal aktier	Andel i %	Verkligt värde	Intäkter 1 jan 2007– 31 dec 2007	Vinst/förlust 1 jan 2007– 31 dec 2007	Tillgångar 31 dec 2007	Skulder 31 dec 2007
2007							
Black Earth Farming Ltd	26 715 404	21,5	206 510	17 758	–13 191	409 572	92 328
Kontakt East Holding AB	4 410 000	31,8	18 659	19 918	–5 555	51 059	17 311
RusForest Ltd	11 004 813	50,0	21 521	37 414**	2 461**	63 437**	23 655**
SystemSeparation AB	6 167 161	20,5	1 523	3 036	–1 390	6 339	1 086

** Uppgifter enligt årsredovisningen för RusForest Ltd för räkenskapsåret 1 oktober 2006–30 september 2007.

Diskonteringsfaktorn återspeglar marknadens bedömning av monetära värden över tiden samt särskilda risker för den specifika tillgången. Diskonteringsfaktorn återspeglar inte samma risker som beaktas när framtida kassaflöden estimeras. Beräkning av diskonteringsränta baseras på portföljbolagets vägda genomsnittliga kapitalkostnad vilket medför företagets kostnad för eget kapital, marginell låneränta och andra marknadsräntor oberoende av Vostok Naftas kapitalstruktur. Alternativt har ett avkastningskrav på kapital till lämplig lägsta nivå använts. Givet skillnaden i hållbara kapitalstrukturer mellan olika branscher samt diverse bolag som är förknippade med olika verksamhetsrisker varierar diskonteringsfaktorn.

Viktiga antaganden för att bedöma återvinningsvärdet av Vosvik/Kontakt East inbegriper en viktad genomsnittlig kapitalkostnad på 15 procent, försäljningstillväxt enligt ledningens konservativa prognoser och i linje med den växande ryska branschen efter prognosperioden. Med tanke på de relativt stabila kassaflödena bland jämförelsebolagen i Kontakt East segment omfattar en optimal långsiktig hållbar kapitalstruktur lånefinansiering vilket sänker företagets kapitalkostnad.

Viktiga antaganden för att bedöma återvinningsvärdet av RusForest inbegriper en viktad genomsnittlig kapitalkostnad på 18 procent, försäljningstillväxt enligt ledningens konservativa prognoser samt en exitmultiplik på 5x vinsten vilket anses lämpligt.

Vostok Naftas bedömning av det verkliga värdet av aktieinnehavet i Vosvik/Kontakt East har resulterat i en nedskrivning om 18,53 MUSD. Vostok Naftas bedömning av det verkliga värdet av RusForest har resulterat i att det beräknade återvinningsvärdet inte är lägre än det bokförda värdet.

Vostok Naftas bedömning av dess övriga onoterade investeringar är att det nuvarande bokförda värdet till anskaffningskostnad motsvarar verkligt värde.

Not 15 Långfristiga lånefordringar

	Koncernen 31 dec 2008	Koncernen 31 dec 2007
Vid årets början	9 138	–
Tillskott	12 462	9 126
Ränteintäkter	1 188	57
Nedskrivningar	–1 465	–
Valutakursdifferenser	–3 940	–45
Vid årets slut	17 384	9 138

Motpart	Kreditbetyg, 31 dec 2008	Nominellt värde, 31 dec 2008	Nominellt värde, 31 dec 2007	Bokfört värde, 31 dec 2008	Bokfört värde, 31 dec 2007	Räntevillkor	Löptid
Tinkoff Credit Systems (TCS)	–	16 384	6 151	15,919	6 208	16,50%/18,50%/20,5%	Jun 2011
Murrayföretagen AB	K	2 930	2 930	1,465	2 930	10%	Dec 2007

* Murrayföretagen AB försattes i konkurs i januari 2008. Vostok Nafta har därefter lyckats nå en förlikning med konkursboet enligt vilken Vostok Naftas hela fordran omvandlas till aktier, varvid Vostok Nafta blir ensam ägare till bolagets ryska tillgångar. Affären väntas fullbordas under Q2 2009. Per 31 december 2008 uppskattades det återvinningsbara värdet av fordran till 1 465 TUSD.

I december 2007 ingick Vostok Nafta i en syndikerad låneuppgörelse med Tinkoff Credit Systems (TCS). Genom denna uppgörelse är Vostok Nafta förpliktat att låna ut 500 MRUB, av vilka 201 MRUB hade överförts till motparten per 31 december 2007. Genom avtalet har också Vostok Nafta erhållit teckningsoptioner (warrants) som motsvarar strax under två procent av det egna kapitalet i TCS. Verkligt värde på teckningsoptionerna, som från första början hänförts till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen, uppgick

vid förvärvstidpunkten till 2 000 TUSD, vilket reducerade det bokförda värdet av utestående lån. På lånet löper en ränta, som uppgår till 16,50% under första året, till 18,50% under andra året, samt till 20,50% under återstoden av lånets löptid. Ränteintäkter redovisas i resultaträkningen över lånets löptid genom användande av den effektiva räntemetoden. Under 2008 har ränteintäkter avseende lånet till TCS redovisats till ett belopp av 1 188 (57) TUSD.

Not 16 Kortfristiga lånefordringar

	Koncernen 31 dec 2008	Koncernen 31 dec 2007
Vid årets början	4 197	–
Tillskott	29 986	5 175
Återbetalningar	–229	–1 041
Omklassificeringar	–360	–
Ränteintäkter	1 340	43
Valutakursdifferenser	–7 087	21
Vid årets slut	27 847	4 197

Motpart	Kreditbetyg, 31 dec 2008	Nominellt värde, 31 dec 2008	Nominellt värde, 31 dec 2007	Bokfört värde, 31 dec 2008	Bokfört värde, 31 dec 2007	Räntevillkor	Löptid
Bogouchansky LPK	–	9 458	2 908	9 458	2 908	8%	Jun 2010*
IVLPS-Nebelsky LPCH	–	4 751	–	4 751	–	8%	Maj 2009*
OOO Lesprom	–	5 541	184	5 541	184	8%	Jun 2009*
BAMlesstroy ZAO	–	221	–	221	–	8%	Apr 2009*
PIK-89 OOO	–	1 466	–	1 466	–	8%	Dec 2008*
Tuba Les ZAO	–	1 681	658	1 681	658	8%	Aug 2009*
Transsibirskaya Lesnaya Kompania OOO	–	3 313	–	3 313	–	8%	Jun 2010*
Eastern Bio Holding AB	–	1 279	–	1 279	–	18%	Feb 2009
Andra kortfristiga lånefordringar		137	447	137	447		

* Efter balansdagen har inletts en process att tillskjuta utestående lån till de ryska skogsbolagen till RusForest (Cyprus) Limited i utbyte mot nya aktier i RusForest Ltd. Processen förväntas vara avslutad under kvartal 1, 2009.

Not 17 Övriga kortfristiga fordringar

	Koncernen 31 dec 2008	Koncernen 31 dec 2007	Moder- bolaget 31 dec 2008	Moder- bolaget 31 dec 2007
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	950	125	8	16
Övriga fordringar	1 588	476	271	245
Totalt	2 538	601	279	261

Not 18 Likvida medel

I likvida medel i balansräkningen och kassaflödesanalysen ingår följande:

	Koncernen 31 dec 2008	Koncernen 31 dec 2007
Likvida medel	29 198	27 528
Totalt	29 198	27 528

Not 19 Eget kapital

Transaktionerna då Vostok Nafta under 2007 förvärvat dotterföretag samt icke Gazpromrelaterade tillgångar vilka redovisats i andra bolag inom Vostok Gas-koncernen utgör transaktioner mellan företag under samma bestämmande inflytande. Dessa transaktioner har redovisats till de värden som posterna var redovisade till i det överlättande företaget, d.v.s. redovisade värde-metoden (predecessor accounting) har tillämpats.

De överförda resultaträkningsposter som tidigare redovisats i andra företag inom Vostok Gas-koncernen än de nu i sin helhet överförda koncernföretagen avser icke-Gazpromrelaterade realiserade och orealiserade vinster och förluster från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen, resultat från innehav i intresseföretag, utdelningsintäkter med tillhörande kupongskattkostnader samt administrativa kostnader hänförliga till den icke-Gazpromrelaterade verksamheten.

De balansräkningsposter som tidigare redovisats i andra företag inom Vostok Gas-koncernen än de nu i sin helhet överförda koncernföretagen avser icke Gazpromrelaterade långfristiga och kortfristiga finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen, innehav i intresseföretag, obetalda aktietransaktioner, fordringar på intressebolag, samt likvida medel.

Övertagandet av dessa resultaträkningsposter och tillgångar har

redovisats med eget kapital som motpost, d.v.s. som om överföringen av de icke Gazpromrelaterade resultaträkningsposterna och tillgångarna till Vostok Nafta skett genom ett ägartillskott.

Posten "Genom ägartillskott tillförda tillgångar och skulder" innefattar med andra ord nettot av de tillgångsöverföringar till Vostok

Nafta som inte redovisats över Vostok Naftas resultaträkning, och som således i huvudsak utgörs av nettoinvesteringar i finansiella tillgångar, ej betalda utdelningsintäkter (netto efter kupongskatt), förändringar i obetalda aktietransaktioner samt ej betalda administrationskostnader.

