

Vostok  
Nafta  
Investment  
Ltd

Årsredovisning

2009

## Innehåll

03	Verkställande direktören har ordet
05	Vostok Naftas investeringsportfölj
08	Black Earth Farming
10	Kuzbassrazrezugol
12	Tinkoff Credit Systems
13	TNK-BP Holding
14	RusForest
16	Kuzbass Fuel Company
17	Kontakt East Holding
18	RusHydro
19	Transneft
20	Priargunsky
21	Fallstudie: kärnkraft
26	Övriga innehav
30	Vostok Nafta-aktien
32	Företagsinformation
34	Flerårsöversikt
37	Styrelse, koncernledning och revisorer
39	Förvaltningsberättelse
42	Resultaträkningar – koncernen
42	Balansräkningar – koncernen
43	Förändringar i eget kapital – koncernen
43	Kassaflödesanalys – koncernen
44	Finansiella nyckeltal – koncernen
44	Resultaträkning – moderbolaget
45	Balansräkning – moderbolaget
45	Förändringar i eget kapital – moderbolaget
46	Noter till bokslutet
65	Revisionsberättelse
66	Bolagsstyrningsrapport
71	Styrelsens rapport om intern kontroll avseende finansiell rapportering
73	Förkortningar och termer som förekommer i årsredovisningen

## **Månatlig substansvärdesberäkning**

Vostok Nafta publicerar månatligen ett beräknat substansvärde. Denna information publiceras i form av en pressrelease samt på företagets hemsida [www.vostoknafta.com](http://www.vostoknafta.com).

## **Finansiell information för räkenskapsåret 2010**

Företaget kommer att publicera följande rapporter:

[Delårsrapport för första kvartalet:](#)

19 maj 2010

[Delårsrapport för första halvåret:](#)

18 augusti 2010

[Delårsrapport för de första nio månaderna:](#)

17 november 2010

[Bokslutskommuniké:](#)

16 februari 2011

[Offentliggörande av årsredovisningen:](#)

Mars/april 2011

[Årsstämma 2010:](#)

5 maj 2010

[Årsstämma 2011:](#)

Maj 2011

Under 2009 tog Ryssland del i det globala lätt-nadsrally som präglade världens aktiemarknader. Marknaden steg, om man ser till RTS-index, med 110 procent under året. Ser vi till Rysslands BNP-utveckling har den extremt negativa bilden från det första kvartalet 2009 följts av en återhämtning, om än inte en tillräckligt kraftfull sådan för att Ryssland skulle lyckas undkomma att uppvisa en negativ siffra för helåret 2009 (minus 9 procent). Prognosen för 2010 har under de senaste nio månaderna justerats upp, och konsensus är just nu en BNP-tillväxt om 5 procent för helåret 2010, med ett budgetunderskott som förväntas uppgå till 3 procent.

Som du redan känner till från våra kvartalsrapporter under 2009 är vi av åsikten att den ryska marknaden är undervärderad, trots den uppgång som skett under året, då värderingen fortfarande innebär en 40-procentig rabatt jämfört med den genomsnittliga värderingen på världens tillväxtmarknader – samtidigt som de ryska företagens vinster växer med 18,5 procent i årstakt (allt detta enligt UBS). Jag tror att den värderingsskillnad som föreligger mellan den ryska aktiemarknaden och de övriga tillväxtmarknaderna kommer att försvinna som ett resultat av en ökad säkerhet kring den makroekonomiska situationen, samt avsaknaden av mer Rysslandsspecifika orosmoln (ägarstyrningsdispyter i stil med Telenor-Alfa, geopolitiska oroshärdar som konflikten i Georgien etc). Som ett resultat av den extrema åtstramning som skedde under förra året präglas penningmarknaden av sjunkande räntor istället för stigande sådana. Detta är underbyggt av en lägre inflation idag, och en ökad säkerhet om att den utvecklingen kommer att fortsätta under 2010. Ytterligare en mycket positiv effekt av de senaste 18 månadernas ekonomiska svårigheter är det faktum att växelkursmekanismen i Ryssland utvecklats från en fast sådan till en som är betydligt mer flexibel. Efter den kontrollerade devalveringen av rubeln

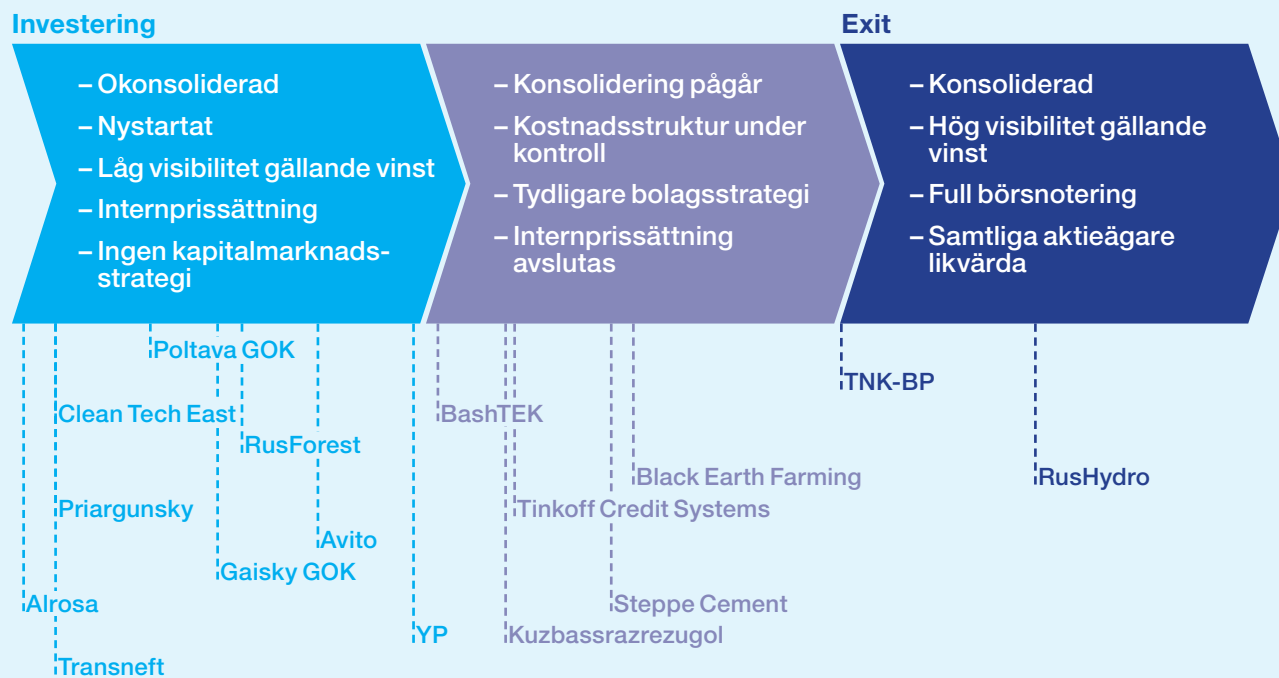
under den första delen av året har den ökade flexibiliteten tillåtit att den fallit till en nivå där jag tror att alla bedömare håller med om att rubeln är undervärderad. Vid dagens överskott i den ryska bytesbalansen stiger den ryska rubeln i värde. Detta är generellt ett mycket positivt inslag i utvecklingen av kapitalflöden som söker sig till ryska tillgångar, även om det naturligtvis är negativt för de exporterande bolagen och positivt för de bolag som fokuserar på den inhemska marknaden.

#### Vostok Naftas portfölj

Vostok Naftas portfölj underpresterade RTS-index under 2009. Detta kan förklaras av flera faktorer. Den mest generella är att under återhämtningsrallyt efter stora nedgångar så växer riskaptiten successivt och därför återhämtar sig olika tillgångsklasser i olika faser.

Vanligtvis börjar obligationer att stiga, senare följt av mycket likvida aktier och endast därefter av mindre likvida, såsom små- och medelstora bolag samt onoterade värdepapper. Vår portfölj är inriktad på den senare delen. Vår portfölj har också en stor exponering till aktier med ”sencykliska” egenskaper, med andra ord att de makroekonomiska krafterna som påverkar deras verksamhet kommer sent i konjunkturcykeln såsom cement.

Vostok Naftas raison d’être går ut på att vi ska ge en avkastning som är högre än marknaden i allmänhet, och det genom att ta sådana risker som vi har en viss konkurrensfördel när det gäller att hantera – och på så sätt skapa värde för våra aktieägare. Typiska exempel på sådana risker inkluderar likviditet, ägarstyrning och i några fall också utvecklingsrisker. Vår invest-



## Verkställande direktören har ordet

ringsprocess har sin naturliga början i att vi identifierar potentiella investeringsobjekt som är undervärderade på grund av förekomsten av ovan nämnda risker. Vi köper sedan in oss i dessa bolag och påbörjar därefter arbetet med att, direkt eller indirekt, reducera eller helt eliminera dessa risker innan vi avyttrar vårt innehav. Jag finner det naturligt att rita upp vår investeringsportfölj uppdelad i enlighet med i vilken av dessa tre faser som våra investeringar befinner sig – och visa på vad som kan tänkas vara typiska utmärkande drag i var och en av dessa faser.

Vi söker efter investeringar som befinner sig i den initiala fasen, en fas som utmärks av låg konsolideringsgrad, begagnandet av så kallad transfer pricing, en begränsad kapitalmarknadsstrategi – och på grund av det en låg marknadskänedom om bolaget i fråga. Vi har här en syn på hur troligt det är att de bolag som befinner sig i denna fas förändrar förutsättningarna och gör det möjligt för bolaget att gå från den initiala fasen till den fas där vi lämnar vår investering. I den process som innebär att våra investeringar förflyttar sig från den första till den sista av dessa faser finns det naturligtvis en potential att skapa betydande värden. Detta värdeskapande utgör Vostok Naftas affärsidé.

Som Du känner till efter att ha läst våra tidigare årsredovisningar och tagit del av våra företagspresentationer delar vi normalt in vår portfölj i olika makroteman, så som oljepris, råvaror, jordbruk, energiliberalisering etc. Vår portfölj kan också delas in i tre huvudsakliga delar som beskriver vilken typ av arbetsbörda vi ser kopplade till dem.

#### – Strategiska positioner

Omkring halva vår portfölj kan beskrivas som bestående av strategiska positioner i så motto att vi har ett innehav som innebär att vi är en strategisk aktieägare. Detta ska dock inte leda någon till att tro att dessa positioner inte är till salu, då samtliga innehav är det om priset

som erbjuds är det rätta. Dessa innehav utgörs i dagsläget av Black Earth Farming, YP-Yellow Pages och Avito (tidigare Kontakt East), Rusforest, Tinkoff Credit Systems och Clean Tech East Holding. Dessa bolag är generellt unga, bildade under de senaste fem åren kring tillgångar eller affärsidéer som vi tror har en betydande potential att leverera värde för våra aktieägare.

Under det gångna året har vi ägnat en hel del tid åt att vara aktiva ägare i dessa positioner. Detta arbete har inkluderat översyner av strategier, omstruktureringar, ledningsförändringar, sammanslagningar och förvärv, kapitaliseringar samt normalt styrelsearbete. Sammantaget har vårt arbete lagt grunden för en omvärdering av dessa tillgångar – något som vi tror högst signifikant kommer att bidra till Vostok Naftas utveckling under det kommande året.

#### – Mindre innehav

Dessa innehav, som utgör omkring en femtedel av vår portfölj, är noterade ryska aktier där vi har en betydande ägarandel – men inte en tillräckligt stor andel för att motivera en egen styrelserepresentation. I vissa fall har vi gjort gemensam sak med investerare som har samma syn som oss, genom att ha en gemensam representation i dessa bolags styrelser. Bolagen inom denna grupp är typiskt sett aktiva inom en bransch som är föremål för mycket starka makrokrafter. Dessutom är dessa bolag värderade med en betydande rabatt jämfört med andra bolag i sektorn, på grund av risker som likviditet och ägarstyrningsproblem i form av bland annat transfer pricing. Vår åsikt är att värderingarna ökar i takt med att dessa risker minskar (med eller utan vår hjälp).

#### – Likvida positioner

Slutligen består omkring en tredjedel av vår portfölj av positioner som är likvida i den meningen att vi kan omsätta hela positionen inom ett par dagar. Dessa

positioner är av en mer kortsiktig natur än de två första portföljsegmenten, och även om de har en betydande potential är denna generellt sett lägre än i de två första segmenten. Vi känner samtidigt att vi ser utlösande faktorer för en omvärdering av dessa innehav som marknaden som helhet inte alltid ser, och att de därför ger oss en möjlighet att utvecklas bättre än marknaden i stort.

#### **2010**

Hur kommer utvecklingen att se ut under 2010? Tråkigt nog är jag beredd att satsa på att det blir mer av samma sak. De västerländska ekonomierna får se en tillväxt om 1 till 2 procent medan tillväxtekonomierna hamnar kring 5 till 8 procent. Samtidigt tror jag på en utveckling med volatila aktiemarknader, där tillväxtmarknaderna återigen vinner över sina mer utvecklade konkurrerande marknader i väst. När det gäller tillväxtmarknaderna tror jag att Ryssland överraskar positivt. Så som beskrivits ovan kommer det framför allt att bero på frånvaron av negativa överraskningar, och fortsatta positiva sådana från landets ekonomi.

När det gäller Vostok Nafta tror jag att det är för tidigt för att vi ska få se oss avyttra någon av de större positioner vi har, men jag tror att marknaden kommer att åsätta de ett högre värde i slutet av året än vad man gör idag. Drivkraften bakom dessa högre värderingar kommer att vara förbättringar på bolagsnivå, men draghjälp skulle också kunna komma från en fortsatt förbättringspotential när det gäller de makroekonomiska förutsättningarna. Sammantaget är jag övertygad om det betydande värde som finns i Vostok Naftas portfölj och ser fram emot att leverera avkastningen från detta värde – och en del av det kommer att bli verklighet redan under 2010.

Per Brilioth

Verkställande direktör

# Verkställande direktören har ordet

Vostok Naftas investeringsportfölj  
per den 31 december 2009

**Det som fungerar  
i väst fungerar  
också i öst 22,1%**

Tinkoff Credit  
Systems/  
Egidaco 10,0%  
RusForest 6,2%  
Vosvik (Kontakt  
East) 3,9%  
Övriga 2,0%

**Kort-  
fristiga  
affärer  
3,9%**

Lukoil 3,1%  
Övriga 0,8%

**Jordbruk 21,2%**

Black Earth Farming 20,6%  
Övriga 0,6%

**Övriga låne-  
fordringar 0,1%**

**Oljepriset 14,4%**

TNK-BP Holding pref 8,5%  
Övriga 5,9%

**Råvaror 10,1%**

Priargunsky  
Ind 4,2%  
Poltava GOK 2,1%  
Övriga 3,8%

**Infrastruktur  
9,8%**

Transneft  
pref 3,2%  
Steppe Cement  
2,1%  
Övriga 4,5%

**Energiomstrukturering  
18,4%**

Kuzbassrazrezugol 10,4%  
Kuzbass Fuel Company 4,2%  
RusHydro 3,8%  
Övriga 0,0%

Koncernens substansvärde uppgick till 487,62 MUSD den 31 december 2009, motsvarande 4,83 USD per aktie. Givet en växelkurs SEK/USD om 7,1568 var motsvarande värden 3 489,83 miljoner svenska kronor (MSEK) respektive 34,56 SEK.

Under perioden 1 januari 2009–31 december 2009 minskade substansvärdet per aktie i USD med 10,36 procent. Huvudorsaken till minskningen i substansvärde per aktie under perioden är emissionerna av totalt 54 970 074 aktier till ett genomsnittligt pris (netto efter transaktionskostnader) av 1,81 USD/aktie. Exklusive effekten av nyemissionerna skulle utvecklingen ha varit +40,34 procent. Under samma period ökade RTS-index med 133,24 procent mätt i USD.

Under perioden 1 januari 2009–31 december 2009 har investeringsportföljen ökat i värde med 180,76 MUSD. Förändringarna i investeringsportföljen har varit (MUSD):

<b>Ingående värde av portföljen</b>	<b>294,71</b>
<b>Anskaffningar</b>	<b>126,48</b>
<b>Omklassificeringar</b>	<b>-1,63</b>
<b>Försäljningslikvider</b>	<b>-84,80</b>
<b>Resultat av försäljningar</b>	<b>-42,02</b>
<b>Orealiserade vinster</b>	<b>182,73</b>
<b>Utgående värde av investeringsportföljen</b>	<b>475,47</b>

Ett apporttillskott av publikt handlade aktier i Lukoil, Kuzbassrazrezugol med flera har skett genom en riktad nyemission av 8 949 173 aktier i Vostok Nafta till ett värde av 3,84 USD per aktie den 25 juni 2009. Större investeringar har även gjorts för att öka Koncernen's ägarandel i Kuzbass Fuel Company, Poltava GOK samt Priargunsky. Under årets sista kvartal har Vostok Nafta även investerat i en grupp basjkiriska företag verksamma i oljebranschen. I sektorn "Det som fungerar i väst..." har koncernens tillgångar i RusForest bytts in mot noterade aktier i RusForest AB. I samma sektor har tilläggsinvesteringar gjorts i Vosvik AB (Kontakt East) samt Clean Tech East Holding AB.

Under perioden har större försäljningar av värdepapper skett i Uchalinsky GOK and TNK BP Holding.

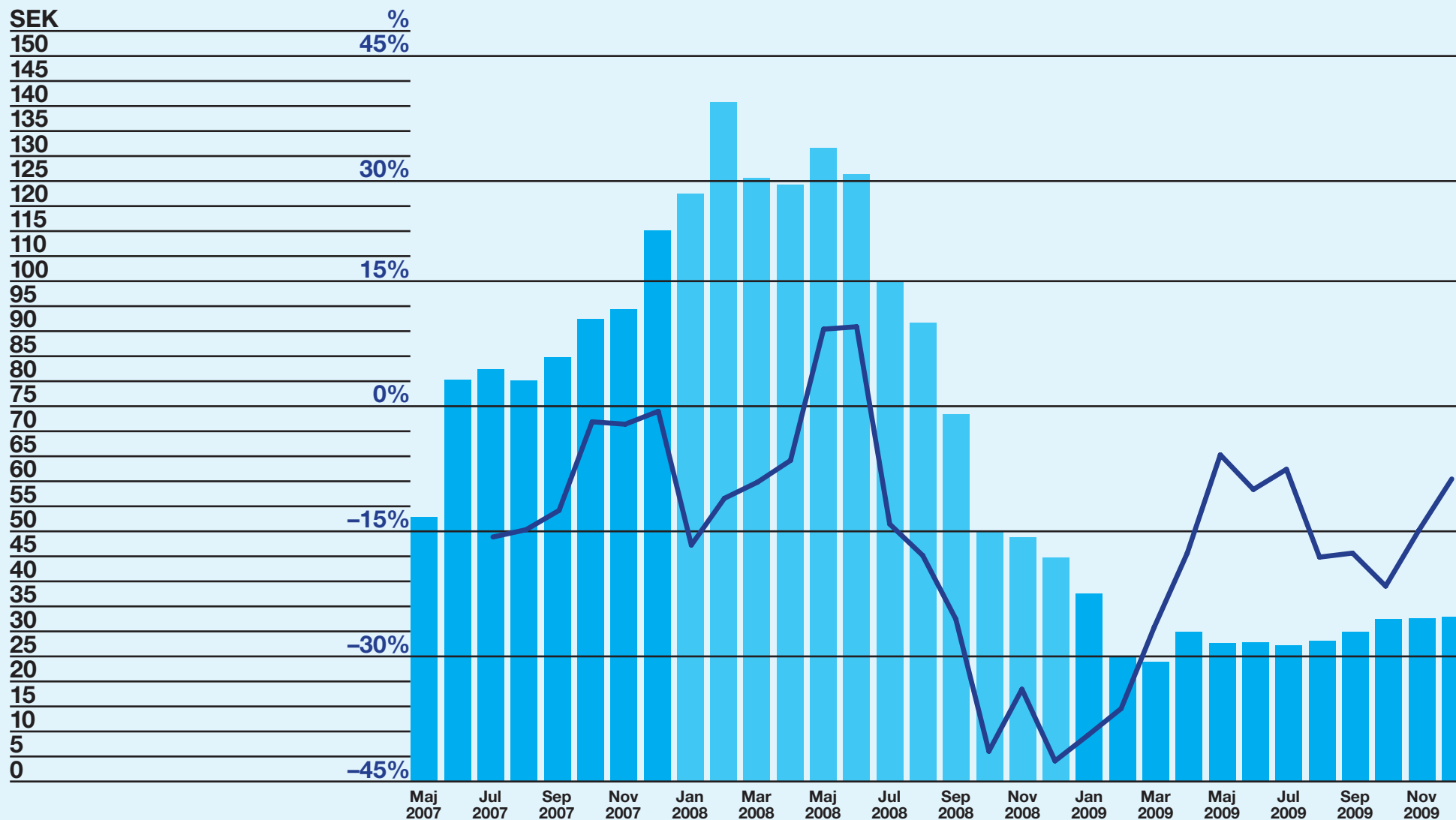
Per den 31 december 2009 bestod de tre största investeringarna av Black Earth Farming (20,61 procent), Kuzbassrazrezugol (10,41 procent), och Egidaco/Tinkoff Credit Systems (10,03 procent).

Investeringsmakroteman

# Vostok Naftas investeringsportfölj

NAV maj 2007–december 2009,  
 Premie/rabatt juli 2007–december 2009  
 Källa: Vostok Nafta

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



Substansvärde (NAV) och premie/rabatt Vostok Nafta

Vostok Naftas  
 investeringsportfölj

Antal aktier	Bolag	Marknadsvärde, USD	Andel av portföljen	Procent av utestående aktier	
5 364 850	Caspian Services	3 165 262	0,7%	10,48%	1
189 300	Gazprom Neft ADR	5 300 400	1,1%	0,02%	1
5 789 903	Kherson Oil Refinery	7 196	0,0%	4,40%	1
1 122 705	Novoil Pref	366 002	0,1%	1,42%	1
1 620 000	Novoil Ord	1 425 600	0,3%	0,20%	1
27 096 616	TNK-BP Holding pref	40 644 924	8,5%	6,02%	1
1 715 000	Ufaneftekhim	5 102 125	1,1%	0,62%	1
670 000	Ufaorgsintez	2 378 500	0,5%	0,69%	1
10 300 000	Ufa Refinery	9 270 000	1,9%	1,89%	1
41 500	Varyaganteftegaz pref	705 500	0,1%	0,17%	1
	<b>Oljepriset, totalt</b>	<b>68 365 509</b>	<b>14,4%</b>		
1 159	Alosa	7 243 750	1,5%	0,42%	1
6 000 000	Fortress Minerals	2 335 519	0,5%	0,48%	1
31 274	Gaisky Gok	8 131 240	1,7%	5,06%	1
3 154 498	Poltava Gok	10 218 589	2,1%	1,65%	1
98 242	Priargunsky Ind stam	19 157 190	4,0%	5,62%	1
11 709	Priargunsky Ind pref	1 077 228	0,2%	2,82%	1
1 442 400	Shalkiya Zinc GDR	57 696	0,0%	2,55%	1
	<b>Råvaror, totalt</b>	<b>48 221 212</b>	<b>10,1%</b>		
3 000	Bekabadcement	450 000	0,1%	5,36%	1
187	TKS Concrete	1 506 750	0,3%	10,00%	1
39 000	Gornozavodsk Cement	5 460 000	1,1%	5,03%	1
1 600 000	Kamkabel	128 000	0,0%	4,12%	1
85 332	Podolsky Cement	106 058	0,0%	0,01%	1
322 767	Sibirski Cement	5 971 190	1,3%	1,06%	1
10 156 113	Steppe Cement Ltd	10 180 650	2,1%	6,59%	1
19 730	Transneft pref	15 389 400	3,2%	1,27%	1
1 215 000	Tuimazy Concrete Mixers	7 290 000	1,5%	14,78%	1
	<b>Infrastruktur, totalt</b>	<b>46 482 048</b>	<b>9,8%</b>		
4 678 734	RusHydro ADR	17 919 551	3,8%	0,17%	1
50 000	Kuzbass Fuel Company	20 000 000	4,2%	2,96%	1
133 752 681	Kuzbassrazrezugol	49 488 492	10,4%	2,18%	1
2 618 241	Kyrgyzenergo	168 688	0,0%	0,27%	1
	<b>Energiomstrukturering, totalt</b>	<b>87 576 731</b>	<b>18,4%</b>		

Antal aktier	Bolag	Marknadsvärde, USD	Andel av portföljen	Procent av utestående aktier	
30 888 704	Black Earth Farming	97 972 881	20,6%	24,81%	2
1 765 000	Agrowill Group	0	0,0%	6,75%	1
272 106	Dakor	3 007 078	0,6%	4,76%	1
	<b>Jordbruk, totalt</b>	<b>100 979 959</b>	<b>21,2%</b>		
258 000	Lukoil ADR	14 757 600	3,1%	0,03%	1
785 000	Surgutneftegaz ADR	3 728 750	0,8%	0,10%	1
	<b>Kortfristiga affärer, totalt</b>	<b>18 486 350</b>	<b>3,9%</b>		
42 254 295	Clean Tech East Holding AB	3 367 449	0,7%	31,29%	2
-4 000 000	Clean Tech East Holding AB, utställda köpoptioner	-139 418	-0,0%		2
	Clean Tech East Holding AB, lån	3 153 250	0,7%		4
10 888 403	RusForest AB	28 450 253	6,0%	49,85%	2
	RusForest AB, lån	996 321	0,2%		3
50 000	Vosvik AB (Kontakt East)	18 432 331	3,9%	50,00%	2
5 000 000	Egidaco 18% 2011	6 073 821	1,3%		1
885 934	Egidaco Investment Limited (Tinkoff Credit Systems), aktier	17 697 000	3,7%	15,00%	1
	Egidaco Investment Limited (Tinkoff Credit Systems), teckningsrätter	2 510 000	0,5%		1
	Tinkoff Credit Systems Bank, lån	21 388 490	4,5%		3
547 000	Custos AB	2 292 920	0,5%	13,68%	1
623 800	TKS Real Estate (Waymore Holding)	894 124	0,2%	6,93%	1
	<b>Det som fungerar i väst</b>				
	<b>fungerar också i öst, totalt</b>	<b>105 116 541</b>	<b>22,1%</b>		
	Övriga långfristiga lånefordringar	217 636	0,1%		3
	Övriga kortfristiga lånefordringar	26 561	0,0%		4
	<b>Övriga lånefordringar, totalt</b>	<b>244 197</b>	<b>0,1%</b>		
	<b>Totalt</b>	<b>475 472 547</b>	<b>100,0%</b>		

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.

## Vostok Naftas investeringsportfölj per den 31 december 2009

# Vostok Naftas investeringsportfölj

Black Earth Farming Ltd ("BEF") är ett ledande jordbruksbolag vars affärsidé är att förvärva, utveckla och bruka jordbruksmarkstillgångar i den bördiga svartajordenregionen i sydvästra Ryssland. BEF var ett av de första utländska finansierade företag som gjorde betydande investeringar i ryska jordbruksmarkstillgångar för att på så sätt kunna utveckla den stora outnyttjade potentialen. Tack vare den tidiga etableringen har BEF nu erövrat en stark marknadsposition i regionerna Kursk, Tambov, Lipetsk, Samara, Voronezh och Ryazan, med kontroll över sammanlagt cirka 330 000 hektar. Under 2009 skördade Black Earth Farming över 183 000 hektar, vilket i praktiken innebär att BEF blev ett av världens största jordbruksföretag sett till den planterade arealen. Bolagets huvudsakliga produkter är vete, majs, korn, solrosor och raps.

Den process som går ut på att BEF erhåller full äganderätt till den jordbruksmark bolaget kontrollerar accelererade under 2009, då 65 procent av marken var under full äganderätt i slutet av året. Per den 31 december 2009 ägde bolaget 216 000 av de totalt 330 000 hektar man kontrollerar, medan 39 000 hektar kontrolleras genom långa arrenden. Konsolidering och en fortsatt förbättrad operativ effektivitet i och omkring de existerande jordbruksområdena förblir BEF:s närtida fokus när det gäller den framtida landutvecklingen.

Den kommersiella bruttoskörden uppgick under 2009 till 531 000 ton, vilka skördades på 183 000 hektar. Detta är en ökning med 22 procent jämfört med 2008. BEF:s snittavkastning om 2,9 ton/hektar var lägre än målet om 3,5 ton/hektar, och också lägre än de 3,1 ton/hektar som uppnåddes under 2008. Denna besvikelse berodde på ofördelaktiga väderförhållanden, en stor andel ogräs i områden som tidigare legat i träda samt några bolagsspecifika

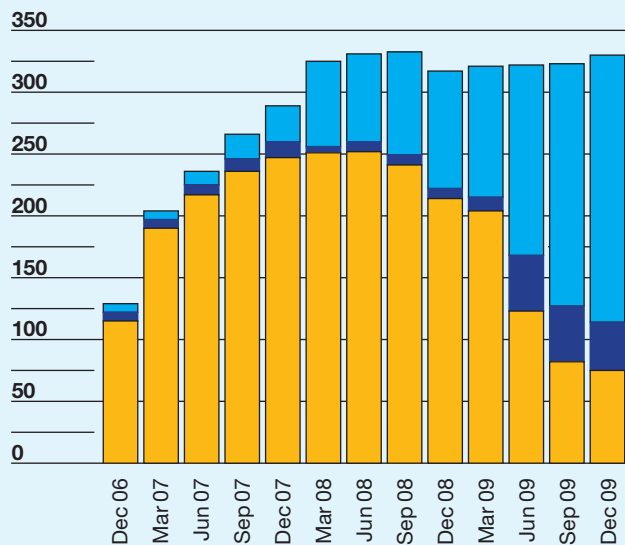
### BEF: Markinnehav 2006–2009

Tusental hektar. Källa: Bolagsdata

Ägarregistrerad mark med lagfart

Långvariga arrenden

Mark under ägarregistrering



verksamhetsbrister. Faktorer så som väder och applicering av gödning har en betydande påverkan på avkastningen vete/hektar, och därför kommer denna att variera från år till år. Under 2009 föll den generella veteavkastningen i Ryssland med 16 procent jämfört med föregående år.

Under 2009 ökade BEF:s intäkter med 243 procent, till 79,2 miljoner USD då volymen spannmål som såldes ökade kraftigt – till 617 000 ton, där ungefär hälften kom från 2009 års skörd medan den

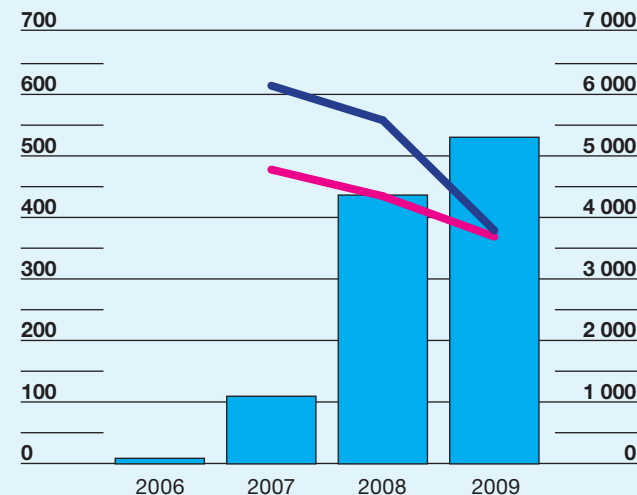
### BEF: Skörd jämfört med pris och kostnad per ton

2006 till 2010. Källa: Företagsdata

Kommersiell bruttoskörd, tusental ton (vänster skala)

Genomsnittligt realiserat pris, RUB/ton (höger skala)

Kostnad sålda varor, RUB/ton (höger skala)



andra hälften var spannmål som skördats under 2008. BEF hade dessutom 203 000 ton spannmål i lager per den 31 december 2009. Det genomsnittliga priset i rubel var 32 procent lägre under 2009 jämfört med 2008, vilket ledde till att bolaget redovisade en förlust om 38,4 miljoner USD för året 2009. Mot bakgrund av den pressade prisbild som råder för BEF:s produkter är lönsamheten per skördad hektar viktigare än avkastningen per hektar. Under 2010 kommer dock en majoritet av bolagets landområden



att ha odlats och skördats under två års tid, vilket leder till förbättrade jordförhållanden och därmed till en ytterligare ökning av avkastningen per hektar. Ett antal åtgärder vidtas nu för att förbättra effektiviteten med avseende på såväl intäkter som kostnader – för att på så sätt se till att BEF:s verksamhet blir lönsam.

Ett nyligen etablerat försäljningsteam genomförde i januari 2010 BEF:s första exportförsäljning någonsin. Denna verksamhet kommer att bidra till att bolaget får del av ytterligare intäkter (om mellan 25 och 50 USD/ton vete jämfört med den inhemska försäljningen), vilket också kommer att minska lagringskostnaden. En förbättrad samordning mellan produktion och försäljning kommer också att leda till att frigöra kapital som annars är uppbundet i lager.

Kostnaden för försålda varor minskade med 15 procent per ton under 2009, men minskningen lyckades inte kompensera för prisutvecklingen på bolagets spannmålsprodukter – vilket resulterade i en bruttomarginal om endast tre procent. Overheadkostnaderna, av vilka huvuddelen utgörs av personalkostnader, uppgick under 2009 till 25 procent av de totala kostnaderna – en siffra som behöver minskas framöver. Då de tre spannmålssilos som nu byggs kommer att stå färdiga under 2010 kommer bolagets egna lagringskapacitet öka ytterligare, och därmed minskar kostnaderna förknippade med att transportera och lagra spannmål hos tredje part. Med detta sagt är det viktigt att poängtera att BEF har en hög operativ utväxling, då en ökad produktion och stigande spannmålspriser kommer att ha en betydande positiv effekt på bolagets resultat. Detta kommer i sin tur att också att slå igenom i form av ett högre värde på de mycket stora landområden som BEF äger. BEF:s finansiella position förblir stark med en nettokassa på 39,4 miljoner USD per den 31 december 2009.

Kuzbassrazrezugol ("KZRU") är Rysslands näst största producent av energikol, med en produktion om totalt cirka 46 miljoner ton – av vilket hälften går på export. Bolaget svarar för över 20 procent av Rysslands samlade export av energikol. KZRU producerar också 2,6 miljoner ton koks. Bolaget utviner kol från 12 dagbrottsgruvor, samtliga belägna i den stora kolregionen Kemerovo i sydvästra Sibirien. Detta innebär att bolaget producerar högkvalitativ energikol (6000 kalorier) till en låg brytningskostnad om cirka 16 USD per ton. Reserverna är uppskattade till 2,2 miljarder ton kol – vilket indikerar en livslängd om åtminstone 50 år. Huvuddelen av produktionen består av energikol som framför allt används i koleldade kraftverk.

Kuzbassrazrezugol är väl positionerat att dra nytta av den återhämtning som nu sker på den europeiska energikolmarknaden och den turn-around som är på väg att ske på den inhemska marknaden som en följd av de stigande naturgaspriserna. Den huvudsakliga drivkraften för den växande ryska marknaden för energikol är att det finns ett underskott på elgenereringskapacitet, samtidigt som kraftsektorn

går över från att använda gas till att använda kol. Den energikol som säljs på den inhemska marknaden handlas för närvarande med en betydande rabatt jämfört med de internationella priserna, som ett resultat av de reglerade priser som råder på såväl gas- som elmarknaden i Ryssland. Den gradvisa avregleringen av dessa marknader kommer att bidra till att prisskillnaden jämnas ut.