	Totalt	2007	2006	2005	2004	2003
Resultaträkningsposter						
Resultat från finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen och resultat från innehav						
i intresseföretag	222 973	-748	61 909	126 066	35 746	0
Utdelningsintäkter, netto efter skatt	22 128	5 057	10 644	4 035	2 392	0
Administrationskostnader	-10 944	-733	-3 434	-3 561	-3 216	0
Resultaträkningsposter, totalt	234 157	3 576	69 119	126 540	34 923	0
Genom ägartillskott tillförda tillgångar och skulder						
Nettoinvesteringar i finansiella tillgångar	157 964	-15 720	139 141	-39 401	3 863	70 081
Obetalda utdelningsintäkter (netto efter kupongskatt)	-22 128	-5 057	-10 644	-4 035	-2 392	0
Förändringar i obetalda aktietransaktioner	-3 437	9 411	-12 933	3 278	-3 193	0
Obetalda administrationskostnader	10 863	733	3 435	3 479	3 216	0
Övrigt	81	-270	-769	1 120	0	0
Genom ägartillskott tillförda tillgångar och skulder, totalt	143 343	-10 903	118 230	-35 559	1 494	70 081
Total	377 500					

Not 20 Aktiekapital och bundna reserver

Koncernen och Moderbolaget	Antal aktier	Aktie- kapital	Övrigt tillskjutet kapital
Vid företagets bildande den 5 april 2007	1	0	-
Personaloptionsprogram:			
- värde på anställdas tjänstgöring	-	-	125
Utnyttjande av emitterade teckningsoptioner	46 020 900	46 021	-
Erhållet från nyemission, netto efter transaktionskostnader	-	-	146 351
Per den 31 december 2007	46 020 901	46 021	146 476
Personaloptionsprogram:			
- värde på anställdas tjänstgöring	-	-	408
Per den 31 december 2008	46 020 901	46 021	146 884

Maximalt aktiekapital är 100 000 000 USD. Per den 31 december 2008 var 46 020 901 aktier utgivna och till fullo betalda. Per samma datum uppgick antalet utestående aktier till 46 020 901, med ett kvotvärde om 1 USD.

Transaktionskostnader för emitterade aktier uppgick under perioden 5 april 2007-31 december 2007 till 4 052 TUSD, vilket har minskat Företagets eget kapital. Övrigt tillskjutet kapital består av skillnaden mellan erhållet nettobelopp vid nyemissioner av aktier och samma aktiers nominella belopp. Varje stamaktie har en röst.

Det finns för närvarande 710 000 utestående personaloptioner. Var och en berättigar till teckning av en ny aktie i Vostok Nafta Investment Ltd. För mer information avseende personaloptionerna se not 25.

Efter räkenskapsårets utgång har Vostok Nafta genomfört en nyemission, i vilken 46 020 901 aktier emitterats mot en likvid av 12 SEK per aktie.

Not 21 Upplåning

Kortfristig	Koncernen 31 dec 2008	Koncernen 31 dec 2007	Moderbolaget 31 dec 2008	Moderbolaget 31 dec 2007
Banklån	50 097	50 438	-	-
Obligationslån och andra lån	27 790	-	27 790	-
Total upplåning	77 887	50 438	27 790	-

a) banklån

Specifikation av banklån (TUSD)	Kredit- facilitet	Utnyttjad kredit- facilitet	Outnyttjat belopp	Förfallo- datum	Ränte- villkor
Långgivare	31 dec 2008	31 dec 2008	31 dec 2008		
Deutsche Bank	150 000	50 000	100 000	Maj 2009	LIBOR + 200 bps
Banklån, totalt	150 000	50 000	100 000		
Långgivare	31 dec 2007	31 dec 2007	31 dec 2007		
Deutsche Bank	50 000	50 000	-	Maj 2008	LIBOR + 200 bps
Banklån, totalt	50 000	50 000	-		

Under 2008 har Koncernen utökat sin kreditfacilitet med Deutsche Bank till 150 MUSD. Kreditfaciliteten utnyttjades till fullo i juni 2008. Den 23 december 2008 amorterades 100 MUSD av lånet. Upplåningens bokförda värde uppskattas motsvara dess verkliga värde. Det verkliga värdet per 31 december 2007 uppgick till 50 097 TUSD (2007: 50 438). Upplånen ränta uppgick per 31 december 2008 till 97 TUSD (2007: 507).

Banklånet har efter balansdagen till fullo återbetalats. Se även not 28.

Ställda panter för bankupplåningen; se not 23.

b) Obligationslån och andra lån

I oktober och november 2008 upptog Bolaget ett lån om 15,25 MUSD. Lånet, som löper med en ränta om 18%, är efterställt de lån som Bolagets dotterbolag Vostok Komi (Cyprus) Limited upptagit och har en förfallotid på 12 månader. Efter räkenskapsårets utgång har lånet återbetalats i sin helhet. Se vidare not 26.

Vidare upptog Bolaget den 16 december 2008 ett kortfristigt obligationslån om 10,0 MEUR. Obligationslånet, som löper med en ränta om 20%, förfaller till betalning den 15 april 2009. I samband med upptagandet av obligationslånet återbetalades 2,0 MUSD av de lån som upptogs under oktober och november 2008.

Not 22 Övriga kortfristiga skulder

	Koncernen 31 dec 2008	Koncernen 31 dec 2007	Moderbolaget 31 dec 2008	Moderbolaget 31 dec 2007
Övriga skulder	171	141	2	152
Totalt	171	141	2	152

Not 24 Aktier i dotterbolag

Moderbolaget	Land	Andel av kapital och röster, %	Bokfört värde 31 dec 2008, TUSD	Bokfört värde 31 dec 2007, TUSD
Dotterbolag ägda av moderbolaget				
Vostok Komi (Cyprus) Ltd	Cypern	100	102 243	377 685
Vostok Holding Ltd	Bermuda	100	10	10
Totalt			102 253	377 695

Övriga dotterbolag i koncernen

Vostok Nafta Sverige AB	Sverige	100
ZAO Baikal Energy	Ryssland	100
OAQ Resurs-Invest	Ryssland	100
OOO Resursniye Investitsii	Ryssland	100

Samtliga bolag ingår i koncernredovisningen från förvärvstidpunkten. Skillnader mellan anskaffningsvärdet och marknadsvärdet på de fysiska nettotillgångar som har förvärvats har aktiverats enligt koncernens redovisningsprinciper.

Not 23 Ställda panter

Per den 31 december 2008 var panter ställda som säkerhet för banklån om 50 000 TUSD. De ställda panterna utgjordes av aktieinnehavet i Vosvik AB, samt alla tillgångar som hölls i depå hos Deutsche Bank och HQ Bank. Totalt representerar de ställda panterna ett verkligt värde om 225,36 MUSD. Efter räkenskapsårets utgång har Koncernen återbetalat utestående bankupplåning, varefter de pantsatta tillgångarna återlämnats till Koncernen.

Ställda panter per den 31 december 2007 utgjordes av de noterade aktierna i investeringsportföljen. De ställda panterna representerade ett verkligt värde motsvarande 762,69 MUSD.

Varken Koncernen eller Företaget hade några ansvarsförbindelser per den 31 december 2008.

Varken Koncernen eller Företaget hade några ansvarsförbindelser per den 31 december 2007.

Under 2008 har Företaget skrivit ned värdet av aktierna i dotterföretaget Vostok Komi (Cyprus) Limited. Nedskrivningen uppgår till 288,69 MUSD.

Not 25 Personalkostnader

Kostnader för ersättning till anställda

	Koncernen 1 jan 2008– 31 dec 2008	Koncernen 1 jan 2007– 31 dec 2007	Moder- bolaget 1 jan 2008– 31 dec 2008	Moder- bolaget 5 apr 2007– 31 dec 2007
Löner	2 563	2 093	434	436
Sociala kostnader	366	446	44	44
Aktiebaserade ersättningar	408	125	408	125
Pensionskostnader	135	60	–	–
Övriga ersättningar till anställda	41	40	5	3
Kostnader för ersättningar till anställda, totalt	3 514	2 764	892	608

	Koncernen 1 jan 2008– 31 dec 2008	Koncernen 1 jan 2007– 31 dec 2007	Moder- bolaget 1 jan 2008– 31 dec 2008	Moder- bolaget 5 apr 2007– 31 dec 2007
Löner och ersättningar till ledande befattnings- havare och styrelsen för moderbolaget och dess dotterbolag	1 376	1 519	607	424
Löner till övriga anställda	1 736	759	240	137
Löner och ersättningar, totalt	3 112	2 278	847	561

Beslut avseende ersättning till ledande befattningshavare fattas av bolagets ersättningskommitté (compensation committee), vilken utgörs av tre av bolagets styrelseledamöter. För verkställande direktören gäller en uppsägningstid om tolv månader vid uppsägning från bolagets sida och en uppsägningstid om sex månader vid uppsägning från verkställande direktörens sida. För övriga ledande befattningshavare i Vostok Nafta gäller en uppsägningstid om 1 månad vid uppsägning från såväl bolagets som de övriga ledande befattningshavarnas sida. Inga avtal om avgångsvederlag har ingåtts med styrelseledamöterna i Vostok Nafta. Medelantalet anställda för koncernen exklusive styrelsens medlemmar var 15 (9), varav 10 var män (6). Antalet ledande befattningshavare uppgår till 4 (3).