Exporten spelar också en mycket viktig roll för bolagets intäkter och lönsamhet. De globala energikolpriserna fortsätter att stiga då Kina och Indien efterfrågar allt mer elektricitet, vilket leder till att dessa länder importerar allt större mängder kol samtidigt som utbudet inte kan möta efterfrågan på grund av infrastrukturflaskhalsar hos stora kolexportörer som Australien och Sydafrika. Den kinesiska elproduktionen rapporteras ha ökat med 39 procent i januari 2010, jämfört med samma månad förra året. En ökning av det kinesiska elbehovet på grund av det kalla vädret sätter en enorm press på landets elleveranssystem, vilket visar sig i form av fallande kollager hos elproducenterna då kolbrist redan lett till elransonering i vissa delar av landet. Detta ledde

#### KZRU: branschjämförelse

	Börsvärde, MUSD	EV/EBITDA, 2010E	EV/reserver, EV/produktion, USD/t	USD/t	P/reserver, USD/t	P/produktion, USD/t
<b>Mechel</b>	7 497	12,2	1,7	275	1,1	185
<b>Raspadskaya</b>	3 449	17,4	4,2	383	4,1	367
<b>Belon</b>	725	18,1	2,1	216	1,2	131
<b>Genomsnitt</b>		15,9	2,7	291	2,1	227
<b>Kuzbassrazrezugol</b>	2 384	4,9	1,5	67	1,1	48
<b>Kuzbass Fuel Company</b>	713	11,2	2,4	153	2,1	130

Källa: UBS

# Kuzbassrazrezugol

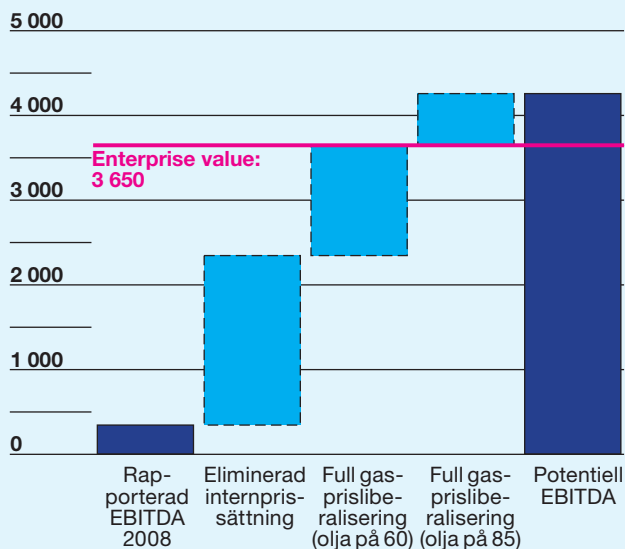
till att Kina under 2009 kom att bli en nettoimportör av kol, vilket i sin tur är ett faktum som utgör en viktig faktor för stigande globala energikolpriser.

Samtidigt ökar oron för att världens kolutbud inte kan reagera tillräckligt snabbt på de stigande priserna på grund av flaskhalsar hos de viktigaste exportländerna, Sydafrika och Australien, där överfulla hamnar och begränsningar i tågtransporterna är problem som ännu inte fått någon lösning. De utbudsflaskhalsar som plågade kolmarknaden under den tidiga delen av 2008 kan mycket väl komma att dyka upp i år igen, givet bristen på investeringar i exportinfrastruktur för att öka såväl flexibilitet som kapacitet. Ryssland har också upplevt infrastrukturflaskhalsar med begränsad järnvägs- och hamncapacitet i Fjärran östern som fördröjer utskeppningen av kol till de asiatiska marknaderna.

Den extremt uppmuntrande utvecklingen i Kuzbassrazrezugol har fortsatt efter det att bolaget för första gången någonsin rapporterat om ett kvartal som inte visar några som helst spår av transfer pricing med avseende på dess exportförsäljning. KZRUs intäkter för de första nio månaderna uppgick till 1,2 miljarder USD, vilket innebär att det genomsnittliga priset på den energikol man då sålde hamnade kring 31,4 USD/ton – vilket kan jämföras med ett inhemskt pris om 29 USD/ton och ett exportpris fritt lastat om 33 USD/ton. Under 2008 gav Kuzbassrazrezugols räkenskaper vid hand att bolaget hade sålt sin kolproduktion till ett snittpris om 31 USD/ton, samtidigt som marknadspriset låg på 58 USD/ton. Detta innebär att räkenskaperna numer återspeglar bolagets verkliga lönsamhet. Att denna utveckling haft en mycket positiv inverkan på aktiekursen behöver knappast poängteras, med tanke på att begagnandet av transfer pricing var den enda kvarvarande faktorn som höll ner bolagets värde.

### KZRUs EBITDA-utveckling

MUSD. Källa: Vostok Naftas estimat



Bolaget har sedan publicerandet av rapporten för det tredje kvartalet 2009 haft en telefonkonferens där bolagsledningen gav investerarna en bild av bolagets utvecklingsplaner, samtidigt som man indirekt bekräftade att transfer pricing-principen inte längre används och att man inte kommer att gå tillbaka till att använda några skatteplanerande upplägg i framtiden. Denna nya öppenhet minskar den ägarstyrningsrabatt som bolaget tidigare handlats med, och som dragit ner värderingen av aktien och ger stöd till en fortsatt omvärdering med tanke på att bolaget fortfarande handlas med en rabatt i jämförelse med de andra bolagen i sektorn.

Tinkoff Credit Systems ("TCS") är en bank som är specialiserat på kontokort. TCS är det första specialuppbyggda kreditinstitutet för kreditkortsutlåning i Ryssland baserat i Moskva, och inledde sin verksamhet sommaren 2007 med ambitionen att växa till en ledande utfärdare av kreditkort för den ryska marknaden. Grundare och majoritetsägare i TCS är Oleg Tinkov, en berömd rysk företagare med lång erfarenhet av framgångsrika företag inom konsumentsektorn. TCS drivs av en ledningsgrupp med en beprövad bakgrund inom konsumentutlåning och direktmarknadsföring från välkända företag såsom Visa, McKinsey och andra utgivare av konsumtionskrediter.

TCS driver en billig och flexibel affärsmodell, med en låg fast kostnadsbas. Dess virtuella nätverk gör det möjligt att snabba upp affärsverksamheten eller sakta ner antalet kundförvärv beroende på tillgången för finansiering och säsongpåverkan. TCS primära kanal för kundvärvning är direktreklam, men bolaget använder sig också av direkta försäljningsagenter, partnerskap (co-branding), och internet för att skaffa nya kunder. TCS har en avancerad IT-plattform och ett modernt callcenter som gör det möjligt att stödja en stor kundbas till en låg kostnad, och samtidigt trygga en hög servicenivå till befintliga och potentiella kunder. TCS använder en "invitationsmodell" vad gäller kreditkortsutgivning, som tillsammans med TCS virtuella nätverk ger bolaget en geografisk räckvidd över alla Rysslands regioner vilket resulterar i en mycket diversifierad portfölj.

2009 blev ett exceptionellt bra år för TCS, särskilt med tanke på de svåra marknadsförhållanden företaget haft under året. Ett verklighetens stresstest i form av en mycket restriktiv tillgänglighet för finansiering, en kraftigt ökad arbetslöshet som ledde till ökad risk över tillgångskvaliteten tillsammans med extrema valutakursrörelser överkoms, och verifie-

rade den flexibla affärsmodellen. Tack vare den höga andelen rörliga kostnader kunde utgifterna kapas med 40 procent på bara några veckor, medan kreditgivningen till nya kunder stoppades när krisen blev uppenbar. Som en följd av detta uppgick nettovinsten för 2009 till 18,2 miljoner USD, med en avkastning på eget kapital om 71 procent vilket gör TCS till en av de mest lönsamma bankerna i Ryssland. Kapitalkämningsgraden, med andra ord relationen mellan lagstadgat kapital och riskjusterade tillgångar, stärktes också från 14 till 29 procent under 2009.

TCS hade 418 000 kreditkort utfärdade per den 31 december 2009, vilket är en 39-procentig ökning från året innan och följer på en ökning om 525 procent 2008. Den totala kreditportföljen uppgick till omkring 6 miljarder RUB (200 miljoner USD), vilket uppskattningsvis motsvarar 3 procent av den ryska kreditkortsmarknaden, och genererar en konstant hög avkastning. Marknadspenetrationen av kreditkort är fortfarande under 10 procent i Ryssland, och har troligen minskat under krisen – vilket lämnar stort utrymme för tillväxt.

TCS återupptog utgivningen av nya lån i augusti 2009 och växer organiskt genom att utöka kreditlimiter och öka sin kundbas. Ett pilotprogram med insättningar på konto för privatpersoner testades med framgång under slutet av 2009 och kommer att lanseras under 2010. I och med bristen av finansiering från kapitalmarknaderna kommer initiativet att diversifiera finansieringsbasen, som har potential att ge över 20 miljoner USD i finansiering. Detta kommer dock inte att täcka hela finansieringsbehovet då företaget är positionerat för att växa mycket snabba, varför TCS kommer att se till kapitalmarknaderna för ytterligare finansiering under året.

# Tinkoff Credit Systems

TNK-BP är Rysslands tredje största oljebolag i termer av produktion med Petroleum Resources Management System-reserver på cirka 11,7 miljarder fat olja. Produktionen uppgår till omkring 1,4 miljoner fat per dag. TNK-BP Holding bildades i november 2004 som ett dotterbolag till TNK-BP International, ett joint venture mellan British Petroleum (BP) och Alfa Group/Access Renova (AAR) inrättat 2003. TNK-BP Holding håller majoriteten av TNK-BP:s tillgångar och verksamhet i Ryssland, som omfattar de ryska tillgångarna av TNK, Onako och Sidanco – där minoritetsägarna byttes in till TNK-BP Holding under 2005 som en följd av TNK-BP:s konsolideringsprogram. Det börsnoterade företaget TNK BP Holding har en free float, den bolagssandel som omsätts på aktiemarknaden,

på cirka 5 procent och resten delas lika av BP och AAR via TNK-BP International. Företaget är helt integrerat med uppströmsverksamhet i Sibirien samt Volga-Ural-regionen och en stark nedströmsnärvaro, där man äger 2 raffinaderier, varav det ena har direkt tillgång till Moskva. TNK-BP Holdings distributionsnät spänner över 1 000 benstationer i Ryssland.

TNK-BP:s reserversättningsgrad per den 31 december 2009 uppgick till imponerande 177 procent, ungefär i nivå med Rosnefts (180 procent) och vida överstigande LUKoils (95 procent). Viktigare är att den genomsnittliga reserversättningsgraden under 2004 till 2009 för TNK-BP:s olje- och gasreserver uppgick till 139 procent. Detta understryker dess reservstyrka, som fortfarande ger utrymme för ytter-

ligare tillväxt. Företaget generar också mycket starka kassaflöden, är välskött och kostnadseffektivt tack vare en mycket kompetent ledningsgrupp med personal från TNK:s ryska verksamhet och BP:s globala verksamhet. Bolagets utdelningspolicy (historiskt cirka 40 procent av nettoresultatet, vilket innebär en direktavkastning på 10 procent för 2010 och 2011) är mycket transparent och rigid med tanke på ägarstrukturen. Även vid ett scenario utan någon tillväxt i oljepriset har TNK-BP en stabil tillväxt- och utvecklingsstrategi som skulle kunna generera cirka 17 procent årlig tillväxt i EBITDA under de närmaste 2 till 3 åren. Vinsttillväxten kommer från ökande produktion som är undantagen skatt för mineralutvinning (MET) exporttullar, avreglering av gasmarknaden samt uppgraderingen av Saratov-raffinaderiet.

År 2008 kom de två majoritetsägarna AAR och BP överens om att gå vidare med en börsintroduktion i syfte att öka bolagets free float till 20 procent från dagens 5 procent, den exakta tidpunkten för denna händelse är dock fortfarande svårbestämd. De två ägargrupperna har tidigare haft olika åsikter om den strategiska användningen av bolagets kassaflöden, där den förstnämnda främjar utdelningar och den sistnämnda vill se investeringar i nya projekt och verksamheter, vilket nu har lösts. Den viktigaste utlösande faktorn för en uppvärdering av aktien är en omstrukturering av företaget i syfte att förbättra andelen handlade aktier och likviditeten – som för närvarande påverkar TNK-BP:s värdering jämfört med sina konkurrenter.

#### TNK-BP: branschjämförelse

Bolag	Land	Börsvärde, MUSD	EV/EBITDA, 2010E	P/E, 2010E	EV/produktion, 2010E	EV/resurser USD/boe 1P SEC res.
Rosneft	Ryssland	79 196	4,8	7,0	106	6,9
Lukoil	Ryssland	46 635	3,0	5,1	62	3,3
TNK-BP Holding	Ryssland	26 878	2,7	4,2	43	3,2
Surgutneftegaz	Ryssland	37 565	2,9	8,4	42	3,6
Gazprom Neft	Ryssland	23 252	4,4	7,8	68	7,3
Tatneft	Ryssland	12 484	7,3	9,0	78	2,5
PetroChina	Kina	216 556	6,0	11,9	226	13,4
Petrobras	Brasilien	192 416	7,2	15,7	272	27,8
Sinopec	Kina	69 846	4,0	7,4	244	24,5
ExxonMobil	USA	313 823	4,7	12,3	183	13,5
BP	Storbritannien	174 171	4,2	8,5	142	11,7
Royal Dutch Shell	Storbritannien	177 922	5,1	11,1	171	19,8
Chevron	USA	149 221	2,4	9,7	145	13,7
Total	Frankrike	129 271	3,8	9,8	174	15,0

Källa: UBS, Deutsche Bank, mars 2010

# TNK-BP Holding

RusForest är ett bolag som är verksamt inom skogssektorn i östra Sibirien. Bolaget bildades 2006 genom förvärven av Tuba-Les och PIK-89 i Ust Ilmsk-regionen. Sedan dess har Rusforest nått en betydande storlek, sett till såväl skogstillgångar som sågverkskapacitet. Detta har skett genom en kombination av strategiska förvärv och nyutveckling av egna projekt. Per den 31 december 2009 kontrollerade bolaget över 850 000 hektar skogsmark med årliga avverkningsrätter om 1,4 miljoner kubikmeter. Rusforests nuvarande sågverkskapacitet uppgår till cirka 200 000 kubikmeter per år, en siffra som inom den närmaste framtiden väntas öka till cirka 300 000 kubikmeter som ett resultat av färdigställandet av sågverket i Boguchansky som närmar sig full kapacitet, och uppmonteringen av sågverket Magistralny under 2010. Ryssland har med en betryggande marginal världens största timmerreserver och östra Sibirien är ett område som är känt för högkvalitativa träd som Angarsk-tall och sibiriskt lärkträd. Skogstillgångarna i den här regionen utmärks av en hög densitet, vilket i sin tur gör de mycket väl lämpade för framställning av sågat virke av mycket hög kvalitet.

Under 2009 blev Rusforest ett publikt noterat bolag på First North i Stockholm. Denna notering följde på en transaktion där riskkapitalbolaget Varyag Resources AB förvärvade Vostok Naftas 50-procentiga andel i Rusforest i utbyte mot nyemitterade aktier i Varyag. Efter den transaktionen ägde Varyag 100 procent av aktierna i Rusforest, och Vostok Nafta kom i sin tur att stå som ägare till 44,4 procent av aktiekapitalet och rösterna i Varyag. När årsstämman och extrastämman i Varyag Resources AB avhållits slutfördes omstruktureringen av Varyag till ett renodlat ryskt skogsföretag i juni 2009 och i samband med detta bytte Varyag namn till RusForest AB.

Under helåret 2009 ökade RusForest volymen

avverkad skog med 20,8 procent till 717 000 kubikmeter, jämfört med 2008. RusForest lyckades ökade volymen avverkad skog i årstakt under samtliga kvartal 2009. I december 2009 satte RusForest ett nytt avverkningsrekord om knappt 86 000 kubikmeter i stamekvivalenter. Avbrott i sommaravverkningsverksamheten till följd av regn, och som en följd av detta även i sågverksverksamheten, är dock ett ständigt återkommande problem. På lång sikt kommer detta problem endast att kunna lösas fullt ut då RusForest får möjlighet att bygga tillräckliga timmerlager, som kan användas för att säkerställa en oavbruten sågverksverksamhet under sommarmånaderna. RusForests samlade produktion av sågade produkter ökade under 2009 med 37,9 procent jämfört med 2008 – till totalt 166 000 kubikmeter (2008: 121 000).