Koncernen, 2008	Grundlön/ styrelsearvode	Rörlig ersättning	Övriga förmåner	Pensions- kostnader	Aktiebaserade ersättningar	Övriga ersättningar	Totalt
Lukas H. Lundin	76	–	–	–	–	–	76
Al Breach	29	–	–	–	–	–	29
Paul Leander-Engström	41	–	–	–	–	–	41
Torun Litzén	43	–	–	–	–	–	43
Ian H. Lundin	43	–	–	–	–	–	43
William A. Rand	50	–	–	–	–	–	50
Robert J. Sali	34	–	–	–	–	–	34
Per Brilioth	361	–	–	70	–	–	431
Övriga ledande befattningshavare och styrelseledamöter i dotterbolag	427	–	6	25	171	–	629
	1 104	–	6	95	171	–	1 376

Koncernen, 2007	Grundlön/ styrelsearvode	Rörlig ersättning	Övriga förmåner	Pensions- kostnader	Aktiebaserade ersättningar	Övriga ersättningar	Totalt
Lukas H. Lundin	76	–	–	–	–	23	99
Al Breach	29	–	–	–	–	–	29
Paul Leander-Engström	41	–	–	–	–	–	41
Torun Litzén	43	–	–	–	–	–	43
Ian H. Lundin	43	–	–	–	–	–	43
William A. Rand	50	–	–	–	–	–	50
Robert J. Sali	34	–	–	–	–	–	34
Per Brilioth	294	506	–	51	–	–	851
Övriga ledande befattningshavare och styrelseledamöter i dotterbolag	213	61	–	9	46	–	329
	823	567	–	60	46	–	1 519

Moderbolaget, 2008	Grundlön/ styrelsearvode	Rörlig ersättning	Övriga förmåner	Pensions- kostnader	Aktiebaserade ersättningar	Övriga ersättningar	Totalt
Lukas H. Lundin	76	–	–	–	–	–	76
Al Breach	29	–	–	–	–	–	29
Paul Leander-Engström	41	–	–	–	–	–	41
Torun Litzén	43	–	–	–	–	–	43
Ian H. Lundin	43	–	–	–	–	–	43
William A. Rand	50	–	–	–	–	–	50
Robert J. Sali	34	–	–	–	–	–	34
Övriga ledande befattningshavare och styrelseledamöter i dotterbolag	115	–	5	–	171	–	291
	431	–	5	–	171	–	607

Moderbolaget, 2007	Grundlön/styrelsearvode	Rörlig ersättning	Övriga förmåner	Pensionskostnader	Aktiebaserade ersättningar	Övriga ersättningar	Totalt
Lukas H. Lundin	76	-	-	-	-	-	76
Al Breach	29	-	-	-	-	-	29
Paul Leander-Engström	41	-	-	-	-	-	41
Torun Litzén	43	-	-	-	-	-	43
Ian H. Lundin	43	-	-	-	-	-	43
William A. Rand	50	-	-	-	-	-	50
Robert J. Sali	34	-	-	-	-	-	34
Övriga ledande befattningshavare och styrelseledamöter i dotterbolag	62	-	-	-	46	-	105
	378	-	-	-	46	-	424

1. Inga avgångsvederlag eller pensionsförmåner har utbetalts under året.
2. Den verkställande direktören har en förmånsbestämd plan enligt svensk ITP-standard. Tillgång saknas till tillräcklig information, som gör det möjligt att redovisa koncernens proportionella andel av den förmånsbestämda förpliktelsen och av de förvaltningstillgångar och kostnader som är förbundna med planen. Därför redovisas planen som avgiftsbestämd vilket innebär att erlagda premier redovisas som en kostnad. Pensionen är ej knuten till verkställande direktörens anställning och beräknas på basis av verkställande direktörens grundlön.

Incitamentsprogram

Den extra bolagsstämma som hölls 29 augusti 2007, beslutade i enlighet med styrelsens förslag avseende antagandet av ett incitamentsprogram i Vostok Nafta Investment Ltd. som innebär att nuvarande och framtida anställda tilldelas köpoptioner, vilka berättigar optionsinnehavaren att förvärva aktier i form av depåbevis i Vostok Nafta Investment Ltd.

För incitamentsprogrammet skall följande villkor gälla:

- Lösenpriset för optionerna skall motsvara 120 procent av depåbevisens marknadsvärde vid tidpunkten för utställandet av optionerna.
- Optionerna får utnyttjas tidigast två år och senast tre år från tidpunkten för utställandet.
- För anställda bosatta utanför Sverige gäller följande villkor. Ingen premie skall erläggas för optionerna och optionerna får endast utnyttjas om optionsinnehavaren vid tidpunkten för utnyttjandet fortfarande är anställd i koncernen. I det fall en optionsinnehavare upphör att vara anställd av eller, vilket kan vara fallet, ha ett konsultuppdrag för någon medlem av Koncernen på grund av någon av de anledningar som anges nedan, ska hans eller hennes optioner inte förfalla utan kunna utnyttjas på det sätt som underrättats optionsinnehavaren vid datumet för tilldelning – givet att alla applicerbara prestationsvillkor som är relevanta vid det datum då anställning eller uppdrag upphör har uppfyllts, eller inte längre är tillämpliga. Dessa anledningar är; sjukdom, skada eller invaliditet; pension; förtida pension i form av en skriven överenskommelse med optionsinnehavarens arbetsgivare om det företag som hans eller hennes anställning återfinns hos upphör att vara under kontroll av Företaget eller,

som ett resultat av en överföring av den förpliktelse med vilken optionsinnehavaren arbetar, överförs till ett företag som varken är under Företagets kontroll eller medlem av Koncernen; någon annan anledning så som den specificeras av styrelsens medlemmar genom utnyttjandet av deras absoluta beslutsrätt.

- För anställda bosatta i Sverige gäller följande villkor. Optionerna skall erbjudas till ett förvärvspris motsvarande optionernas marknadsvärde vid tidpunkten för erbjudandet. Optionerna skall vara fritt överlåtbara och utgör därmed värdepapper. Detta innebär bland annat att optionerna inte är kopplade till anställningen och förfaller inte om optionsinnehavaren lämnar sin anställning i koncernen.
- Optioner skall kunna utställas av Vostok Nafta Investment Ltd eller andra koncernbolag.

Utformning och hantering

Styrelsen, eller ett av styrelsen särskilt tillsatt utskott, skall ansvara för den närmare utformningen och hanteringen av incitamentsprogrammet, inom ramen för angivna huvudsakliga villkor och riktlinjer. I samband därmed skall styrelsen äga rätt att göra anpassningar för att uppfylla särskilda regler eller marknadsförutsättningar utomlands. Styrelsen skall även äga rätt att vidta andra justeringar under förutsättning att det sker betydande förändringar i koncernen eller dess omvärld som skulle medföra att beslutade villkor för tilldelning enligt incitamentsprogrammet inte längre är ändamålsenliga.

Fördelning

Incitamentsprogrammets omfattning föreslås uppgå till högst 1 miljon optioner. Vid tilldelning av optioner skall den verkställande direktören kunna tilldelas högst 500 000 optioner, ledande befattningshavare samt övriga nyckelmedarbetare vardera högst 200 000 optioner.

Fördelningen av optioner skall bestämmas av styrelsen eller dess ersättningskommitté, varvid bland annat den anställdes prestation samt dennes position inom och betydelse för koncernen kommer att beaktas. Vid tilldelningen av optioner till såväl anställda utomlands som i Sverige skall bland annat beaktas förmågan att förvalta och förädla den existerande portföljen, identifiera nya investeringsobjekt, utvärdera förutsättningarna för nya investeringar samt avkastning eller bedömd förväntad avkastning i olika investeringsobjekt. Genom att inte inledningsvis erbjuda full tilldelning av optioner bibehålls ett prestationsrelaterat tilldelningssystem genom att förnyade erbjudanden av optioner inom ramen för bolagsstämmans mandat förutsätter att uppställda krav och målinfriats. Ersättningskommittén skall ansvara för utvärderingen av de anställdas prestation. Utfallet av uppställda mål skall där så är möjligt redovisas i efterhand.

Styrelseledamöter som inte är anställda i koncernen skall inte kunna delta i programmet.

Eventuell framtida bonus för anställda bosatta i Sverige

I syfte att stimulera deltagande i programmet har bolaget för avsikt att lämna en subvention i form av bonusbetalning som efter skatt motsvarar optionspremien. Hälften av bonusen avses att utbetalas i samband med förvärvet av optionerna och resterande del i samband med utnyttjande av optionerna. Den senare bonusbetalningen förutsätter att optionsinnehavaren alltså är anställd i koncernen vid tidpunkten för optionernas utnyttjande. Om optionerna inte utnyttjas utgår inte den senare bonusbetalningen. För anställda i Sverige innebär deltagande i programmet sålunda ett risktagande.

Skälen för programmet

Syftet med det föreslagna incitamentsprogrammet är att skapa förutsättningar för att behålla och rekrytera kompetent personal till koncernen samt att främja bolagets långsiktiga intressen genom att bereda anställda möjlighet att ta del av en positiv värdeutveckling i bolaget. Styrelsen anser att införandet av ett incitamentsprogram är särskilt motiverat mot bakgrund av att anställda i bolaget inte omfattas av något rörligt bonusprogram.

Den 30 augusti 2007 beslutades det att emittera 710 000 optioner till en grupp av anställda, som en del av incitamentsprogrammet omfattande 1 000 000 optioner.

Personaloptioner	Utgivna 2007*	Totalt 31 dec 2008	Totalt 31 dec 2007
Ledande befattningshavare			
Verkställande direktören	250 000	250 000	250 000
Sergei Glaser	150 000	150 000	150 000
Anders Sjöberg	30 000	30 000	30 000
Övriga	280 000	280 000	280 000
Totalt	710 000	710 000	710 000
Lösenpris, SEK	84,66		
Marknadsvärde per option			
vid tilldelningstillfället, SEK**	11,34		
Utnyttjandeperiod	30 aug 2007–		
	30 aug 2010		

* Lösenpriset vid utnyttjande av optionerna har fastställts utifrån 120 procent av depåbevisens genomsnittliga senaste betalkurs under tio börsdagar före tidpunkten för utställandet i enlighet med villkoren för Vostok Naftas optionsplan.

** Marknadsvärdet för tilldelade personaloptioner i Vostok Nafta under räkenskapsåret 2007 har beräknats enligt Black & Scholes värderingsmodell. Viktiga indata i modellen var aktiepriset på tilldelningsdagen, ovanstående lösenpris, aktieprisets förväntade volatilitet, baserat på analys av historiska kurser, optionernas löptid samt svensk marknadsränta vid tilldelningstillfället.

Förändringen av antalet utestående optioner och deras vägda genomsnittliga lösenpris är som följer:

	Genomsnittligt lösenpris i SEK/aktie	Optioner 31 dec 2008	Optioner 31 dec 2007
Vid årets början	84,66	710 000	–
Tilldelade	–	–	710 000
Förverkade	–	–	–
Utnyttjade	–	–	–
Vid årets slut	84,66	710 000	710 000

Av utestående 710 000 optioner (2007: 710 000) var inga (2007: –) möjliga att utnyttja.

Personaloptioner utestående vid årets slut har följande förfallodatum och lösenpriser:

	Lösenpris, SEK	Optioner 2008	Optioner 2007
30 augusti 2010	84,66	710 000	710 000
Vid årets slut		710 000	710 000

Not 26 Närståendetransaktioner

Koncernen kontrolleras av Lorito Holdings (Guernsey) Ltd, som äger 30,4% av aktierna.

a) Lån till närstående

Under 2008 har Koncernen lämnat kortfristiga lån till företag inom RusForest-koncernen till ett totalt belopp av 680,6 MRUB (2007: 91,5). Ränteintäkter uppgående till motsvarande 1 316 TUSD (2007:36) har redovisats i resultaträkningen för räkenskapsåret 2008. Per den 31 december 2008 uppgick kortfristiga lånefordringar på företag i RusForest-koncernen till 27 710 TUSD (2007: 3 750). Under 2008 har Koncernen även lämnat ett kortfristigt lån till Eastern Bio Holding AB, i vilket Koncernen äger en andel om ca 42%. Lånet, som uppgår till nominellt 10 000 TSEK, löper med 18% ränta och förfaller i februari 2009. En ränteintäkt motsvarande 7 TUSD (2007: –) har redovisats i resultaträkningen under räkenskapsåret 2008. Per den 31 december 2008 uppgick lånet till motsvarande 1 279 TUSD. (2007: –).

b) Upplåning

I oktober 2008 upptog Bolaget ett lån om 15,25 MUSD från en grupp långgivare som innefattade Simba Investments Ltd, Zebra Holdings Ltd, Paul Leander-Engström och Ture Invest AB. Största aktieägare i Simba Investments Ltd. är Lorito Holdings (Guernsey) Ltd och Zebra Holdings Ltd. Sistnämnda två bolag ägs bägge av en stiftelse vars förmånstagare är Adolf H. Lundins dödsbo, i vilket Bolagets styrelseordförande Lukas H. Lundin och styrelseledamoten Ian H. Lundin ingår. Paul Leander-Engström är styrelseledamot i Bolaget och delägare och styrelseordförande i Ture Invest AB.

Under 2008 har upplånen ränta redovisats i resultaträkningen med ett belopp om 503 TUSD. I december 2008 återbetalades 2 MUSD jämte ränta. Per den 31 december 2008 uppgick lånet inklusive ränta till ett belopp om 13,75 MUSD. Efter räkenskapsårets utgång har lånet återbetalats i sin helhet.

c) Transaktioner med Vostok Gas Ltd-koncernen.

Under 2007 genomfördes en omstrukturering av Vostok Gas-koncernen, varvid tillgångar till ett värde av totalt 377,5 MUSD förvärvades av Vostok Nafta. Betalning av förvärvade tillgångar skedde genom utgivande av ett skuldebrev om 377,5 MUSD till Austro (Cyprus) Limited (ett företag i Vostok Gas-koncernen). Ränteintäkten från skuldebrevet, som löpte med en ränta på 9%, uppgick till 1,2 MUSD. Vostok Nafta sålde därefter 46 020 900 teckningsoptioner till Vostok Gas för 377,5 MUSD, vilka betalats genom utgivande av skuldebrev; Vostok Nafta fick således en fordran på Vostok Gas om 377,5 MUSD, vilken användes för att reglera skulden till Vostok Gas-koncernen. Utöver tillgångarna enligt ovan sålde Vostok Gas Vostok Komi (Cyprus) Limited och dess dotterbolag Vostok Nafta Sverige AB till Vostok Nafta för en total köpeskilling av 185 TUSD. Efter omstruktureringen ingick Vostok Nafta Sverige AB och Vostok Gas Sverige AB (ett företag i

Vostok Gas-koncernen) ett avtal, enligt vilket vissa gemensamma kostnader ska delas mellan företagen. Under 2008 har 440 TUSD (2007: 268) betalats av Vostok Gas Sverige AB till Vostok Nafta Sverige AB för gemensamma kostnader i enlighet med nämnda avtal. Per den 31 december 2008 hade Koncernen utestående fordringar på Vostok Gas-koncernen som uppgick till 60 TUSD. Per den 31 december 2007 uppgick utestående skulder till Vostok Gas-koncernen till 581 TUSD.

d) Ersättning till nyckelpersoner

Nyckelpersoner i koncernen innefattar medlemmar i ledningsgruppen, samt medlemmar av Företagets styrelse. Betald eller upplupen ersättning till nyckelpersoner framgår av not 25.

e) Övriga betydande närståendetransaktioner

Intäkter, TUSD	2008	2007
Intäkter från tjänster tillhandahållna till intresseföretag	549	–
Intäkter från tjänster tillhandahållna till andra Lundin-företag	228	–
Hysesintäkter från intresseföretag	62	90
Hysesintäkter från andra Lundin-företag	13	–
Fordringar och skulder, TUSD	2008	2007
Fordringar på nyckelpersonal i intresseföretag	–	674

f) Transaktioner mellan Moderföretaget och dotterföretag

Moderföretaget finansierar det cypriska dotterföretagets verksamhet på marknadsmässiga villkor. Ränteintäkter på lån har under 2008 redovisats med 14,32 MUSD (2007: 6,71). Per den 31 december 2008 uppgick utestående fordringar på Vostok Komi (Cyprus) Limited till 175,55 MUSD (2007: 153,99).

Vostok Nafta Sverige AB tillhandahåller administrativa tjänster åt Moderföretaget på marknadsmässiga villkor. Under 2008 har Vostok Nafta Sverige AB fakturerat Vostok Nafta Investment Ltd arvoden för administrativa tjänster med ett belopp om 2 017 TUSD (2007: 1 621), varav 1 478 TUSD (2007: 186) var obetalt per den 31 december 2008.

Not 27
Rörelseförvärv

I början av 2008 förvärvade Vostok Komi (Cyprus) Limited 100% av aktierna i ZAO Baikal Energy för en total köpeskilling av 20 000 RUB. Den förvärvade verksamheten har under räkenskapsåret 2008 bidragit till Koncernens resultat med 74 TUSD.

Tillgångar och skulder som uppkommit genom förvärvet per den 1 januari 2008 var följande (TUSD):

	Verkligt värde	Bokfört värde
Tillgångar, totalt	233	233
Skulder, totalt	-232	-232
Nettotillgångar	1	1
Köpeskilling reglerad genom kontantbetalning		1
Likvida medel i den förvärvade enheten		0
Kassaflöde genom förvärvet		1

Not 28
Händelser efter räkenskapsårets utgång

Efter räkenskapsårets utgång har en nyemission genomförts i Vostok Nafta, i vilken 46 020 901 aktier emitterats mot en likvid av 12 SEK per aktie. Före transaktionskostnader tillförde nyemissionen bolaget 552 MSEK. Majoriteten av intäkterna från nyemissionen har använts för återbetalning av upplåning. Per dagen för avgivandet av årsredovisningen hade återbetalning av upplåning, inklusive upplupen ränta, skett till ett belopp om 64,94 MUSD.

Not 29
Fastställande av årsredovisning

Årsredovisningen har avgivits av styrelsen den 3 april 2009, se sidan 50. Balans- och resultaträkning fastställs av bolagets aktieägare på årsstämman den 14 maj 2009.