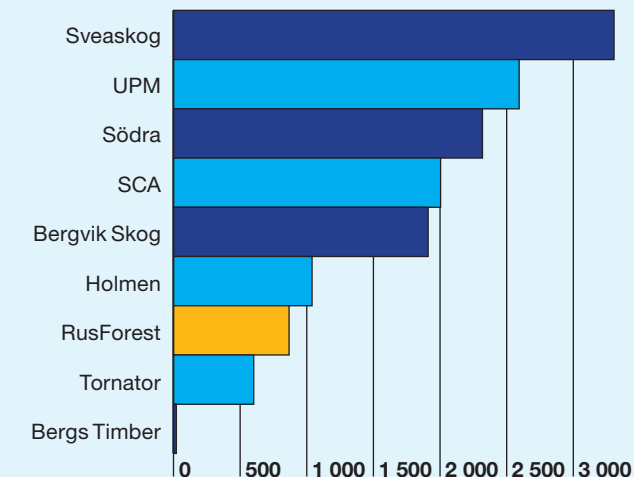
Bolagets bokslutskommuniké baseras på fem månader av investeringar kombinerat med sju månader som ett skogsbolag som också har en grusverksamhet som är tillgänglig för försäljning som en följd av bolagets omstrukturering. Analyser och tolkningar försvåras alltså något av den omställningsperiod som 2009 års bokslut ger en bild av. Under 2009 uppgick bolagets EBITDA till -79,2 miljoner SEK som ett resultat av en försäljning om 207,5 miljoner SEK – vilket gav en liten bruttomarginal för skogsverksamheten. I praktiken ägde denna verksamhet rum under sju månader 2009 (från den 1 juni och framåt). Bruttomarginalen är inte tillräcklig för att täcka fraktagifter och andra administrativa kostnader. Den låga bruttomarginalen återspeglar det faktum att sågverket i Boguchansky gick med förlust innan det nådde en mer betydande produktion i december 2009. Dessutom var priserna på sågade trävaror låga under 2009, samtidigt som avbrutna timmerflöden vid PIK-89 under sommarmånaderna ledde till svaga kassaresultat under perioden juni till augusti 2009.

Framöver kommer det faktum att Boguchansky har

## Ägd eller kontrollerad skogsmark

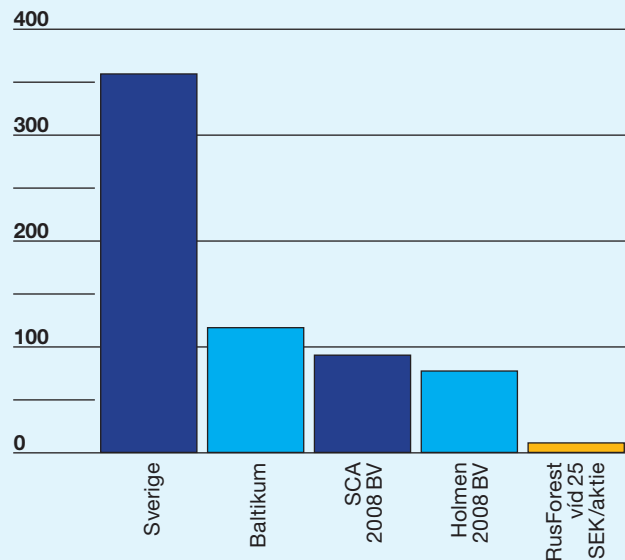
Tusental hektar. Källa: företagsdata för 2007

RusForest: Kontrollerad skogsmark per 31 december 2009



## Skogsvärdering

SEK/kubikmeter. Källa: LRF Konsult, företagsdata, Vostok Naftas estimat



nått en betydligt bättre kapacitet och att priset på sågade trävaror stärkts från slutet av 2009 att ha en positiv inverkan under 2010. Det är nu också av stor vikt att bolaget minskar de höga administrativa kostnaderna så mycket som möjligt.

Det finns en mycket betydande förbättringspotential inom den ryska skogsindustrin om man ser till den operativa effektiviteten – vilken då skulle kunna komplettera den fördel dessa bolag har i form av billig råvara. I takt med att bolagen i sektorn i allt större utsträckning investerar i förädlade verksamhet kommer konkurrensen och därmed priserna för restprodukter från sågverken att öka. I dagsläget säljer RusForest dessa produkter, där det är möjligt, till de lokala monopolproducenterna på pappersmassaområdet. Som ett resultat av den utvecklingen planerar RusForest att verka som en katalysator för att uppmuntra denna process genom att leta efter investerare som är villiga att etablera värdeskapande förädlingsverksamheter inom det geografiska område där bolaget är verksamt. Det kommer dock inte att ske på bekostnad av den nuvarande kortsiktiga plan som går ut på att stabilisera produktionsvolymerna genom en bättre samordning av timmerflödet, generella verksamhetsförbättringar och en ökad produktionskapacitet.

RusForest har en mycket imponerande tillgångsbas, i termer av såväl skogsområden under kontroll som utrustning – och faktum är att båda dessa komponenter idag värderas mycket konservativt. Per den 31 december 2009 uppgick det rapporterade bokförda värdet till 34,8 SEK per aktie. En majoritet av detta, cirka 100 miljoner USD eller omkring 32 SEK per aktie, är kapital som investerats i toppmodern avverknings- och sågverkskapacitet. Det finns en betydande potential att tjäna pengar på dessa tillgångar och därigenom skapa en hälsosam avkastning – och detta är också RusForests fokus.

Kuzbass Fuel Company ("KBTK") bildades år 2000 och är ett av de snabbast växande energikolbolagen i Ryssland. Av bolagets produktion om totalt 6,2 miljoner ton säljs 63 procent på den inhemska marknaden, med en majoritet försålt direkt till publika utility-bolag och privatkunder i Sibirien – där KBTK har hittat en nisch genom att leverera till de kommunala marknaderna och privatkundsmarknaden. Dessutom säljs en betydande del av produktionen på export. Polen utgör den viktigaste exportmarknaden, med en andel om över 50 procent av KBTK:s totala exportförsäljning. Bland de övriga exportmarknaderna märks bland andra Ukraina, Korea och Storbritannien. KBTK:s reserver uppgår till 356 miljoner ton, med en potential att öka till 825 miljoner ton. Bolaget har sin egen transport- och produktionsinfrastruktur vilket inkluderar ett kraftverk, järnvägsspår och järnvägsvagnar tillsammans med sitt eget distributionsföretag. Bolagets grundare och verkställande direktör, Igor Prokudin, har en lång erfarenhet från kolgruvbolag då han tidigare var vice verkställande direktör på KZRU. Han har också tagit med sig en erfaren ledningsgrupp till KBTK.

Vostok Nafta var en av de första institutionella investeringarna i KBTK, som en del av en mindre riktad nyemission som genomfördes under 2008. Bolaget är i en utmärkt position för att leverera framtida organisk tillväxt, då produktionen spås öka till 11 miljoner ton per år fram till 2013 – samtidigt som den långsiktiga prisbildningen för energikol ser mycket lovande ut. Bolagsledningen är mycket professionell och öppen gentemot minoritetsinvestorer. KBTK publicerar alltid sina IFRS-räkenskaper på ett punktligt sätt. Bolaget har också tillkännagivit att man överväger en börsnotering i Moskva i maj 2010 för att finansiera de planer man har på att fördubbla sin produktion och därigenom möta den ökade efterfrågan. KBTK kom-

mer att investera 280 miljoner USD för att öka produktionen till 11 miljoner ton/år 2013 enligt bolagets vd. Samtidigt byggs en anriktningsanläggning med en kapacitet om 2 miljoner ton kol per år för att man på så sätt ska kunna öka kvaliteten på det kol man producerar, och planer finns på att bygga ytterligare två anriktningsanläggningar. Bolaget planerar också att öka sina kolreserver från dagens 465 miljoner ton till cirka 800 miljoner ton, enligt KBTK:s vd. Börsnoteringen kommer att vara den första i den ryska energikolsektorn och lär följas av det större bolaget SUEK – som planerar att ta in 1 miljard USD i London under sommaren 2010.

# Kuzbass Fuel Company



Kontakt East Holding är ett svenskt holdingbolag som investerar i snabbväxande medieföretag, primärt sådana vars verksamhet är internetfokuserad, i Ryssland och Rysslands grannländer. Vostok Nafta grundade Kontakt East 2006 i och med förvärvet av Eniros katalogverksamhet i Ryssland (Eniro är marknadsledande i Norden inom Gula Sidorna, internet och mobila tjänster). Kontakt East har för närvarande investeringar i affärsområdena Directory Services och Consumer eCommerce. Directory Services erbjuder sina kunder sökreger såväl online som offline, i form av Russian Yellow Pages, som har en marknadsledande position efter att man genomfört tre förvärv. Directory Services publicerar kataloger i Moskva, St. Petersburg och ytterligare åtta ryska distrikt. Onlinetjänster tillhandahålls också genom websiten yellowpages.ru, samt över telefon. Consumer eCommerce inledde sin verksamhet under våren 2007, då internetsajten avito.ru lanserades. I mitten av 2008 köpte Vostok Nafta tillsammans med Kinnevik ut Kontakt East från börsen, då kostnaderna för att vara ett noterat bolag inte stod i proportion till de fördelar som erhöles i en noterad miljö.

Kontakt East har fått se sina verksamheter stabilisera under den andra hälften av 2009, i takt med att bolaget fortsätter att omvandla sin verksamhet från offline till mestadels online, samtidigt som man etablerat Consumer eCommerce som en marknadsledare inom radannonser på internet.

Efter en mycket tuff start på året har Yellow Pages varit lönsamt sedan juli 2009, men det återstår ännu för bolaget att kunna uppvisa någon mer betydande försäljningsåterhämtning från de lägsta nivåerna. Yellow Pages fokus förblir på att omvandla offlinekunderna till onlinekunder – vilket innebär att verksamheten går från att sälja statisk annonsering till att sälja en tjänst som erbjuder värde och en mätbar avkastning på kundens investering. Om små och medelstora bolag (Small and

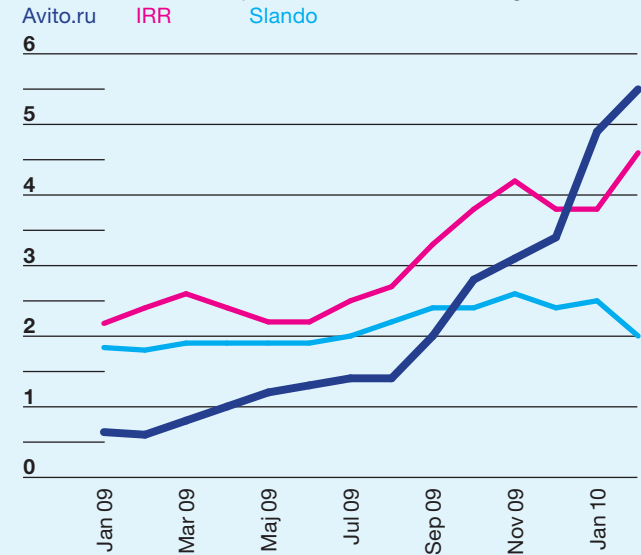
Medium Sized Enterprises – SMEs) ser att Yellow Pages kan generera köpare som söker efter deras produkter kan en medlemsbaserad modell etableras, vilket skulle ge Yellow Pages en hög andel återkommande onlineintäkter. Yellow Pages trafikpaket siktar på att göra just detta genom att erbjuda dessa företag en premiumwebbsajt som kommer att generera ett visst antal uppslag samt försäljning. Detta ger också de anslutna bolagen en trovärdighet gentemot sina kunder, då de backas upp av Yellow Pages – som är ett erkänt varumärke. Efter lanseringen i mitten av 2009 har dessa trafikpaket visat en uppmuntrande försäljning.

Inom Consumer eCommerce har Avito.ru haft ett mycket uppmuntrande år med avseende på antal besökare och annonser publicerade på sajten. Vid ingången till 2009 hade Avito.ru cirka 500 000 unika besökare per månad. I oktober hade denna siffra stigit till 3 miljoner, och i början av 2010 till över 5 miljoner. Medvetenheten om Avito.ru har ökat, då sajten lanserats för en bredare allmänhet genom tv-annonsering i Moskva och St. Petersburg. Varje vecka adderas mellan 175 000 och 200 000 nya annonser till sajten.

Under 2010 kommer Avito.ru att få intäkter, om än i en relativt blygsam skala till att börja med. Intäkterna kommer primärt att komma i form av frivilliga listningsavgifter samt visningsavgifter, banners och AdSense där en sökmotor som till exempel Google hyr plats för annonsering kopplad till sajtens innehåll. För närvarande betalar cirka 2 procent av annonserna på Avito.ru en frivillig annonseringsavgift för att bättre synliggöra annonsen i fråga. Detta segment kommer att utvecklas vidare under 2010, för att utöka de olika tjänsterna och också för att applicera de bäst lämpade prisstrategierna. Fokus kvarstår dock på att investera för att öka antalet besökare och annonser för att etablera Avito.ru som en klar och tydlig marknadsledare. Antalet köpare och säljare förbättras nu stadigt mot en nivå där Avito.ru blir den naturliga platsen att gå till för att köpa och sälja online.

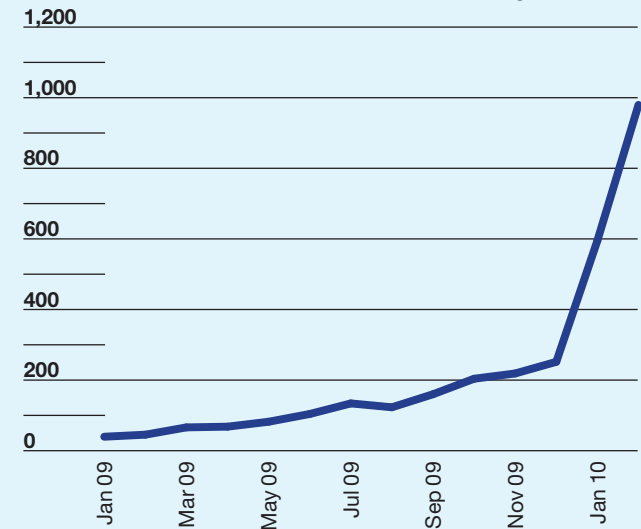
### Unika månatliga besökare

Jan 2009–feb 2010. Miljoner besökare. Källa: företagsdata



### Antal annonser på avito.ru

Jan 2009–feb 2010. Tusental annonser. Källa: företagsdata



RusHydro bildades under 2008 genom konsolideringen av 21 ryska vattenkraftverk och den därpå följande noteringen av aktierna på RTS, MICEX och London Stock Exchange. RusHydro är, med sin kapacitet om 25,3 GW det största elgenererande bolaget i Ryssland och det näst största vattenkraftbolaget i världen efter Quebec Hydro. En majoritet av kapaciteten, 55 procent, är belägen i den europeiska delen av Ryssland medan den återstående delen finns i Sibirien, 39 procent, och Fjärran östern, 16 procent. Bolaget kontrollerar 11 procent av den totala genereringskapaciteten i Ryssland och närmare 30 procent av kapaciteten i Fjärran östern. Den ryska staten äger en andel om 60,4 procent i RusHydro. Till skillnad från andra ryska elgenererande bolag har RusHydro inte någon variabel kostnad för inköp av fossila bränslen, och på grund av detta är bolagets rörelsemarginal betydligt bättre än hos de andra bolagen i sektorn. RusHydro har en betydande hävstång mot avregleringen av den ryska grossistmarknaden för elhandel. En miljö med stigande priser för bränsle/elektricitet kommer att vara särskilt

gynnsam för vattenkraftverk då detta pressar upp marginalkostnadskurvan och därmed leder till en betydande förbättring i lönsamhet vid fullt avreglerade marknadsförhållanden.

Den 17 augusti 2009 blev RysHydros vattenkraftverk Sayano-Shushenskaya (SS), som är beläget vid floden Jenisei i södra Sibirien, skådeplats för en fruktansvärd olycka. En av de 10 turbinerna gick sönder, vilket ledde till översvämningar och elektriska skador samtidigt som taket i turbinhallen rasade samman och 75 människor fick sätta livet till. Olyckan riktade det politiska strålkastarljuset mot Rysslands åldrande elektricitetskapacitet och synliggjorde brådskan med den pågående sektorreformen.

SS var Rysslands största vattenkraftverk och stod för ungefär en fjärdedel av RysHydros totala installerade kapacitet och produktion. De finansiella effekterna av olyckan fick initialt till följd att EBITDA-prognoserna för åren 2009 till 2011 justerades ned med mellan 10 och 20 procent och aktiekursen drabbades av den ökade osäkerhet som följde på detta. Bolaget har sedan dess tillkännagivit att två av de tio enheterna vid SS kommer att tas i bruk under februa-

ri-mars 2010 och ytterligare två i slutet av 2010 – vilket sammantaget leder till att genereringskapacitet om 2,5 GW ersätts snabbare än tidigare förväntat. Den fullständiga återuppbyggnaden av anläggningen beräknas inte ske förrän 2014, till en kostnad om cirka 40 miljarder rubel.

Den långsiktiga potentialen för RusHydro är fortsatt hög, då en ökande andel av bolagets produktion kommer att säljas till avreglerade elektricitetspriser. Under 2009 såldes 50 procent av den ryska elektriciteten till marknadspriser. Skillnaden mellan avvecklade fria marknadspriser och reglerade tariffer kan vara stor, men minskade under 2009 då marknadspriserna föll som en följd av en lägre efterfrågan på elektricitet på grund av den generella ekonomiska avmattningen och lägre bränslekostnader. Under 2010 ska avregleringsprocessen avslutas och från och med 2011 ska marknaden vara fullt avreglerad. RusHydro handlas idag med en rabatt såväl i jämförelse med de övriga elgenererande bolagen som med vattenkraftbolag på andra tillväxtmarknader.