Till Aktieägarna i Vostok Nafta Investment Ltd

Vi har granskat koncernredovisningen och moderbolagsredovisningen för Vostok Nafta Investment Ltd som återfinns på sidorna 51 till 72. Dessa räkenskaper innefattar balansräkningar per den 31 december 2008 och 2007, resultaträkningar, förändringar av eget kapital och kassaflödesanalyser för räkenskapsåren, samt en sammanställning över redovisningsprinciper och övriga bokslutskommentarer.

Ledningens ansvar för redovisningshandlingarna

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för redovisningshandlingarna och för att de upprättats enligt internationella redovisningsstandards (IFRS). Detta ansvar inkluderar: utformande, genomförande och upprätthållande av en intern kontroll tillämplig för färdigställandet av redovisningshandlingar som ger en rättvisande bild och inte innehåller väsentliga fel, varken genom oegentligheter eller misstag; val och användande av relevanta redovisningsprinciper samt göra redovisningsuppskattningar som är rimliga efter omständigheterna.

Revisorernas ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om dessa redovisningshandlingar på grundval av vår revision. Revisionen har utförts i enlighet med International Standards on Auditing. Det innebär att vi planerat och genomfört revisionen för att med hög grad men inte absolut säkerhet försäkra oss om att redovisningshandlingarna inte innehåller väsentliga fel.

En revision innefattar att granska ett urval av underlagen för belopp och annan information i redovisningshandlingarna. Valda granskningsmetoder beror på revisorns bedömningar, innefattande bedömning av risker för väsentliga fel i redovis-

ningshandlingarna genom oegentligheter eller misstag. Vid riskbedömningen utvärderas den interna kontrollen avseende färdigställande av bolagets redovisningshandlingar för att utforma tillämpliga granskningsmetoder men inte för att uttala sig om effektiviteten i bolagets interna kontroll.

I en revision ingår också att pröva redovisningsprinciperna och styrelsens och verkställande direktörens tillämpning av dem samt att bedöma de betydelsefulla uppskattningar som styrelsen och verkställande direktören gjort när de upprättat redovisningshandlingarna samt att utvärdera den samlade informationen i redovisningshandlingarna.

Vi anser att vår revision ger oss rimlig grund för vårt uttalande nedan.

Revisorernas uttalande

Vi anser att dessa redovisningshandlingar ger en rättvisande bild av moderbolagets och koncernens ställning per den 31 december 2008 och 2007 samt deras resultat och kassaflöde för de räkenskapsår som då avslutades i enlighet med internationella redovisningsstandards (IFRS).

Stockholm den 3 april 2009

PricewaterhouseCoopers AB

Klas Brand
[Auktoriserad revisor](#)
[Huvudansvarig revisor](#)

Bo Hjalmarsson
[Auktoriserad revisor](#)

En ny svensk kod för bolagsstyrning ("Koden") trädde i kraft den 1 juli 2008. Kodens regler utgör ett tillägg huvudsakligen till bestämmelserna i aktiebolagslagen om Bolagets organisation, men även till den relativt omfattande självreglering som existerar avseende bolagsstyrning. Koden är baserad på principen om att "följa eller förklara". Enligt denna princip kan ett bolag välja om bolaget vill följa en paragraf i Koden eller välja att redogöra varför bolaget valt att inte följa den.

Kod för bolagsstyrning

Bolaget är ett aktiebolag registrerat på Bermuda. I avsaknad av en bermudiansk kod för bolagsstyrning tillämpar Bolaget Koden. Bolaget tillämpar Koden fullt ut eller redogör, där så är tillämpligt, för avvikelser från den. Principerna för bolagsstyrning inom Bolaget beskrivs nedan.

Bolagsstämmor

Bolagsstämman är det högsta beslutande organet i Bolaget där samtliga aktieägare har rätt att delta personligen eller genom ombud. Bolagets årsstämma hålls på svenska i Stockholm en gång per år, senast sex månader efter räkenskapsårets slut. Årsstämmans uppgift är att redovisa det ekonomiska resultatet och att fatta beslut i bolagsärenden, däribland utdelning och ändringar i bolagsordningen. Årsstämman utser även styrelseledamöter och revisorer samt fastställer styrelsens och revisorernas arvoden.

Utnämning av och ersättning till styrelse och revisorer

Till årsstämman har aktieägare i Bolaget rätt att nominera styrelseledamöter och revisorer. Årsstämman väljer styrelseledamöter för en mandatperiod

om ett år och revisorer för en mandatperiod om ett år. Aktieägarna föreslår även ersättning till styrelsen och revisorerna, vilken skall beslutas av årsstämman. I enlighet med Koden har Bolaget inrättat en valberedning som utarbetar förslag till val och arvodering av styrelseledamöter och revisorer till årsstämman. Nomineringskommittén skall bestå av tre ledamöter, varav en ledamot utses bland styrelseledamöterna och två ledamöter skall utses av Bolagets större aktieägare.

Styrelsen

Styrelsen 2008

Bolagets styrelse består av åtta styrelseledamöter, samtliga omvalda på årsstämman den 14 maj 2008: Lukas H. Lundin, Paul Leander-Engström, Per Brilioth, Al Breach, Ian H. Lundin, William A. Rand, Robert J. Sali och Torun Litzén. Vidare beslutade årsstämman att Lukas H. Lundin ska vara styrelsens ordförande. För ytterligare uppgifter om styrelsens ledamöter, se avsnittet "Styrelse, ledande befattningshavare och revisorer".

Styrelsemöten

Styrelsen skall sammanträda fysiskt minst två gånger per år och mer frekvent vid behov. Dessutom skall möten genomföras över telefon när så anses nödvändigt. Verkställande direktören har dessutom regelbundna kontakter med styrelsens ordförande och övriga styrelseledamöter.

Styrelsens arbete och arbetsordning

Styrelsen fattar beslut i övergripande frågor som rör Koncernen. Styrelsens främsta uppgift är dock organisation och ledning av företaget, vilket bland annat innefattar att:

– besluta om verksamhetens inriktning och företagens riktlinjer;

- ombesörja kapitaltillförsel;
- utse och regelbundet utvärdera verkställande direktörens och företagsledningens arbete;
- godkänna rapporteringsanvisningar för företagsledningen;
- säkerställa att företagets externa kommunikation är öppen, saklig och relevant för målgrupperna;
- säkerställa att det finns effektiva uppföljnings- och kontrollsystem för företagets verksamhet och finansiella ställning gentemot uppställda mål; och
- följa upp och bevaka att verksamheten bedrivs i enlighet med lagar, förordningar, børsregler och vederbörlig praxis på värdepappersmarknaden.

Styrelsekommittéer

Styrelsen har inrättat tre kommittéer; revisionskommittén, ersättningskommittén, och investeringskommittén.

Revisionskommittén

Revisionskommitténs uppgift är att för styrelsens räkning granska Bolagets kvartalsrapporter och årsredovisning, lämna förslag till styrelsen avseende Bolagets kvartalsrapporter och årsredovisning, granska revisionsarvoden, säkerställa att Bolagets interna kontrollsystem upprätthålls och efterlevs samt hålla kontakt med Koncernens externa revisorer i samband med den årliga revisionsprocessen.

Åligganden för revisionskommittén

Revisionskommittén skall ta itu med kritiska redovisningsfrågor och kontrollera de finansiella rapporter Bolaget offentliggör. Bland annat följande frågor och rapporter skall behandlas:

- Frågor kring internkontroll och tillämpning av relevanta redovisningsprinciper och lagar;
- Diskutera osäkerheter i redovisade värden samt förändringar i uppskattningar och värderingar;

Bolagsstyrningsrapport

- Betydelsefulla händelser efter redovisningsperiodens utgång;
- Behandla konstaterade missförhållanden;
- Bolagets årsredovisning och delårsrapporter, vilka presenteras fyra gånger per år, skall granskas;
- Diskutera alla andra frågor än de ovanstående som kan få återverkningar på Bolagets finansiella rapportering;
- Regelbundet (minst en gång per år) sammanträda med Bolagets revisorer och hålla sig informerad om inriktning och omfattning av revisionen. Revisionskommittén och revisorerna skall också diskutera samordning mellan internkontrollen och den externa revisionen och revisorernas syn på potentiella risker i kvaliteten på Bolagets rapporter;
- Revisionskommittén skall uppdraga riktlinjer för vilka andra tjänster än revision som Bolaget kan upphandla från revisorerna;
- Revisionskommittén skall årligen, i samband med räkenskapsårets utgång, utvärdera revisorernas insatser. De skall underrätta valberedningen om utvärderingens resultat, vilken skall beaktas när denna nominerar revisorer för årsstämman;
- Bistå valberedningen i framtagandet av nominering av revisorer och ersättning till revisorer; och
- Revisionskommittén skall granska årsredovisning och delårsrapporter och lämna rekommendationer till styrelsen beträffande dessa.

Under 2008 sammanträdde revisionskommittén fyra gånger. I revisionskommittén ingår William A. Rand, Torun Litzén och Ian H. Lundin.

Ersättningskommittén

Ersättningskommittén ansvarar för att bereda ärenden kring ersättning och andra anställningsvillkor för Bolagets ledning.