#### RusHydro: branschjämförelse

	Land	Börsvärde, MUSD	EV/kapacitet, USD/kW	EV/EBITDA, 2010E	EV/EBITDA, 2011E	P/E, 2010E	P/E, 2011E
AES Tiete	Brasilien	3 803	1 496	5,4	5,2	8,6	8,1
Tractebel Energia	Brasilien	7 384	1 444	6,5	6	11,6	10,1
China Yangtze Power Co	Kina	20 508	1 547	15,9	8,6	18,5	17,7
<b>Genomsnitt</b>			<b>1 496</b>	<b>9,3</b>	<b>6,6</b>	<b>12,9</b>	<b>12,0</b>
<b>RusHydro</b>	<b>Ryssland</b>	<b>10 922</b>	<b>437</b>	<b>5,4</b>	<b>4,6</b>	<b>9,9</b>	<b>8,4</b>

Källa: Troika Dialog, februari 2010

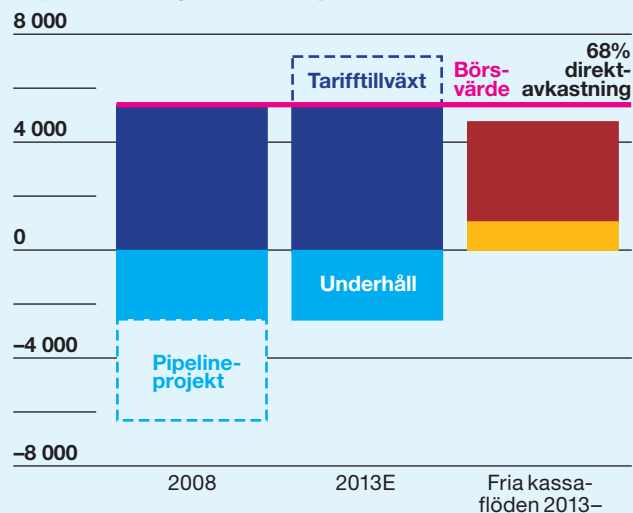
# RusHydro

Transneft är världens största operatör av pipelines för råoljetransport, med omkring 50 000 kilometer långdistanspipelines, 386 oljepåfyllningsstationer och 833 reservoarer med en total lagringskapacitet om cirka 15 miljoner kubikmeter. Transnefts stamaktier ägs i sin helhet av den ryska staten, medan de preferensaktier som inte ger någon rätt att rösta utgör den free float om 22 procent som för närvarande finns i bolagets aktier. Bolaget transporterar omkring 93 procent av Rysslands totala oljeproduktion, och skickade under 2008 cirka 460 miljoner ton (cirka 3,37 miljarder fat) i sitt pipelinesystem. Transneft är för närvarande mitt uppe i byggandet av en ny pipeline som ska sammanbinda östra Sibirien med Stilla havet – detta

### Kassaflödesutveckling i Transneft

MUSD. Källa: Vostok Naftas estimat

EBITDA efter skatt Utdelning  
Kapitalinvestering Amortering



till en kostnad om 20 miljarder USD. Denna pipeline kommer, när den står färdig, öppna upp nya exportvägar för de ryska oljebolagen.

Transnefts goda lönsamhet och bolagets strategiska natur gör det till en mycket attraktiv tillgång. Transneft har varit framgångsrika i att öka de av staten reglerade oljetransporttarifferna för att finansiera de betydande investeringsprojekt som nu genomförs samtidigt som man lyckats öka sin lönsamhet. En viktig drivkraft för Transnefts värde är det faktum att när bolagets investeringsprogram avslutas kommer Transneft att kunna skifta ut en stor del av sina kassaflöden till aktieägarna. Som framgår av diagrammet nedan minskar de årliga kapitalinvesteringarna för nya pipelineprojekt från höga nivåer under 2008 och de kommande åren till att omfatta endast underhållsinvesteringar från 2013 och framåt. Årlig EBITDA förväntas fortsätta att förbättras i takt med att tariffhöjningar ökar snabbare än företagets kostnader vilket resulterar i en högre vinstnivå 2013 jämfört med 2008. Således kommer det att finnas betydande kassaflöden tillgängliga för att betala ut som utdelningar.

Den första fasen i pipelineprojektet East Siberian-Pacific Ocean (ESPO) närmar sig nu sitt slutförande, vilket är positivt då det kommer att förvandla projektet till en intäktsgenererande verksamhet. Trots högre kostnadsprognoser har den federala tariffmyndigheten uppvisat en vilja att kompensera Transneft för bolagets investeringsprogram och högre lånekostnader genom att ge bolaget möjlighet att ta ut högre tariffer.

Ägarstyrningsfrågor har dock varit huvudsaklig fokus för minoritetsaktieägarna, då Transneft har släpat efter de andra statskontrollerade bolagen på detta område. När de pågående projekten är avslutade kommer Ryssland att ha all den oljeexportkapacitet man någonsin behöver. Givet

tidigare erfarenheter med statligt ryskt ägande kommer de betydande fria kassaflöden som där efter genereras av bolaget sannolikt att delas med minoritetsaktieägarna. En positiv signal kring ägarstyrningsfrågorna i Transneft är bolagets beslut att betala sammanlagt motsvarande 3,5 procent av de utdelningar som innehavarna av preferensaktier i Transneft får till bolagets styrelseledamöter i bonus för 2008. Transnefts styrelse består av sju ledamöter, varav fem ledamöter är oberoende. Uppskattningsvis har var och en av de sju ledamöterna erhållit en bonus om 1,8 miljoner rubel utöver den fasta ersättningen om 1,2 miljoner rubel. Detta program är det första tecknet på att insiders i bolaget hamnar på samma intressesida som minoritetsaktieägarna. Bolaget tog sig också tid att träffa investerare under oktober 2009 – vilket utgör ytterligare en positiv signal om att Transneft nu öppnar upp sig för minoritetsägarna.

# Transneft

Priargunsky Industrial Mining & Chemicals ("PGHO") har sin bas i staden Krasnokamensk, i regionen Chita, och står för 90 procent av Rysslands uranproduktion. Bolaget producerar över 3 000 ton uran per år, vilket ger PGHO en global marknadsandel om sju procent. PGHO bryter också en betydande mängd energikol (cirka 4 miljoner ton årligen) som delvis används i bolagets egna koleldade kraftverk – vilket gör PGHO självförsörjande på elektricitetsområdet. Omkring 80 procent av PGHO ägs av Atomredmetzotoloto ("ARMZ"), som i sin tur kontrolleras av det statliga kärnkraftsbolaget Atomenergoprom. Utvinning av uran från underjordsgruvor sker vid fem fyndigheter i Streltovskyfältet. Sedan verksamheten startades 1974 har över 110 000 ton uran brutits. Trots det har PGHO fortfarande reserver som per 2008 uppgick till 133 000 ton. Bolaget planerar att modernisera sina existerande anläggningar och öppna en ny gruva med egen anrikningskapacitet. På längre sikt planerar ARMZ att öka PGHO:s produktion till 5 000 ton uran per år. Under 2009 tog bolaget in 56 miljoner USD genom några mindre aktieemissioner riktade till ARMZ, vilka skedde på ett värde som låg tre gånger över marknadspriset. Detta för att finansiera bolagets investeringar.

De ryska uranpriserna regleras för närvarande av

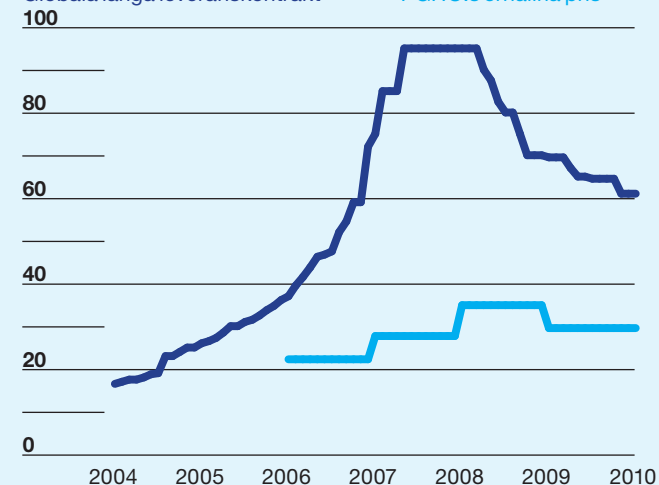
Atomenergoprom och ligger kring 30 USD per pound, vilket är betydligt lägre än det genomsnittliga globala priset om cirka 60 USD per pound för långa leveranskontrakt. PGHO säljer all sin produktion till TENEX för vidare anrikning inom Atomenergopromgruppen. Följaktligen täcker PGHO knappt sina kostnader för uranproduktionen, på grund av den transfer pricing som används – istället tjänar bolaget pengar på försäljningen av energikol och elektricitet. En lättnad i användandet av transfer pricing är dock på bolagets agenda, för att PGHO ska kunna göra de investeringar som krävs för att bolagets produktion ska kunna öka. Rysslands nukleära ambitioner innebär att landet måste fortsätta att utveckla uranbrytningsverksamheten – för att fylla det nationella underskott som finns och samtidigt kunna exportera uran.

Enligt ARMZ:s verkställande direktör, Vadim Zhivov, förväntar sig ARMZ kunna sälja uran till såväl inhemska som internationella kunder till det då rådande marknadspriset från och med 2011. Vadim Zhivov har också i tidningsintervjuer antytt att transfer pricing längre ner i värdekedjan kan komma att försvinna i takt med att avregleringen av elektricitetsmarknaden fortskrider och de ryska kärnkraftsverken får bättre betalt för sin produktion. Denna avveckling av användandet av metoder för transfer pricing kommer att vara gradvis, men bör kunna skönjas hos PGHO redan under 2011. Där-

## Uranpriser

USD/lb. Jan 2004–jan 2010. Källa: Cameco, Aton

Globala långa leveranskontrakt PGHO:s erhållna pris



med kommer priset på PGHO:s produktion troligtvis utvecklas mot den prisbild som råder på den globala marknaden, vilket kommer att ha en positiv påverkan på bolagets kassaflöden. En uttalad öppenhet gentemot minoritetsägare kommer ytterligare förbättras framöver, då en ökad interaktion med kapitalmarknader och investerare krävs för att finansiera den fortsatta expansionen inom bolaget.

## Priargunsky: branschjämförelse

	Land	Börsvärde, MUSD	Uran-reserver, miljoner lb	Produktion 2008	EV/reserver	EV/produktion	EV/EBITDA 2010E	P/E 2010E	Börsvärde/ (produktion vid 60 USD per lb)
Areva	Frankrike	17 272	1 326	13,9	20,8	1987	12,3	23,8	20,7
Cameco	Kanada	10 670	963	14,6	11,0	724	13,1	22,2	12,2
ERA	Australien	3 076	223	11,8	12,8	241	9,4	17,2	4,3
Paladin Energy	Australien	2 298	361	3,8	7,3	694	40,5	neg.	10,1
Uranium One	Kazakstan, USA	1 675	355	2,4	4,9	718	45,0	neg.	11,6
<b>Internationell median</b>					<b>11,0</b>	<b>718</b>	<b>13,1</b>	<b>22,2</b>	<b>11,8</b>
<b>Priargunsky</b>	<b>Ryssland</b>	<b>376</b>	<b>221</b>	<b>6,7</b>	<b>2,2</b>	<b>83</b>	<b>11,9</b>	<b>20,9</b>	<b>0,9</b>

Källa: Renaissance Capital, Thomson Reuters, mars 2010

# Priargunsky

Farhågor kring koldioxidutsläpp och energisäkerhet, liksom de potentiella kostnaderna för många fossila bränslen, håller på att leda till ett uppsving för intresset av kärnkraft. Om regeringar och konsumenter tar klimatförändringarna på allvar så är kärnkraften, om inga drastiska beteendeförändringar sker, ett nödvändigt men inte tillräckligt medel för att kontrollera utsläppen av växthusgaser. Den globala kärnkraftsindustrin är inställd på ett lyft, då förbättrade säkerhetsstandarder för ny kärnteknisk utrustning och kostnadsfördelar för el producerad i kärnkraftverk jämfört med gas och kol har gjort stora elförbrukare positiva till kärnkraftens utveckling.

### Kärnkraftverk

Idag finns det 436 kommersiella kärnkraftsreaktorer i drift runtom i världen med en total kapacitet om 373 GW. Dessa reaktorer producerar cirka 15 procent av världens el. Kärnkraft kommer åtminstone behålla sin 15 procentiga andel av elproduktionen år 2030, vilket då innebär en installerad kapacitet om 568 GW, baserat på International Energy Agencys (IEA) huvudscenari. Kina, Indien och Ryssland kommer, enligt det franska kraftbolaget EDF, att stå för över en fjärdedel var av de nya reaktorer som byggs fram till 2020. Dessutom kommer OECD-länderna, särskilt i Europa, att kraftigt öka sin andel, då det planeras många nedläggningar av kärnkraftverk inom Europa som under den perioden blivit föråldrade.

Efter en 30-årig paus i nybyggandet av kärnkraftskapacitet införde den amerikanska regeringen statligt stöd för byggandet av kärnkraftverk under 2009, vilket ger ett lyft för kärnkraftsutvecklingen i landet. Energy Information Administration (EIA) anser att ett nytillskott på 12 GW kommer att byggas i USA fram till 2030, men man förväntar sig ansökningar om 38 GW under en nära framtid. För att sätta detta i perspektiv,

siktat Indien på 40 GW till 2030 (ett nytillskott på 36 GW) och Kina på 40 GW fram till 2020 och potentiellt mer än 100 GW innan 2030. Den brittiska regeringen antog också en plan i december 2009 om att bygga 10 GW i kärnkraftskapacitet under de närmaste 10 åren, för att ersätta gamla kraftverk. Dessutom vill Ryssland öka andelen kärnkraft i sin elproduktion från 17 till mellan 25 och 30 procent fram till 2030, vilket skulle innebära ett nytillskott på 30 GW.

### Efterfrågan på uran

Världens 436 kommersiella reaktorer kräver cirka 77 000 ton uranoxidkoncentrat ( $U_3O_8$ ) innehållande 66 000 ton naturligt uran från gruvor, eller motsvarande från lager eller sekundära källor, varje år. De största urankunderna under 2008 var USA (som står för 30 procent av den globala konsumtionen), Frankrike (16%), Japan (12%), Ryssland, Tyskland och Sydkorea (5%). Prognoserna för ett ökat byggande av kärnkraftverk kommer också att medföra ett uppsving i efterfrågan på uran. Då utbudet från de sekundära källorna minskar, kommer efterfrågan på naturligt uran att öka snabbare än den totala användningen av uran. En 55-procentig ökning av el producerad från kärnkraft fram till 2030 kan komma att leda till en ökning om 200 procent när det gäller efterfrågan på uran som bryts. Däremot kommer en fortsättning av de senaste trenderna för att öka effektiviteten av urananvändningen i anrikningsprocessen samt reaktorcykeln sannolikt att dämpa efterfrågeökningen något för uran som bryts under perioden.

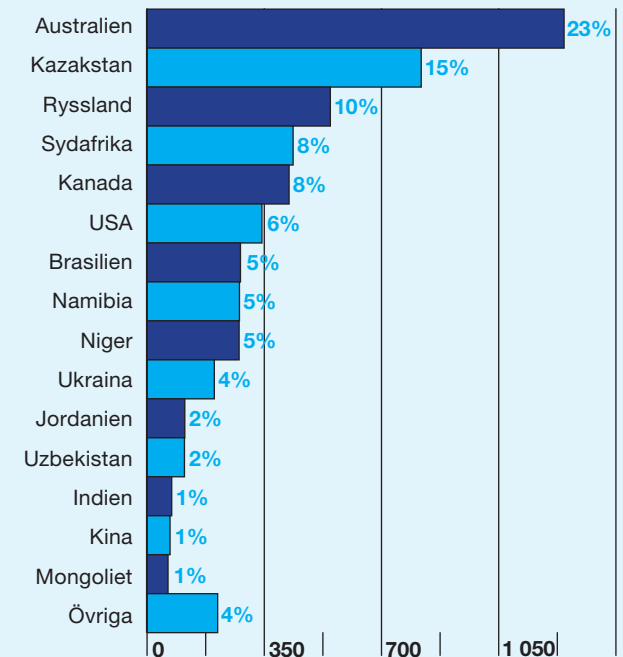
### Utbud av uran

Under 2008 förseddes 51 600 ton uranoxidkoncentrat ( $U_3O_8$ ) från gruvor, innehållande 43 900 ton uran, vilket motsvarar ungefär 68 procent av kraftbolagens årliga behov. Mellanskillnaden täcks av sekundära källor, bland annat återvunnet uran och plutonium

från använt kärnbränsle, som blandad oxid (MOX) bränsle. Stora kommersiella återvinningsanläggningar finns i Frankrike och Storbritannien, med kapacitet på över 4 000 ton använt bränsle per år. Produktionen från dessa återinträder i bränslecykeln och fabriceras till nya bränsleelement av blandad oxid (MOX). Omkring 200 ton MOX används varje år, vilket motsvarar mindre än 2 000 ton  $U_3O_8$  från gruvor. Militärt uran för vapen anrikas till betydligt högre nivåer än vad som är fallet för den civila bränslecykeln. Vapenklassat material är till cirka 97 procent U-235, och detta kan spädas ut cirka 25 till 1 med utarmat uran (eller från 30 till 1 med anrikat utarmat uran) för att reducera den

### Kända utvinningsbara uranresurser 2007

Tusental ton. Källa: World Nuclear Association  
Procent av världens uranresurser



# Fallstudie: kärnkraft

till cirka 4 procent, vilket är lämpligt för användning i en reaktor. Från 1999 till 2013 ersätter utspädningen av 30 ton sådant material cirka 11 000 ton per år av gruvproduktion.

Under senare år har 40 till 50 procent av uranproduktionen kommit från sekundära källor enligt IEA. EIA förväntar sig att dessa sekundära källor kommer att minska i betydelse under de kommande åren, då "Megaton till Megawatt"-programmet som konverterar avvecklade ryska stridspetsar till kommersiellt tillgängligt bränsle avslutas 2013. Från 2004 har Ryssland tillhandahållit höganrikat uran från kärnladdningar för omvandling till bränsle för kommersiellt bruk. Vid programmets slut 2013 kommer 20 000 kärnstridspetsar med höganrikat uran att ha utblandats till låganrikat uran. Detta program kommer att ha producerat bränsle motsvarande över 100 000 ton naturligt uran från gruvor 2013. Således, i kombination med de växande kraven på bränsle, kommer detta att leda till en hävstångseffekt på efterfrågan för naturligt uran.

### Större kärnkraftsnationers policy

Land	Andel kärnkraft i elproduktionen	Antal kärnkraftverk	Antal kärnkraftverk under konstruktion	Uttalad policy
USA	20%	104	1	Ny kärnkraft uppmuntras
Frankrike	76%	59	1	För kärnkraft
Japan	25%	55	1	För kärnkraft
Ryssland	17%	31	9	För kärnkraft
Sydkorea	36%	20	6	För kärnkraft
Storbritannien	14%	19	0	Uttalad favör för nybyggnation
Kanada	15%	18	2	För kärnkraft
Tyskland	28%	17	0	Utfasning av kärnkraft
Indien	2%	17	5	Målsättning om aggressiv expansion av kärnkraft
Kina	2%	11	20	Målsättning om aggressiv expansion av kärnkraft
<b>Världen</b>	<b>15%</b>	<b>436</b>	<b>53</b>	

Källa: World Nuclear Association, Goldman Sachs

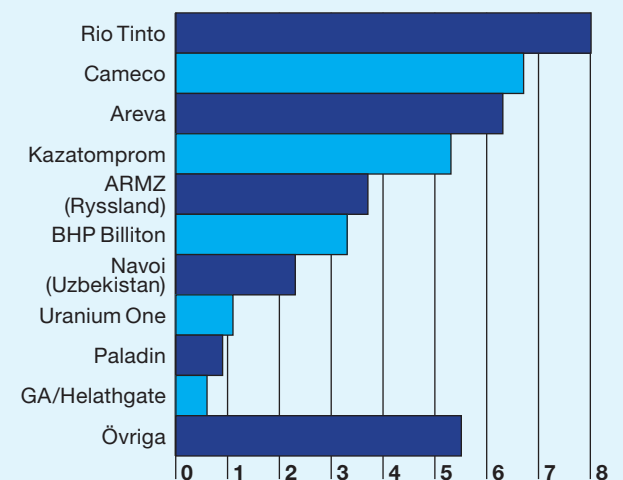
### Uranbrytning

Upphörandet av byggandet av nya kärnkraftverk efter 1980, tillsammans med fortsatt uranbrytning som översteg efterfrågan under största delen av det efterföljande årtiondet, resulterade i en kraftig minskning av gruvproduktionen från 1989 – och minimala investeringar i nya gruvor. Samtidigt som överskottslager betades av, innebar tillgången från andra källor att uranproduktionen halverades för att få någon slags balans mellan utbud och efterfrågan. Dock kommer en minskande tillgång från sekundära källor samt fortsatt efterfrågan att innebära att uranbrytningen påskyndar sin återhämtning under de kommande fyra åren, enligt de flesta experter. Uppgångar i priset på uran under 2006–2007 tillsammans med ljusare utsikter för kärnkraft har lett till förnyat intresse för att utveckla urantillgångar. Då de sekundära källorna förväntas minska under de närmaste 5–10 åren skulle även en oförändrad marknad kräva högre uranproduktion.

Även om uran som resurs är vida utbredd över hela världen, är större fyndigheter koncentrerade till

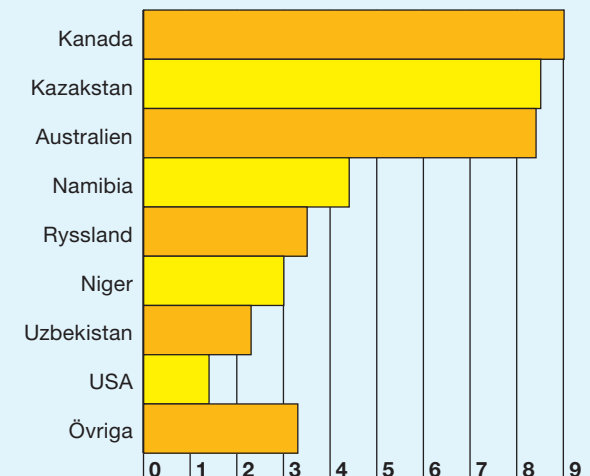
### Uranbrytning produktion 2008

Tusental ton. Källa: World Nuclear Association



### Uranproduktion per land 2008

Tusental ton. Källa: World Nuclear Association



ett fåtal länder (t.ex. Kanada, Australien, Kazakstan och Ryssland) och bryts av ett litet antal företag. Fyra bolag – Cameco, Areva, Rio Tinto och BHP Billiton – producerade 55 procent av världens samlade produktion under 2008 medan Kanada, Australien, Ryssland och Kazakstan svarade för sammanlagt 67 procent av den globala produktionen.

Under 2008 nådde den globala produktionen av uranmineral (som senare raffinerats till uranoxidkoncentrat  $U_3O_8$ ) 43 900 ton, en ökning med 5 procent från året innan. Kazakstan och Namibia utökade båda produktionen under 2008 (med 28 respektive 51 procent) och Kanada var den största leverantören, med 9 000 ton eller 21 procent andel av den globala produktionen under perioden. Kazakstans uranproduktion uppgick till 8 500 ton år 2008 medan Ryssland var årets femte största leverantör med 3 500 ton.

### Kärnkraftens ekonomi

Debatten om kostnaderna för kärnkraft kretsar huvudsakligen kring byggnationskostnaderna. Detta är en funktion av anläggningens storlek, standardisering av utformningen, den förväntade livslängden på reaktorn och den diskonteringsränta som används. Många statliga studier och marknadsundersökningar i början av förra årtiondet såg kärnkraft som konkurrenskraftigt endast när kostnader för koldioxidutsläpp togs med för kol- och gasdriven kraftproduktion. Dessa analyser byggde dock på antagandet om att de då låga bränslepriserna för gas och kol skulle förbli låga under överskådlig framtid. I en alltmer resursbegränsad, men energitörstande, värld är kärnkraften ekonomiskt gångbar vid allt annat än mycket låga priser på fossila bränslen.

IEA:s World Energy rapport 2006 bedömde att även exklusive utsläppskostnader är kärnkraft kostnadseffektivt då gas kostar över 5,7 USD per miljö-

ner British Thermal Units (160 USD per  $m^3$ ) och kol över 70 USD per ton om man antar en kapitalkostnad på 2 500 USD per kW. Med den nuvarande marknadskostnaden för koldioxidutsläpp på 13 EUR (18,2 USD) per ton  $CO_2$  är kärnkraften än mer konkurrenskraftig. 3 500 USD per kW beräknas vara det globala genomsnittet för kostnaden att bygga ett kärnkraftverk. Detta är samma siffra som anges av Nuclear Energy Institute (NEI) där allt inkluderas, inklusive kapitaliserad ränta under konstruktionsperioden. EDF uppgav att kapitalkostnaden för kärnkraft (2 500 EUR per kW enligt deras uppskattning) kan jämföras med 1 700 EUR per kW i dag för ett kolkraftverk och 800 EUR per kW för en kombinerad gasanläggning. Variabler i kostnaderna för ett kärnkraftverk inkluderar kostnader för platspreparation och en relativ snäv marknad för utrustningen. För kärnkraft och andra kapitalintensiva projekt är kostnaden känslig för skillnader i den diskonteringsränta som används, liksom för antaganden om tillgångens avskrivningstid.

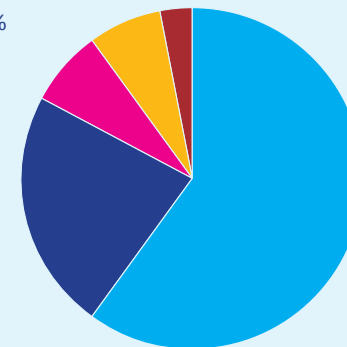
Vid 60 USD per lb för naturligt uranconcentrat ( $U_3O_8$ ), utgör bränslet 10 procent av kärnkraftens kostnad, där uran är cirka 25 till 30 procent av detta, det vill säga 3 procent av den totala kostnaden. Följaktligen får även stora fluktuationer i priset på uran minimala effekter på den totala kostnaden för kärnbränsle. Därmed har kraftbolagen en hög grad av säkerhet, beroende på tillgänglighet, kring de operativa kostnaderna för deras kärnkraftverk under många år framöver. Däremot är priserna på naturgas och olja kopplad till efterfrågan från andra källor (uppvärmning respektive transporter) samt från elproduktion som påverkar balansen mellan tillgång och efterfrågan och som historiskt har lett till högre volatilitet i priserna.

Under 2005 stod elproduktionen för 40 procent av de globala  $CO_2$ -utsläppen (IEA). Även om förnybar energi har vuxit från en liten bas, var den överlägset

### Uppskattad kostnadsbild för nytt tredje generationens kärnkraftsverk

Källa: Goldman Sachs, branschdata

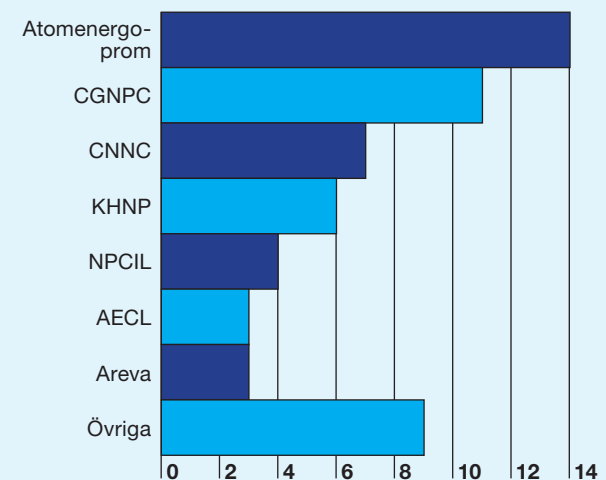
Kapitalkostnad 60%  
Drift och underhåll 23%  
Bränsletillverkning 7%  
Avfallshantering 7%  
Uran 3%



### Kärnkraftverk under konstruktion 2009

Antal kärnkraftverk per deltagande företag.

Källa: IAEA, WNA "Plans for New Reactors Worldwide" (september 2009)



största källan till låga koldioxidutsläpp år 2005 de 15 procent av världens el som produceras i kärnkraftverken. Enligt International Atomic Energy Agency (IAEA) avger den kompletta värdekedjan för kärnkraft – inklusive uranbrytning, reaktorkonstruktion och avfallshantering – endast 3 till 24 gram koldioxid per kWh, ungefär lika mycket som vind- och vattenkraft, och ligger långt under de 350–800 gram koldioxid per kWh som avges från kol, olja och naturgas. I motsats till kärnkraft, kan ingen annan förnyelsebar energikälla övervinna de hinder som finns när det gäller kostnader och oregelbundenhet och därigenom bidra med produktionskapacitet i en större skala. Cameco har fastställt att dagens kärnreaktorer (som ett alternativ till kolproducerad el) redan har förebyggt utsläpp på 2,5 miljarder ton CO<sub>2</sub> per år. För att åstadkomma samma besparing skulle det krävas att hälften av världens alla motorfordon avlägsnades.

### Den ryska kärnkraftsektorn

Den ryska kärnkraftskedjan kontrolleras av staten, där majoriteten av tillgångarna ägs av det statliga bolaget Atomenergoprom. Utvecklingen stannade upp efter Tjernobyl-olyckan 1986, och sektorn stagnerade. Det statliga bolaget Rosatom grundades 2007, som en följd av reformer inom den statliga sektorn, och fick funktionerna av ett federalt organ under 2008. Det har nu hand om utvecklingen av den nukleära sektorn, i linje med det federala programmet Utveckling av Rysslands kärnkraftsanläggningar fram till 2015, som syftar till att stödja byggandet av 26 nya reaktorer fram till 2020 och öka andelen kärnkraft i Rysslands bränslemix till mellan 25 och 30 procent år 2030.

Rosatom hanterar nu alla Rysslands kärnkraftstillsättningar, inklusive civila och militära operationer och grundläggande forskning. Rosatom är 100-pro-

centig ägare av Atomenergoprom, ett integrerat företag som konsoliderar alla civila tillgångar i den ryska kärnkraftssektorn. Det åtar sig verksamheter utöver hela cykeln, från uranbrytning till kärnkraftverksbyggnation och kraftproduktion. Det är också störst på att bygga kärnkraftverk i utlandet (med fem reaktorer under uppförande), och den näst största kärnkraftverksoperatören (genom Energoatom; 10 kärnkraftverk, 31 reaktorer med en total kapacitet om 23 GW). Bolaget kontrollerar 40 procent av den globala marknaden för anrikning av uran, och 17 procent av kärnbränslemarknaden. Atomenergoprom har också betydande uranreserver (världens näst största, med hänsyn tagen till andelen av Kazakstans resurser).

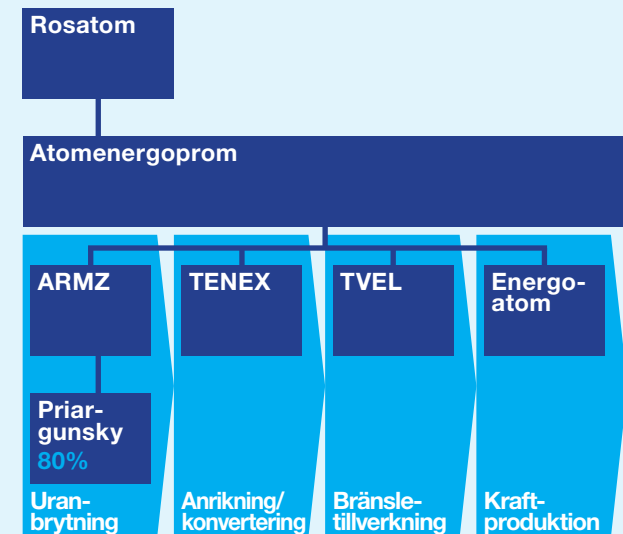
Uranbrytning konsolideras i Atomredmedzoloto (ARMZ), vilket inkluderar ryska och utländska tillgångar samt andelar i joint ventures. ARMZ kontrollerar alla ryska gruvprojekt och andelar i utländska joint ventures. Priargunsky (PGHO) är den viktigaste ryska gruvtillgången inom koncernen och levererar uran till anrikningsanläggningarna. Företag inom ARMZ står nu för reserver om 690 000 ton (13 procent globalt) och producerade 3 700 ton uran under 2008, varav PGHO står för över 3 000 ton. ARMZ ärvde 19 projekt med sammanlagda urantillgångar om 400 000 ton i Ryssland. Den strategiska utvecklingsplanen inom ARMZ avser framställning av 20 000 ton uran innan 2025. Gruvbolaget har varit aktivt kring att förvärva gruvtillgångar utanför Ryssland som finansieras med offentliga medel eftersom naturligt uran idag är en naturtillgång där efterfrågan i Ryssland är större än utbudet. Strategin för ARMZ efter den nuvarande konsolideringsfasen är inte klar men en öppenhet gentemot investerare och en avdelning för investerarelationer antyder en framtida interaktion med kapitalmarknaden.

Konvertering och anrikning görs vid Angarsky

### Atomenergoproms företagsstruktur

Med ryska kärnbränslecykeln

Källa: företagsdata



Elektrolys Chemical Plant (Irkutsk), Sibirsky Chemical Plant (Tomsk), Uralsky Electro Chemical Plant (Sverdlovsk) och Electro Chemical Plant (Krasnoyarsk). Under 2006 grundade Techsnabexport (Tenex) och Kazatomprom (Kazakstan) ett internationellt anrikningscenter för uran i Irkutsk-regionen. Tenex är den största leverantören av uran, uranbränsle, anrikning och konvertering globalt. Dess huvudsakliga verksamhet är konverteringsanläggningen vid Angarsk med en kapacitet om 18 700 ton per år.

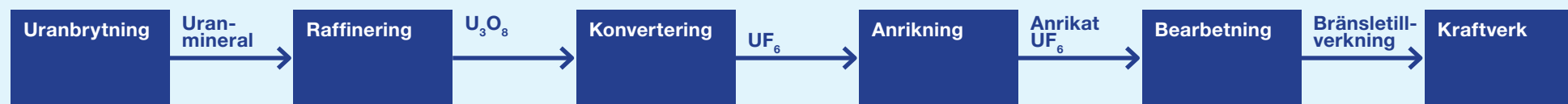


Tillverkning av uranbränsle utförs av företag som är integrerade i TVEL. TVEL levererar bränsleelement för rysktillverkade RBMK- och VVER-reaktorer i Ryssland, OSS, Öst- och Centraleuropa samt nybyggda reaktorer i Kina, Indien och Iran. Under 2009 försåg bolaget 76 reaktorer i 15 länder med bränsleelement med en total kapacitet om 58 GW, vilket motsvarar 16 procent av världens kärnkraftskapacitet. TVEL har majoritetsägande i de två bränslefabrikerna Mashinostroitelny Zavod ("MASZ") och Novosibirsk Chemical Koncentrat Plant ("NZHK"), som båda är noterade på RTS.