Åligganden för ersättningskommittén

Ersättningskommittén skall för årsstämman presentera förslag till principer för ersättning och andra anställningsvillkor för Bolagets ledning, vilka skall underkastas årsstämmans godkännande. Att fastställa principer för ersättning och andra anställningsvillkor skall därför inkluderas som en punkt på dagordningen för årsstämman. Förslagen skall läggas ut på Bolagets hemsida i samband med kallelsen till årsstämman. Vid bedömningen av detaljer kring de föreslagna principerna skall ersättningskommittén alltid tillse att den samlade ersättningen för bolagsledningen motsvarar rådande marknadsituation och är konkurrenskraftig.

De föreslagna principerna skall inkludera följande beaktanden:

- Relationen mellan fast och rörlig ersättning likväl som kopplingen mellan prestation och ersättning;
- De huvudsakliga villkoren för bonus- och aktieoptionsprogram;
- De huvudsakliga villkoren för icke-monetära förmåner, pension, avsked och avgångsvederlag; och
- Vilka personer ur bolagsledningen som skall omfattas av de föreslagna principerna för ersättning.

Det skall uppges för årsstämman om de föreslagna principerna väsentligen avviker från de tidigare principerna och hur frågan om ersättning för bolagsledningen bereds och beslutas av styrelsen. Ersättningskommittén skall även årligen granska ersättningen till verkställande direktören, ledningsgruppen och andra nyckelpersoner. Under 2008 sammanträdde ersättningskommittén två gånger. I ersättningskommittén ingår Lukas H. Lundin, Robert J. Sali och Paul Leander-Engström.

Investeringskommittén

Investeringskommitténs uppgift är att lägga fram passande investeringsrekommendationer till det cypriotiska dotterbolaget Vostok Komi (Cyprus) Limited. Dessa rekommendationer skall alltid vara i linje med Bolagets övergripande strategi, som beslutats av styrelsen och löpande kommuniceras till investeringskommittén. En majoritet av investeringskommittén, det vill säga två ledamöter, kan tillsammans utfärda rekommendationer baserat på vilka styrelsen för Vostok Komi (Cyprus) Ltd. sedan formellt fattar investeringsbeslut. Investeringskommittén består av tre styrelsemedlemmar, nämligen Lukas H. Lundin, Per Brilioth och Paul Leander-Engström.

Kommittéernas representation vid årsstämman

Om ett eller flera förslag till årsstämman beretts av någon av styrelsens kommittéer, skall ordföranden eller annan ledamot närvara vid årsstämman för att framlägga och avge motivering för förslaget. För det fall att ingen ledamot ur den berörda kommittén fysiskt kan närvara vid årsstämman skall kommittén utse annan ledamot ur styrelsen att föra dess talan.

Valberedning

Vid Bolagets årsstämma den 14 maj 2008 beslutades att inrätta en valberedning bestående av representanter för de tre största aktieägarna i Bolaget per den sista bankdagen i augusti 2008. Nomineringskommittén för årsstämman 2009 består av följande medlemmar: Ian H. Lundin utsedd av Lorito Holdings Ltd, Anders Algotsson utsedd av AFA Försäkring och Arne Löow utsedd av Fjärde AP-fonden. Vid nomineringskommitténs första möte valdes Ian H. Lundin till kommitténs ordförande. Valberedningens uppgift är att förbereda förslag till följande beslut vid årsstämman 2009: (i) val av ordförande vid stäm-

man, (ii) val av styrelseledamöter, (iii) val av styrelseordförande, (iv) arvode till styrelseledamöterna, (v) val av revisorer och ersättning till bolagets revisorer, samt (vi) förslag till hur nomineringsprocessen inför årsstämman 2010 skall genomföras.

Ledningsgrupp

Verkställande direktören, som är medlem i både styrelsen och ledningsgruppen, leder det dagliga arbetet och förbereder investeringsrekommendationer tillsammans med de andra medlemmarna i investeringskommittén. För en närmare presentation av den nuvarande företagsledningen, se avsnittet "Styrelse, ledande befattningshavare och revisorer".

Koncernens ledningsgrupp 2008

Per Brilioth: Verkställande direktör

Sergei Glaser: Analytiker och medlem av ledningsgruppen

Anders Sjöberg: Ekonomichef

Anders F. Börjesson: Bolagsjurist

Investor Relations

Bolagets investor relations hanteras av Robert Eriksson, som är "Head of Investor Relations" för Bolaget. Robert Eriksson ägnar en stor del av sin tid åt Bolaget, samtidigt som han är engagerad i investor relations-aktiviteter för ytterligare ett antal bolag inom "The Lundin Group of Companies".

Ersättning till styrelse och ledande befattningshavare

Riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare
Vid Bolagets årsstämma den 14 maj 2008 antogs följande riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare. Ersättning till den verkställande direktören och andra personer i Bolagets ledning skall utgöras av fast lön, eventuell rörlig ersättning, övriga förmå-

ner samt pension. Med andra personer i Bolagets ledning avses medlemmar av koncernledningen, för närvarande två personer utöver verkställande direktören. Den sammanlagda ersättningen skall vara marknadsmässig och konkurrenskraftig. Fast lön och rörlig ersättning skall vara relaterad till befattningshavarens ansvar och befogenheter. Den rörliga ersättningen skall i första hand hanteras inom ramen för bolagets optionsplan och i de fall annan rörlig ersättning kan utgå skall denna vara förenad med en marknadsmässig övre gräns och specificerade resultatmål för Bolaget och/eller befattningshavaren. Uppsägningstiden skall vara tre till sex månader vid uppsägning från befattningshavarens sida. Vid uppsägning från Bolagets sida skall summan av uppsägningstid och den tid under vilken avgångsvederlag utgår maximalt vara 12 månader. Pensionsförmåner skall vara antingen förmåns- eller avgiftsbestämda, eller en kombination därav, med individuell pensionsålder. Förmånsbestämda pensionsförmåner förutsätter intjänande under en förutbestämd anställningstid. Styrelsen skall äga rätt att frångå riktlinjerna, om det i ett enskilt fall finns särskilda skäl för det.

Ersättning till Bolagets styrelse

Vid årsstämman den 14 maj 2008 beslutades att arvodet till styrelsen (inklusive arbete i styrelsens kommittéer) skall utgå med sammanlagt 316 000 USD, varav 57 000 USD till styrelsens ordförande och 29 000 USD till var och en av övriga styrelseledamöter. För arbete i revisionskommittén utgår arvode om 21 000 USD till ordföranden och 14 000 USD till vardera ledamot och för arbete i ersättningskommittén utgår arvode om 8 000 USD till ordföranden och 5 000 USD till vardera ledamot. Slutligen utgår arvode för arbete i investeringskommittén om 11 000 USD till ordföranden och med 7 000 USD till vardera

ledamot. Styrelsearvode utgår inte till den verkställande direktören.

Ersättning till verkställande direktören och andra ledande befattningshavare

Verkställande direktören erhåller en fast årslön om motsvarande cirka 285 000 USD. Ersättningen motsvarar en tjänst som över tiden bedöms uppgå till cirka 80 procent. Verkställande direktören har en pensionsplan enligt svensk ITP-standard, vilket redovisas som avgiftsbestämd plan i enlighet med IAS 19.30. Pensionen beräknas på basis av verkställande direktörens grundlön. Inga ytterligare utbetalningar till den verkställande direktören har genomförts under 2008. Verkställande direktören har rätt till tolv månaders full lön i händelse av uppsägning från Bolagets sida. Skulle han själv välja att avgå är uppsägningstiden sex månader.

Andra ledande befattningshavarens fasta årslön uppgår totalt till cirka 316 000 USD. Inga ytterligare utbetalningar har genomförts till de andra ledande befattningshavarna under 2008. De övriga i ledningsgruppen har en uppsägningstid om tre månader, vilket även gäller vid uppsägning från Bolagets sida.

Incitamentsprogram

Incitamentsprogram avseende Bolaget

Vid extra bolagsstämma den 29 augusti 2007 antogs ett incitamentsprogram som innebär att nuvarande och framtida anställda i Bolaget kan tilldelas köpoptioner, vilka berättigar optionsinnehavaren att förvärva Depåbevis i Bolaget. Syftet med incitamentsprogrammet är att skapa förutsättningar för att behålla och rekrytera kompetent personal till Koncernen samt att främja Bolagets långsiktiga intressen genom att bereda anställda möjlighet att ta del av en positiv värdeutveckling i Bolaget. Bolagets

anställda omfattas inte av något rörligt bonusprogram.

Lösenpriset för optionerna skall motsvara 120 procent av Depåbevisens marknadsvärde vid tidpunkten för utställandet av optionerna, vilket uppgick till cirka 86 SEK. Optionerna får utnyttjas tidigast två år och senast tre år från tidpunkten för utställandet.

För anställda och uppdragstagare bosatta utanför Sverige skall ingen premie erläggas för optionerna och optionerna får endast utnyttjas om optionsinnehavaren vid tidpunkten för utnyttjandet fortfarande är anställd i Koncernen respektive fortfarande har konsultuppdrag hos bolag i Koncernen.

För anställda och uppdragstagare bosatta i Sverige skall optionerna erbjudas till ett förvärvspris motsvarande optionernas marknadsvärde vid tidpunkten för erbjudandet. Optionerna skall vara fritt överlåtbara och utgör därmed värdepapper. Detta innebär bland annat att optionerna inte är kopplade till anställningen eller uppdraget och förfaller inte om optionsinnehavaren lämnar sin anställning i eller sitt uppdrag för koncernen.