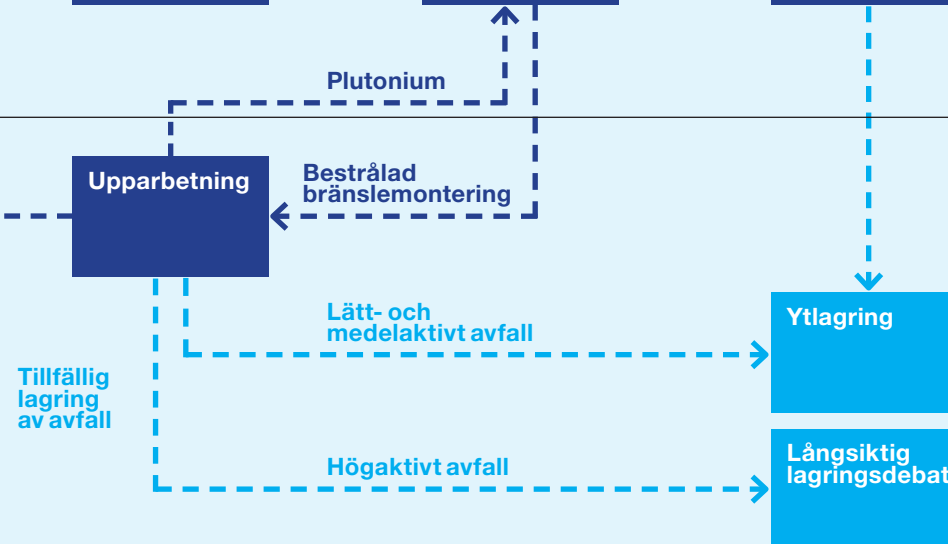
Kärnkraftverk konstrueras av flera bygg- och anläggningsföretag. Konstruktion och design inkluderar ett antal forskningsinstitut i Moskva, Leningrads län, Krasnojarsk, Novosibirsk och andra platser. Elproduktion sköts av Energoatom som handhar driften av alla 10 kärnkraftverk i Ryssland, med en total kapacitet på 23,7 GW. Andelen kärnkraft i den totala elproduktionen är 16 procent. Rysk kärnforskning omfattar också ett antal forskningsinstitut som deltar i konstruktion och utveckling av kärnkraftverk och utrustning därtill, samt bränsle- och materialdesign.

Den ryska kärnkraftssektorn genomgår en fas av konsolidering och omstrukturering. Med ambitiösa nationella planer för kärnkraft vidtas åtgärder för att säkerställa tillräcklig tillgång till uran. Baserat på kraftproduktionsmål och 80 procents laddningsfaktor för kärnkraftverk, skulle efterfrågan på uran mer än fördubblas – till 8 000 ton under 2009–2019 jämfört med 2008 års produktion på 3 500 ton. Det finns en medvetenhet om att finansieringen för detta kommer att behöva tas in från kapitalmarknaderna med tecken på ökad öppenhet gentemot investerarsamfundet både på ARMZ men också Atomergoprom som planerar att ta upp ett stort obligationslån.

### Kärnbränslecykeln uppströms



### Kärnbränslecykeln nedströms



Källa: företagsdata, Goldman Sachs

# Fallstudie: kärnkraft

## BashTEK Oil

Vostok Nafta äger andelar i tre separata oljeraffinerier och ett petrokemiskt företag med bas i republiken Bashkortostan. Bolagen; Ufa Refinery, Ufaneftekhim, Novoil och Ufaorgsintez kontrollerades samtliga vid det tillfälle då vi köpte aktierna genom ett majoritetsägande från det noterade ryska konglomeratet och investmentbolaget AFK Sistema. Sistema har en strategi som går ut på att konsolidera och integrera dessa bolag med upstreamoljebolaget Bashneft och återförsäljarnätverket i Bashkirnefteproduct – till ett kombinerat och vertikalt integrerat oljeföretag med namnet BashTEK Oil. Denna process har redan inletts, då Sistema sålt sin andel i de fyra downstreambolagen till Bashneft – en affär som godkändes på en extra bolagsstämma i december 2009. I enlighet med rysk lagstiftning är nästa steg att Bashneft ger minoritetsaktieägarna i raffinaderierna ett erbjudande – antingen ett kontant sådant

eller ett erbjudande om att byta in sina aktier mot aktier i Bashneft. Detta för att helt och fullt kunna integrera raffinaderi- och downstreamverksamheten med Bashneft.

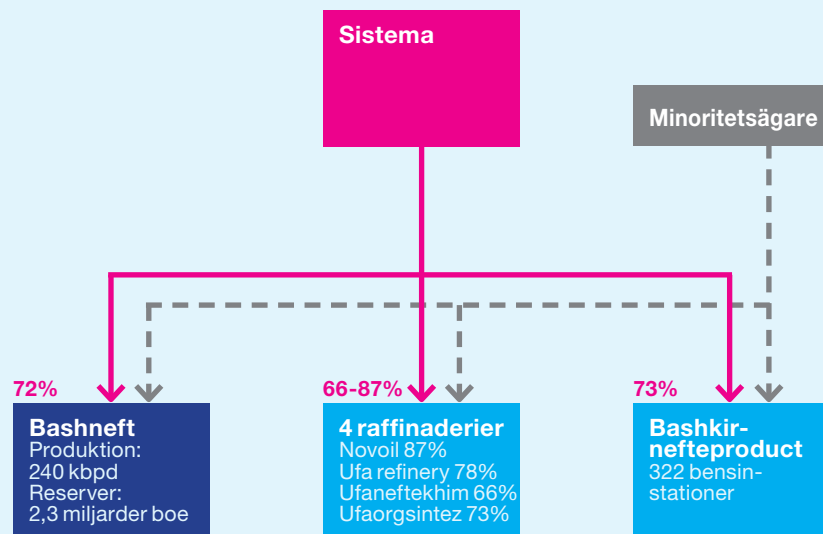
Konsolideringen av de bashkiriska energitillgångarna kommer att förvandla Bashneft till ett vertikalt integrerat bolag med tonvikt på raffinering. Det nyligen bildade bolaget BashTEK kommer att vara en av de tio största oljeproducenterna i Ryssland (med en produktion om 11,7 miljoner ton år 2008), det femte största bolaget när det gäller oljeraffinering (med en bearbetad volym om 21 miljoner ton år 2008) och det fjärde största bolaget sett till de samlade oljereserverna (över 310 miljoner ton). För att balansera kapaciteten upstream (cirka 12 miljoner ton per år) med den kapacitet som finns downstream (cirka 20 miljoner ton per år) behöver Bashneft köpa mellan 11 och 12 miljoner ton råolja per år på den öppna marknaden. Sistema rapporterar att Bashneft nått

en överenskommelse med Lukoil och Shell kring köp av råolja. Den huvudsakliga fördelen med att äga raffineringskapacitet i Ryssland är att exporttullarna på raffinerade produkter är betydligt lägre än på råolja. Detta gäller framför allt lätta produkter, där exportavgifterna är runt 75 procent av avgifterna på råolja, och tunga oljeprodukter, där exportavgifterna är 40 procent av avgifterna på råolja. En bättre lönsamhet i downstreamexportverksamheten innebär en bättre lönsamhet på försäljningen av produkter på den inhemska marknaden, genom systemet med netbackpriser.

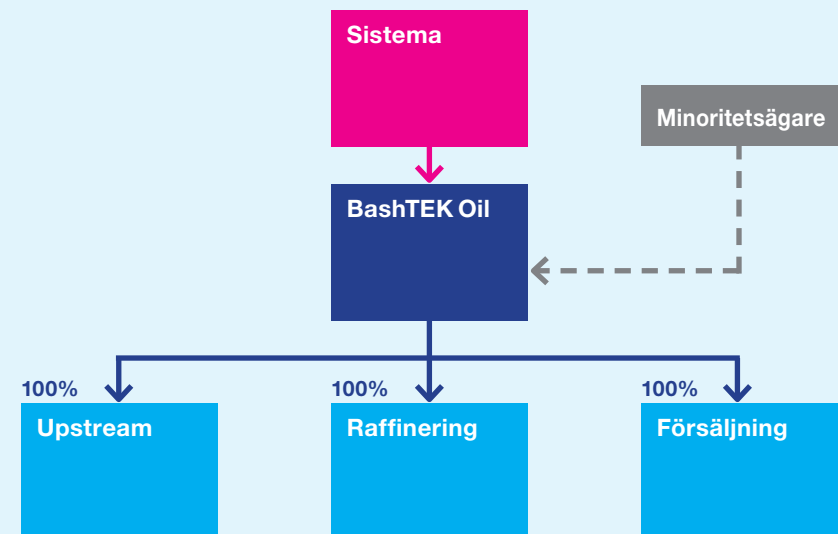
## LUKoil

LUKoil är ett av de största vertikalt integrerade oljebolagen i Ryssland, med en produktion om 1,85 miljoner fat per dag under 2009 – vilket utgör 19 procent av den samlade ryska oljeproduktionen. I ett globalt perspektiv har bolaget kontroll över 1,1

### Före konsolidering



### Efter konsolidering



# Övriga innehav

procent av världens oljereserver och svarar för 2,3 procent av världens totala oljeproduktion. LUKoils aktie handlas med en betydande rabatt jämfört med dess huvudsakliga ryska jämförelseobjekt, Rosneft. Detta beror framförallt på skillnader i de båda bolagens utsikter för den framtida produktionstillväxten. Marknaden har också ifrågasatt vilket värde som egentligen skapas som en följd av LUKoils investeringar i downstreamförvärv i Italien och Nederländerna samt bolagets fält South Khylychuyuskoye och Yuri Korchagin i Timan Pechora och norra Kaspiska havet. LUKoil tillkännagav i december 2009 en ny strategi. Bolaget ska istället för ekonomiskt utmanande utbyggnader av nya ryska oljefält och mycket svåra downstreamförvärv fokusera på att generera fritt kassaflöde och få till stånd en tillväxt i bolagets utdelningar. Framöver kommer bolagets fokus med andra ord att ligga på ett ökat aktieägarvärde genom förbättrade fria kassaflödesnivåer på bekostnad av lägre investeringar och, som en följd av detta, en lägre produktionstillväxt. Värderingen av LUKoil är jämfört med såväl ryska som internationella oljebolag och på multiplar som såväl intäkter som kassaflöde, extremt attraktiv. Detta trots att den framtida produktionstillväxten nu blir något lägre än vad som varit fallet i tidigare prognoser.

### **Gaisky GOK**

Gaisky GOK är Rysslands näst största kopparproducerande bolag, mätt i volym producerad koppar, med en inhemsk marknadsandel om 11 procent. Bolaget kontrolleras av Urals Metals and Mining Company ("UMMC") (84,5 procent) och är en nyckelleverantör av kopparmalm till UMMC:s kopparproducerande dotterbolag. Gaisky kontrollerar mer än tre fjärdedelar av malmreserverna i Orenburgregionen i Ural, och bolagets totala malmreserver uppskattas till 305 miljoner ton – vilket ger en livslängd om

över 50 år baserat på dagens produktion. Under 2008 producerade Gaisky 75 500 ton av sin huvudsakliga produkt, kopparkoncentrat. Samtidigt producerade bolaget 6 100 ton zinkkoncentrat och 53 000 uns guld. Den finansiella rapporteringen för 2009 års första nio månader visar på förbättrade marginaler för Gaisky, vilket kan vara en indikation på att transfer pricing till andra bolag inom UMMC reducerades under perioden. Gaisky hade intäkter om 207 miljoner USD under perioden, ner tio procent på årsbasis men med en stark rörelsemarginal om 27 procent. Denna utveckling är ytterst uppmuntrande, då bolaget är extremt försiktigt värderat givet dess tillgångar och prismiljön för kopparprodukter. På grund av de försämrade marknadsförutsättningarna i början av året har bolaget skjutit upp sina planer på att modernisera och expandera sina malmanriktningsanläggningar.

### **Alrosa**

Alrosa är världens näst största rådiamantproducent. Företaget, som ligger i Jakutien, står för 95 procent av Rysslands totala diamantproduktion, och cirka 25 procent av världens produktion av rådiamanter. Tillsammans med De Beers kontrollerar de två företagen 75 procent av den internationella diamantmarknaden. Dessutom innehar bolaget cirka 30 procent av världens diamantreserver om totalt 5,1 miljarder karat. Vid sidan av sin ryska verksamhet har Alrosa också ett stort intresse i ett diamantproduktionsbolag i Angola. Största kontrollerande aktieägare är den ryska staten, som äger 51 procent, och den regionala regeringen med cirka 40 procent. Alrosa är ett slutet aktiebolag (CSJC) som sätter begränsningar på att äga bolagets aktier och regleringar som hindrar likviditet. Det uttalade syftet att ändra den legala strukturen tillsammans med interaktion med kapitalmarknaderna för att finansiera utvecklingen av bolagets tillgångar kommer sannolikt att leda till en omvärdering.

2009 var ett mycket tufft år för diamantproducenter. Produktionen vid De Beers, Alrosas största konkurrent, minskade med 50 procent vilket resulterade i en försäljningsminskning om 44 procent och en nyemission på 1 miljard USD för att betala och omstrukturera skulderna. Alrosas konkurrensfördel under 2009 var dess ägare, den ryska staten, som stöttade bolaget genom ett antal olika sätt vilket möjliggjorde för bolaget att upprätthålla produktionsvolymerna på samma nivåer som 2008. Dess produktion köptes till stor del av staten fram till september 2009 samtidigt som bolaget tog emot lån och sålde mindre viktiga tillgångar genom statligt kontrollerade banker. Prissättningen för rådiamanter återhämtade sig starkt under andra halvåret 2009, även om priserna för polerade diamanter släpade efter då konsumenter av smycken förblev försiktiga.

### **Siberian Cement**

Siberian Cement är ett helintegrerat cementbolag som kombinerar en intern råvarubas, fyra cementfabriker i Sibirien, en byggmaterialfabrik i Krasnojarsk, en kedja av betongfabriker och ett transportföretag med 2 000 järnvägsvagnar för att leverera cement till kunderna. Grundat 2004 efter förvärvet av fristående cementfabriker i Sibirien har bolaget blivit Rysslands näst största cementproducent, som idag sysselsätter 8 000 personer. Med en marknadsandel på 65 procent har det en dominerande ställning i det sibiriska federala distriktet. En betydande del av bolagets verksamhet (10 procent av intäkterna) härstammar från byggmaterial. Siberian Cements byggmaterialfabrik är den största leverantören av tak och betongrör i regionen.

Siberian Cements vertikalt integrerade företagsstruktur diversifierar verksamheten, förser företaget med överlägsen kontroll över sin produktion och större flexibilitet när det gäller försäljning och transport

av färdiga produkter. Bolaget har en dominerande ställning på marknaden och levererar till regionens bostads- och industribyggprojekt samt infrastrukturprojekt. Som ett resultat har företaget goda rörelsemarginaler. Områdena kring Kemerovo, Krasnojarsk och Irkutsk har historiskt uppvisat lägre bygginvesteringar per capita än det ryska genomsnittet, men utvecklas snabbt vilket stimulerar efterfrågan på cement. Dessutom finns det flera industriella projekt som nya oljefält, modernisering av vattenkraftverk och aluminiumverk samt infrastrukturprojekt som kommer att stärka efterfrågan i regionen.

### **Clean Tech East Holding**

Clean Tech East (tidigare SystemSeparation) omvandlades under 2009, med en ny strategisk plan vars syfte är att etablera en grupp med tydligt fokus på ren energi och miljöteknik genom investeringar i nya affärsområden. I slutet av mars 2009 togs det första steget genom förvärvet av det träpelletsproducerande bolaget Eastern Bio Holding (EBH), ett förvärv som finansierades genom en nyemission om 47 miljoner SEK. Efter förvärvet bedrivs Clean Tech Easts verksamhet inom två separata affärsområden: Power Chemicals, som tillverkar bränsletillsatser för kraftverk och Biomass Fuels, som består av det förvärvade EBH. Efter att ha dragits med normala uppstartsförseningar från igångsättandet av produktionen i augusti 2009 spås produktionen öka betydligt under 2010. Bolaget kommer samtidigt att få betydligt bättre betalt för sin produktion efter att man köpt ut Fortums 20-procentiga ägarandel och sagt upp det femåriga leveranskontraktet – vilket stipulerade att pellets skulle levereras till Fortum till ett förutbestämt pris. Tidigare hade Fortum tagit en ägarandel i utbyte mot garantier om att köpa fabriken initiala produktion men till ett bestämt pris under nuvarande marknadsnivåer. Marknadsutsik-

terna för industriell träpellets som levereras i bulk är gynnsamma, då olika EU-initiativ som syftar till att bekämpa klimatförändringar innebär att mängden koldioxid som släpps ut begränsas. En av de åtgärder som vidtas för att uppnå minskade koldioxidutsläpp är inblandning av träpellets i koleldade kraftverk – vilket är ett kostnadseffektivt sätt att minska utsläppen utan att behöva investera stora summor i dessa kraftverk. Clean Tech Easts ambition är att förvärva ytterligare aktiviteter inom miljöteknik som antingen kompletterar den existerande verksamheten eller kan utgöra separata affärsområden. Potentiella förvärv kommer att fokusera på Ryssland, då miljöfrågorna befinner sig i ett tidigt stadium i dessa regioner – och då konkurrensen därför är begränsad.

### **Kazakstan**

Kazakstan kom igenom den ekonomiska nedgången i bättre form än Ryssland, trots att bank- och fastighetssektorn var mycket mer hänsynslös, samt att landet lät valutans devalveras först efter Ryssland. BNP-tillväxten under 2009 kommer sannolikt att vara nästan oförändrad, mycket bättre än i Ryssland, på grund av snabb tillväxt inom utvinning av råvaror, snabbare och riktade statliga åtgärder och en valuta som var billigare till att börja med. De inhemska sektorerna i ekonomin håller också på att återhämta sig efter skuld- och fastighetsbubblan under de senaste åren som påeldades av utländskt kapital. Då banksektorn delats upp i en bra del med friska banker där andelen dåliga lån har nått sin topp och en dålig del, där omstruktureringsprocessen pågår, kan återhämtning i den inhemska ekonomin börja att ta form. De goda bankerna är överkapitaliserade och kämpar för att hitta bra låntagare.

Kazakstan kommer att fördubbla sin oljeproduktion under nästa decennium, och öka utvinningen av en rad andra råvaror kraftigt. Detta ger ett starkt

makroekonomiskt stöd och en grund för tillväxt. Länarna till Kina har blivit starkare då Kazakstan bygger stora nya olje-, gas-, järnvägs- och vägförbindelser till Kina, och har en pipeline på plats som gör att landet kan skicka en fjärdedel av sin oljeexport till Kina. Under krisen har Kina också bidragit med det kapital som krävs för att stabilisera landet, och har belönats med en ökande andel av dess resurser. IMF prognostiserar 2 till 3 procents BNP-tillväxt för 2010 då inflationen sjunker till mellan 6 och 8 procent. Med ett oljeprisantagande om 70 USD per fat förväntas den finanspolitiska budgeten visa 1 procents överskott med en positiv bytesbalans om 4 procent.