Bolaget kan utställa högst 1 miljon optioner. Vid tilldelning av optioner skall den verkställande direktören kunna tilldelas högst 500 000 optioner, ledande befattningshavare samt övriga nyckelpersoner vardera högst 200 000 optioner. Fördelningen av optioner skall bestämmas av styrelsen, varvid bland annat den anställdes respektive uppdragstagarens prestation samt dennes position inom och betydelse för Koncernen kommer att beaktas.

Styrelseledamöter som inte är anställda inom Koncernen skall inte kunna delta i programmet.

I syfte att stimulera deltagande i programmet har Bolaget för avsikt att lämna en subvention i form av bonusbetalning som efter skatt motsvarar optionspremien. Hälften av bonusen avses att utbetalas i samband med förvärvet av optionerna

och resterande del i samband med utnyttjande av optionerna. Den senare bonusbetalningen förutsätter att optionsinnehavaren alltså är anställd i eller konsult åt Koncernen vid tidpunkten för optionernas utnyttjande. Om optionerna inte utnyttjas utgår inte den senare bonusbetalningen. För anställda i Sverige innebär deltagande i programmet sålunda ett risktagande.

Den 30 augusti 2007 beslutades att utställa 710 000 optioner till en grupp av anställda, som en del av incitamentsprogrammet omfattande 1 000 000 optioner.

Med anledning av Företrädesemissionen kommer optionerna att omräknas i enlighet med optionsvillkorens omräkningsbestämmelser. En omräkning kan leda till ökad utspädning.

Incitamentsprogram avseende Bolagets portföljbolag

Vid en extra bolagsstämma den 29 augusti 2007 antogs ett incitamentsprogram som innebär att Bolaget kan utställa och överlåta köpoptioner till ledande befattningshavare och andra anställda i samband med investeringar i icke-noterade portföljbolag för att därigenom möjliggöra för anställda att ta del av en framtida värdeutveckling.

Genom att möjliggöra för Bolagets anställda att förvärva optioner på aktier i portföljbolag skapas möjligheter för Bolagets anställda att delta i en framtida värdetillväxt på liknande sätt som gäller för personer som är verksamma inom s.k. private equity-företag.

Optionerna skall innebära en rätt att från Koncernbolag förvärva aktier i portföljbolaget för ett visst lösenpris uppgående till 110–150 procent av marknadsvärdet på portföljbolagets aktie vid tidpunkten för förvärvet av optionerna. Optionernas löptid skall vara högst fem år. Bolaget skall vidare ha rätt att

återköpa optionerna till marknadsvärde om innehavarens anställning i koncernen upphör. Antalet optioner som ställs ut kan ej motsvara mer än 10 procent av de underliggande aktierna i ett av Vostok Nafta ägt portföljbolag.

Styrelseledamöter i Bolaget som inte samtidigt är anställda skall inte i något fall erbjudas deltagande.

Ännu har inga köpoptioner avseende Bolagets portföljbolag utställts eller överlåtit till anställda inom koncernen. Detta är till stor del beroende på de längre ledtider förenade med investeringar i onoterade portföljbolag.

Övriga ersättningsrelaterade frågor

För styrelsen finns ingen uppsägningstid. Det finns vidare inga avtal om avgångsvederlag eller pension för styrelseledamöterna förutom för den verkställande direktören i hans egenskap av verkställande direktör, se "Ersättning till verkställande direktören och andra ledande befattningshavare" ovan.

Utöver vad som särskilt anges finns inga avsatta eller upplupna belopp hos Bolaget för pensioner eller andra förmåner efter frånträdande av tjänst eller efter det att uppdraget avslutats för styrelseledamöterna eller de ledande befattningshavarna.

Revisorer

Enligt beslut vid årsstämma i Bolaget den 14 maj 2008 omvaldes revisionsbolaget PricewaterhouseCoopers AB till bolagets revisorer fram till och med nästa årsstämma.

Klas Brand, född 1956. Auktoriserad revisor, huvudansvarig revisor. Revisor i Vostok Nafta sedan 2007. PricewaterhouseCoopers AB, Göteborg.

Bo Hjalmarsson, född 1960. Auktoriserad revisor. Revisor i Vostok Nafta sedan 2007. PricewaterhouseCoopers AB, Stockholm.

Under året har revisionsbolaget inte haft några andra uppdrag för Vostok Nafta i tillägg till revisionsarbetet som redovisas i avsnittet "Revisionsberättelse" på sidan 73.

Intern kontroll

Styrelsen har det övergripande ansvaret för inrättandet av effektiva interna kontrollsystem. Ansvar för att upprätthålla och genomföra en effektiv kontroll har delegerats till verkställande direktören. Den interna kontrollen är en process som bör användas för att säkerställa att mål såsom att en effektiv och lönsam verksamhet uppnås, att den finansiella rapporteringen är tillförlitlig och att lagar och förordningar följs. Styrelsen har även, som beskrivits ovan, inrättat en revisionskommitté vilken är ansvarig för att kontinuerligt granska Bolagets kontroll avseende finansiell rapportering.

Sammanställning av styrelsen som valdes den 14 maj 2008, inklusive mötesnärvaro

Namn	Invald i styrelsen	Position	Förhållande till Bolaget	Revisionskommittén	Ersättningskommittén	Investeringskommittén	Närvaro styrelsemöten	Styrelsearvode, TUSD
Lukas H. Lundin	2007	Ordförande	Huvudägare		X	X	100%	76
Al Breach	2007	Ledamot	Oberoende				100%	29
Per Brilioth	2007	Ledamot	Bolagsledning			X	100%	-
Paul Leander-Engström	2007	Ledamot	Oberoende		X	X	100%	41
Torun Litzén	2007	Ledamot	Oberoende	X			100%	43
Ian H. Lundin	2007	Ledamot	Huvudägare	X			100%	43
William A. Rand	2007	Ledamot	Oberoende	X			100%	50
Robert J. Sali	2007	Ledamot	Oberoende		X		83%	34
Antal möten				4	2		6	

Styrelsen ansvarar för bolagets organisation och förvaltningen av bolagets angelägenheter, vilket inkluderar intern kontroll. Intern kontroll i detta sammanhang avser de åtgärder som vidtas av Vostok Nafta Investment Ltd:s (hädanefter Vostok Nafta eller Bolaget) styrelse, ledning och övrig personal för att i möjligaste mån säkerställa att bokföringen, medelsförvaltningen och bolagets ekonomiska förhållanden i övrigt kontrolleras på ett betryggande sätt och i överensstämmelse med relevant lagstiftning, tillämpliga redovisningsstandarder och övriga krav på noterade bolag. Vostok Nafta har även tillsatt en revisionskommitté bestående av tre utvalda medlemmar ur styrelsen och som har som särskild uppgift att diskutera och granska interna och externa revisionsfrågor.

Denna rapport har upprättats i enlighet med svensk kod för bolagsstyrning, avsnitt 3.7.2 och 3.7.3, vilka behandlar intern kontroll avseende den finansiella rapporteringen. Rapporten utgör ej del av de formella årsredovisningshandlingarna och den har därför inte granskats av bolagets revisorer. Vidare har rapporten upprättats enligt den vägledning som framtagits av FAR SRS i samarbete med Svenskt Näringsliv.

Vostok Nafta är ett investmentbolag och hanterar därför i huvudsak finansiella transaktioner i samband med portföljinvesteringar. Därmed så är den interna kontrollen för finansiell rapportering främst inriktad på att säkerställa väl fungerande och tillförlitliga rutiner för att genomföra och redovisa köp och försäljningar av värdepapper och värdepappersinnehav. Styrelsen har beslutat att inte införa någon särskild granskningsfunktion (internrevision) utöver den existerande kontroll som finns i bolaget.

Den interna kontrollen beskrivs oftast utifrån de fem komponenter som ingår i det internationellt etablerade ramverk som lanserades 1992 av The Com-

mittee of Sponsoring Organizations in the Treadway Commission (COSO). Dessa fem komponenter som beskrivs nedan, är kontrollmiljö, riskbedömning, kontrollaktiviteter, information och kommunikation samt uppföljning.

Företagsledningen följer löpande upp bolagets verksamhet i enlighet med det ramverk som beskrivs nedan. Månatliga rapporter produceras för internt användande, vilka sedan fungerar som underlag för avrapporteringar till styrelsen varje kvartal. Under det senaste året har styrelsen och ledningen även sett närmare på möjliga tillägg till Bolagets befintliga internkontrollfunktioner. Dokument som beskriver interna arbetsprocedurer håller på att upprättas för att mildra beroendet av en enda person inom bolaget.

Kontrollmiljö

Kontrollmiljön, som är basen för bolagets interna kontroll avseende den finansiella rapporteringen, utgörs i stor utsträckning av de mjuka värden som styrelsen och ledningen kommunicerar och verkar utifrån. Vostok Nafta arbetar för att organisationen skall karaktäriseras av värderingar som noggrannhet, professionalism och integritet.

En annan viktig del av kontrollmiljön är att den organisatoriska strukturen, beslutsvägar och befogenheter är klart definierade och kommunicerade. Detta åstadkoms genom skriftliga instruktioner och formella rutiner för arbetsfördelningen mellan å ena sidan styrelsen och å andra sidan vd:n och övrig personal. För Vostok Naftas kärnverksamhet som utgörs av portföljinvesteringar så fastställer styrelsen de övergripande riktlinjerna för bolagets investeringsverksamhet. För att garantera en tillförlitlig och lättövertäckt procedur för köp och försäljningar av värdepapper så har bolaget upprättat en sekventiell process för dess investeringsverksamhet.

En speciell Investeringskommitté har instiftats, vars medlemmar väljs av styrelsen och som ansvarar för att identifiera och granska potentiella investeringar eller försäljningar av befintligt innehav. Efter granskning så behövs en majoritet inom kommittén för att utfärda en köp- eller säljrekommendation, på vars grunder styrelsen för Vostok Komi (Cyprus) Limited, sedan formellt fattar investeringsbeslut, och en verkställningsorder utfärdas. Liksom för investeringsförslaget som all övrig kringverksamhet så regleras detta genom interna riktlinjer och instruktioner. Organisatoriskt karaktäriseras Vostok Nafta av en nära och platt företagsstruktur. Bolagets begränsade personalantal och nära samarbete bidrar till hög transparens inom bolaget vilket kompletterar fasta kontrollrutiner.

Vostok Naftas ekonomichef har ansvar för att kontrollera och rapportera bolagets konsoliderade ekonomiska situation till ledning och styrelse.

Riskbedömning

Styrelsen i Vostok Nafta ansvarar för att väsentliga risker för fel i den finansiella rapporteringen identifieras och hanteras. Vid riskbedömningen tas särskild hänsyn till risken för oegentligheter och otillbörligt gynnande av annan part på Vostok Naftas bekostnad samt risk för förlust eller förskingring av tillgångar.

Vostok Naftas ambition är att minimera risken för fel i den finansiella rapporteringen genom att kontinuerligt identifiera de säkraste och mest effektiva rutinerna för rapporteringen. Bolagets platta organisationsstruktur och öppna kommunikation underlättar arbetet med att identifiera potentiella brister i den finansiella rapporteringen, samt gör det enklare att snabbt implementera nya och säkrare rutiner. För de processer som av styrelsen anses bära den största risken för fel, alternativt vars potentiella fel har störst

Styrelsens rapport om intern kontroll

effekt, ägnar man mest tid åt för att garantera tillförlitlighet. Detta innefattar exempelvis tydliga krav för klassificering och beskrivning av bokföringsposter enligt god redovisningssed och gällande lagar samt att investeringsförfarandet utgörs av en uppdelad och sekventiell process för investeringsbeslut och verkställande.

Kontrollaktiviteter

Riskbedömningen och dess resulterande krav och rutiner behöver konkreta kontrollaktiviteter för att säkerställa efterlevnad. Kontrollaktiviteterna ämnar således förebygga, upptäcka och korrigera fel och avvikelser i den finansiella rapporteringen. För Vostok Nafta innefattar dessa kontrollaktiviteter bland annat upprättande av skriftliga beslutsdokument vid varje instans i investeringsförfarandet. Därtill sker uppföljning av hela investeringsprocessen efter varje transaktion, från investeringsrekommendation till investeringsbeslut till beslutsverkställande och bokföring av transaktion. Samtliga instansers beslutsdokument genomgås i efterhand för att verifiera legitimiteten, samt konto- och depåavstämning utförs och kontrolleras mot dokumenterat investeringsbeslut och kontrolluppgifter från marknadsaktören. Vidare så innefattar kontrollaktiviteterna fasta redovisnings- och rapporteringsrutiner för hela bolaget, exempelvis månadsvisa avstämningar av Vostok Naftas tillgångar och skulder samt depåförändringar. Särskilt fokus läggs även på att de krav och rutiner för redovisningsprocessen inklusive upprättande av bokslut och konsolidering av koncernens räkenskaper överensstämmer med tillämpliga lagar och förordningar samt god redovisningssed och övriga krav på noterade bolag. Kontroller har också utförts för att säkerställa att de IT-/datasystem som är involverade i rapporteringsprocessen har tillräckligt hög tillförlitlighet för sin uppgift.

Information och kommunikation

Vostok Nafta har i möjligaste mån försökt att säkerställa en effektiv och korrekt informationsgivning både internt och externt. För detta ändamål har bolaget upprättat fasta informationsrutiner samt investerat i tillförlitliga tekniska applikationer för att underlätta ett snabbt och relevant informationsutbyte inom hela organisationen. Interna policyer och övergripande riktlinjer för finansiell rapportering kommuniceras mellan styrelse, ledning och personal via regelbundna möten och e-post. Vostok Naftas platta organisation och begränsade personalstorlek bidrar vidare till ett mycket effektivt och pålitligt informationsutbyte. För att säkerställa kvaliteten på den externa rapporteringen som är förlängningen av den interna rapporteringen finns en skriftlig kommunikationspolicy som anger vad och på vilket sätt information skall utges.

Uppföljning

Styrelsen erhåller månatliga NAV-rapporter och utförliga kvartalsrapporter som beskriver den finansiella ställningen och periodens utveckling av Vostok Naftas innehav. Vid varje styrelsemöte så diskuteras bolagets ekonomiska situation och strategi för framtiden, samt eventuella problem och brister i den gångna periodens verksamhet och finansiella rapportering. Det är speciellt revisionskommitténs ansvar att granska och föra fram internkontrollproblem avseende finansiell rapportering inför styrelsemötena. Uppföljning av rapporterade brister görs via ledningen och revisionskommittén. Bolaget upprättar kvartalsrapporter fyra gånger per år som granskas av styrelsen och av revisionskommittén. Vidare hålls även revisionsmöten i anslutning till varje delårsrapportering. En översiktlig granskning av koncernens räkenskaper görs vid minst ett tillfälle per år utöver i anslutning till upprättandet av bolagets årsredovisning.

ADR American Depository Receipt, dvs ett amerikanskt depåbevis
bbl Fat (eng. barrel)
bcm Miljarder kubikmeter
bcmpa Miljard kubikmeter per år
boe Fat oljeekvivalenter
boepd Fat oljeekvivalenter per dag
bopd Barrels of oil per day, dvs antalet fat producerad (eller transporterad) olja per dag
Btu British thermal unit
cm kubikmeter
Downstream Raffinering av råolja, samt marknadsföringen och distributionen av oljeprodukterna som sker därefter, till skillnad från upstream.
E Estimate, dvs uppskattat värde
EBITDA Rörelseresultat före finansiella poster, skatter och avskrivningar
EUR Euro
EV Enterprise Value, dvs börsvärde + nettoskuld
F Forecast, dvs prognos
ha Hektar
 Holdingbolag Moderbolag i de vertikalt integrerade ryska oljekoncernerna
kbpd Tusen fat per dag
kWh Kilowattimme (1 000 watt per timme)
KZT Kazakstanska Tenge
LNG Liquefied Natural Gas (naturgas i vätskeform)
mcm Tusen kubikmeter
mm miljoner
mmboepd miljoner fat oljeekvivalenter per dag
mmbopd miljoner fat olja per dag
mmtnpa miljoner ton per år
MEUR Miljoner euro
MSEK Miljoner svenska kronor
MUSD Miljoner amerikanska dollar
MW Megawatt
MWh Megawattimme (en miljon watt per timme)
n/a (eng. not available) ej tillgänglig

Neft eller Neftegas Ryska för oljebolag
nm (eng. not material) icke materiell
OSS Oberoende Staters Samväldie (fd Sovjetunionen)
P/BV Förhållandet mellan börsvärde och bokfört eget kapital
P/Cashflow Börsvärde dividerat med kassaflöde, vilket i många fall avser nettovinst efter skatt med återläggning av avskrivningarna
P/E Price/Earnings, dvs förhållandet mellan börsvärde och nettovinst
P/EBIT Förhållandet mellan börsvärde och rörelseresultat
P/fat reserver Börsvärde dividerat med antalet fat reserver (av olja) i marken
P/prod Börsvärde dividerat med antalet producerade fat (olja) per år
P/S Price/Sales, dvs förhållandet mellan börsvärde och omsättning
RTS Russian Trading System, den främsta handelsplatsen för ryska aktier
RUB Ryska rubel
SDR Swedish Depository Receipt, dvs ett svenskt depåbevis
SEK Svenska kronor
Tcm Triljoner kubikmeter
UAH Ukrainska hryvnia
Upstream Prospektering, utvinning och transport av olja och gas innan raffinering och försäljning.
USD Amerikanska dollar
Utvinningsbara reserver En uppskattning av mängden utvinningsbara oljereserver som innehas av aktuellt oljebolag
Vertikalt integrerad Att ett olje- eller gasbolag har både upstream- och downstreamverksamhet.

Omräkningsfaktorer

1 ton olja = 7,33 fat olja

1 ton kondensat = 8,5 fat kondensat

Förkortningar och termer som förekommer i årsredovisningen

Vostok
Nafta
Investment
Ltd

Registered office
Codan Services
Clarendon House
2 Church Street
Hamilton HM1108
Bermuda

Vostok Nafta Sverige AB
Hovslagargatan 5
SE-11148 Stockholm
Sweden
Phone +46 8 545 015 50
Fax +46 8 545 015 54

www.vostoknafta.com
info@vostoknafta.com