Steppe Cement är en av de största cementtillverkarna, beläget nära Aktau i centrala Kazakstan, med en marknadsandel om 18 procent. Företaget har sitt eget dagbrott med kalksten och lera placerad nära produktionsanläggningen som ger företaget god tillgång. Andra insatsvaror såsom el, vatten, järnmalm och kol finns lättillgängligt från regionala leverantörer. Under 2009 producerade Steppe Cement 900 000 ton cement som väntas öka med kapacitetstillskott som väntar på att färdigställas när marknaden återhämtar sig. Cementkonsumtionen i Kazakstan har fallit 36 procent från toppen 2007 till 2009, samtidigt som priserna föll med 57 procent till cirka 64 USD per ton. 2009 års finansiella resultat väntas visa en omsättning på 59,2 miljoner USD med en rörelsemarginal om 4 procent. Då den privata byggverksamheten förbättras och större statliga infrastrukturprojekt genomförs är utsikterna för 2010 positiva. Med en erfaren ledning som en dominerande aktieägare och en kostnadseffektiv verksamhet utvecklas bolaget till ett av de mest kostnadseffektiva cementbruken i Centralasien – med en närhet till högtillväxtstäderna Astana och Karaganda i Kazakstan.

Caspian Services erbjuder tjänster till olje- och gasbolag verksamma i regionen kring Kaspiska havet

i västra Kazakstan. Bolaget är verksamt inom tre tjänsteområden: marina fartygstjänster, geofysiska tjänster offshore och onshore samt utveckling av infrastruktur för utvinning av olja och gas. Aktiviteten inom den kazakstanska oljetjänstesektorn runt Kaspiska havet växer kontinuerligt i takt med att det enorma Kashagan-projektet, som omfattar investeringar på 136 miljarder USD och operativa utgifter på 100 miljarder USD under 40 år, liksom andra stora havsbaserade projekt skall utvecklas. Denna aktivitet kommer att driva efterfrågan på seismiska tjänster, fartyg samt andra stödjande infrastruktur tjänster som Caspian Services är väl positionerade att leverera. Största kunderna är Saipem, en entreprenad-firma på Kashagan-fältet, Ministeriet för Energi och Mineraltillgångar för att utföra seismisk kartläggning av öppen areal på Kaspiska havet samt CMOC/Shell för utveckling av Oman Pearls-fältet. Investeringar i prospektering och produktion i området gör Caspian Services väl positionerade att vinna en betydande del av framtida kontrakt, eftersom bolagets fokus på kvalitet och säkerhet gör det möjligt för Caspian Services att arbeta med stora internationella olje- och gasbolag.

### **Ukraina**

Viktor Yanukovych är Ukrainas nyvalde president efter att ha vunnit med en liten marginal över premiärminister Yulia Tymoshenko i den andra omgången av presidentvalet. Yanukovych ärver det Tymosjenko-ledda kabinettet tills den nya koalitionsmajoriteten bildas i det ukrainska parlamentet (Rada). Finanspolitisk anpassning och ett återupptagande av IMF-finansieringen är fortfarande de viktigaste prioriteringarna efter valet. Efter den av krisen sporrade och politiskt motiverade utökningen av budgetunderskottet till låga tvåsiffriga tal i procent av BNP 2009, måste myndigheterna nu ta till stramare

finanspolitik under de kommande åren för att hålla återbetalningsschemat för stadskulden hanterbart och återfå tillgången till de internationella obligationsmarknaderna. Det återstår att se vilka politiska alternativ myndigheterna väljer (beroende på den politiska konfigurationen efter valet), men det verkar vara en allmän uppfattning att landet är beroende av extern finansiering och behöver stärka de internationella investerarnas förtroende.

Den gradvisa ekonomisk återhämtningen fortsatte i december 2009, ledd till stor del av exportindustrin. Enligt centralbankens beräkningar ökade produktionen i huvudsektorerna med 0,4 procent i december från året innan, efter att ha stigit 0,1 procent i november. Inflationen har sjunkit till 11,1 procent i årstakt i januari. De främsta bakomliggande faktorerna för den årliga inflationsreduktionen är den höga baseeffekten från 2009, dämpad efterfrågan och den relativt stabila valutamarknaden.

Poltava GOK grundades 1970 som ett statligt bolag, men är idag den viktigaste tillgången för Ferrexpo, den tolfte största järnmalmproducenten i världen (noterad på LSE) som äger 97 procent av aktierna. Poltava är ett av de största gruvföretagen i Ukraina och landets främsta exportör av järnmalmspellet. Företaget har en installerad kapacitet om 12 miljoner ton pellets per år, men på grund av begränsningar i järnmalmproduktionen vid sitt dagbrott, kan Poltava bara producera 9 miljoner ton pellets per år. Under 2009 producerade bolaget 8,8 miljoner ton pellets medan det hade 3,7 miljarder ton i reserver. 85 procent av företagets produktion går på export till östra och centrala Europa samt till Kina. Ferrexpo bär logistik- och marknadsföringskostnader, samtidigt som Poltava säljer sin produktion till Ferrexpos handelshus till rabatterade marknadspriser.

Under 2009 var företagets produktion ned 3 procent från året innan, en ganska blygsam minskning

med tanke på förra årets svåra verksamhetsmiljö. Bolagets fokus på Europa och Kina har vidhållit kapacitetsutnyttjandet på nära 100 procent sedan mars 2009 och bevarat positiva kassaflöden. Nettoresultatet för första halvåret 2009 var 8,5 miljoner USD från intäkter om 240,5 miljoner USD. Ferrexpos faktiska överskottsvinst per ton pellets över Poltava har minskat från 15,5 USD per ton under 2008 till 4,8 USD per ton för första halvåret 2009. Utsikterna för priserna på järnmalm är gynnsamma, tack vare globala underskott och kontraktsförhandlingar för 2010 mellan stora leverantörer och köpare som talar om upp till 70 procents prishöjningar jämfört med 2009 års referenspris.

Dakor är en socker- och grödesproducent med 163 000 hektars markyta och 4 sockerfabriker med en total kapacitet om 200 000 ton per år. Företaget är helt självförsörjande på sockerbetor och har en kapacitet för lagring av socker på 95 tusen ton. Vete, raps, korn och majs ingår även i Dakors växeljordbruk. Under 2009 gick Dakor samman med Land West, båda kontrollerade av majoritetsägaren Danilo Korylkevych som kommer att äga 76 procent av det nya bolaget Dakor Agro Holding och där minoriteter i Dakor och Land West äger 19 respektive 5 procent. Vostok Nafta hade en ägarandel i Dakor på 4,8 procent innan sammanslagningen vilket kommer att överföras till en 4,0 procents andel i Dakor Agro Holding vid konvertering. Bolagsledningen har planer på att söka en notering på en europeisk börs under 2010, med Warszawa som det mest sannolika alternativet. Med sockerpriser på de högsta nivåerna på flera år är Dakor Agro Holding ett av de billigaste jordbruksbolagen i Ukraina med EV/EBITDA om 2,4 baserat på företagets prognostiserade EBITDA på 42 miljoner USD för 2009.

## 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. 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](http://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 2009–31 december 2009 var 345 000 aktier. Under kvartalet 1 oktober 2009–31 december 2009 var den genomsnittliga dagsomsättningen 284 000 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 2009

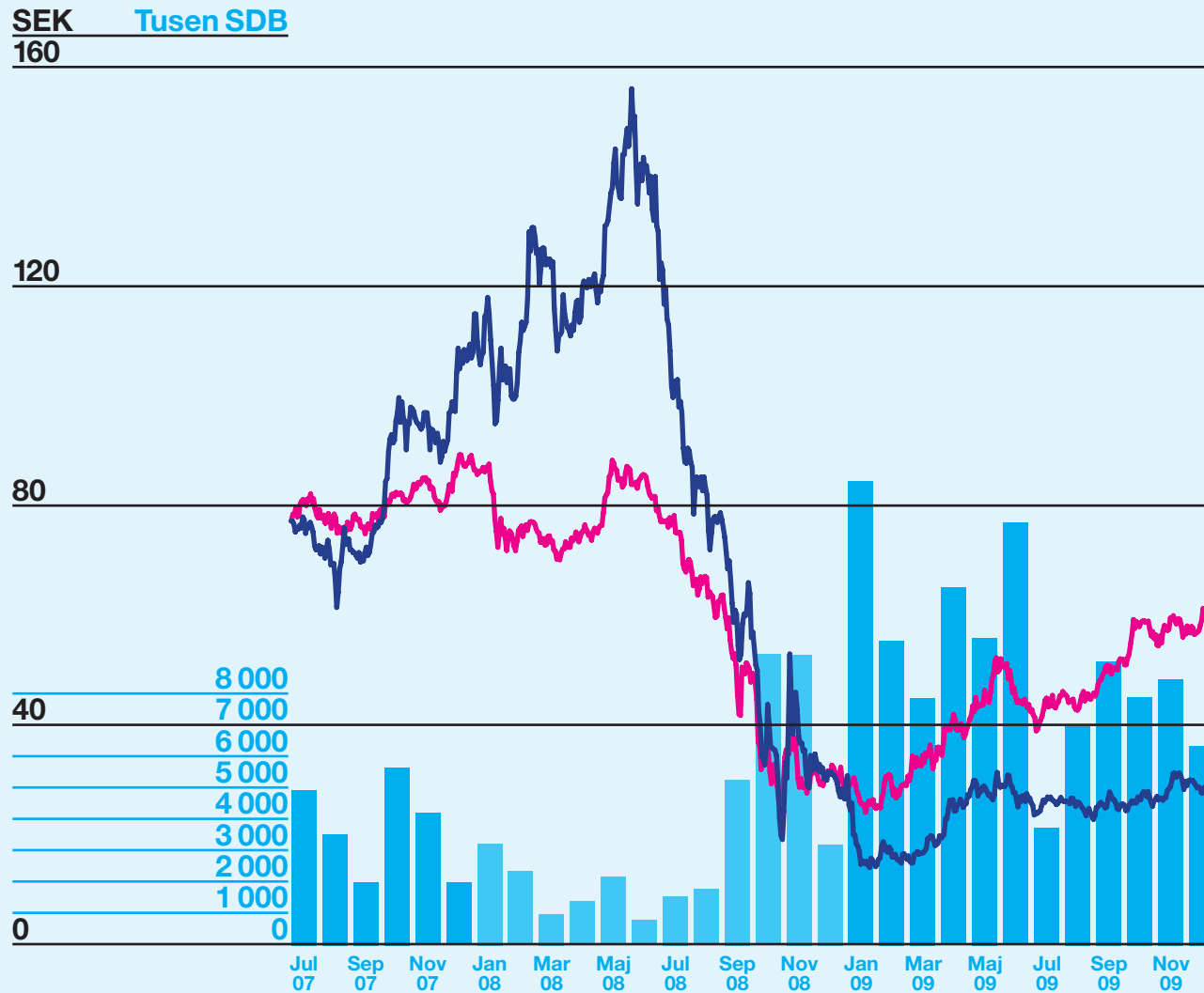
Nedanstående aktieägarförteckning per 30 december 2009 utvisar de tio största ägarna vid detta tillfälle. Antalet aktieägare i Vostok Nafta uppgick den 30 december 2009 till cirka 17 000.

Ägare	Antal SDB	Andel av kapital och röster, %
<b>Lorito Holdings (Guernsey) Ltd*</b>	<b>28 000 000</b>	<b>27,73%</b>
<b>Alecta Pensionsförsäkring</b>	<b>7 000 000</b>	<b>6,93%</b>
<b>Fjärde AP-fonden</b>	<b>5 874 817</b>	<b>5,82%</b>
<b>Länsförsäkringar Fonder</b>	<b>4 587 281</b>	<b>4,54%</b>
<b>HQ Fonder</b>	<b>4 073 323</b>	<b>4,03%</b>
<b>AFA Försäkringar</b>	<b>3 566 360</b>	<b>3,53%</b>
<b>Avanza Pension Försäkring</b>	<b>2 289 383</b>	<b>2,27%</b>
<b>Skandia Liv</b>	<b>1 722 861</b>	<b>1,71%</b>
<b>Nordea Fonder</b>	<b>1 569 307</b>	<b>1,55%</b>
<b>Swedbank Robur Fonder</b>	<b>1 158 182</b>	<b>1,15%</b>
<b>10 största ägarna</b>	<b>59 841 514</b>	<b>59,25%</b>
<b>Övriga utländska ägare och förvaltare</b>	<b>17 036 615</b>	<b>16,87%</b>
<b>Övriga svenska ägare och förvaltare</b>	<b>24 112 846</b>	<b>23,88%</b>
<b>Totalt</b>	<b>100 990 975</b>	<b>100,00%</b>

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 "Bolaget") registrerades i Bermuda den 5 april 2007 med registreringsnummer 39861. Bolagets svenska depåbevis (SDB) är noterade på NASDAQ OMX Nordic Exchange Stockholm, Mid Cap-segmentet, ticker VNIL SDB. Per utgången av december 2009 uppgick antalet aktieägare i företaget till ca 17 000.

## Koncernstruktur

Per den 31 december 2009 bestod Vostok Nafta-koncernen av det bermudianska moderbolaget Vostok Nafta Investment Ltd, ett helägt dotterbolag på Bermuda, Vostok Holding Ltd, tre helägda cypriotiska dotterbolag, Vostok Komi (Cyprus) Limited, Preline Holdings Limited och Dodomar Ventures Limited, fyra helägda ryska dotterbolag, ZAO Baikal Energy, OAO Resurs-Invest, OOO Resursniye Investitsii och OOO Volga – Nash Dom, 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. Geografiskt huvudfokus kommer att ligga på Ryssland. Portföljinnehavens sammansättning skall inte följa något specifikt index och det kommer inte att upprättas några exakta sektorviktningar 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

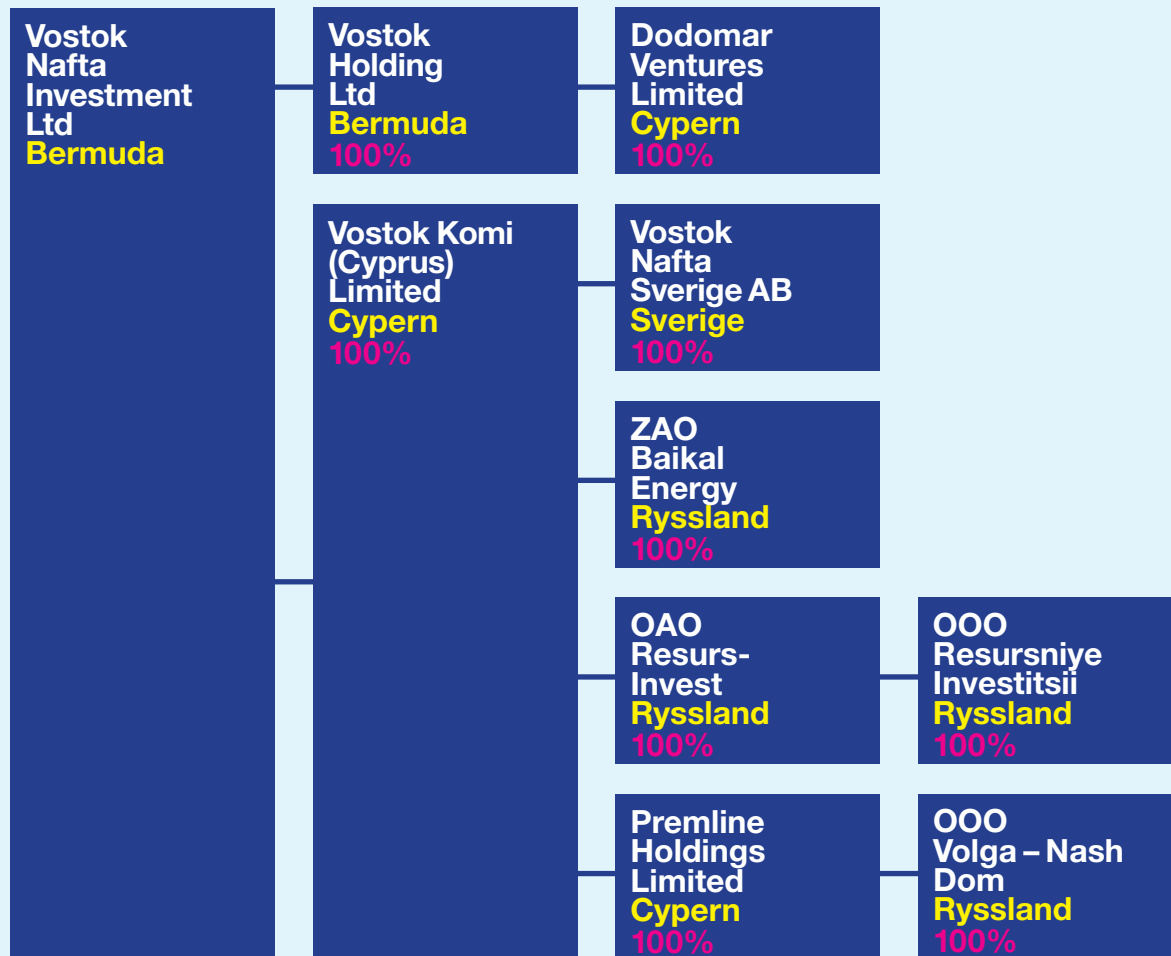
Styrelsen sammanträder fysiskt minst två gånger om året, dock mer frekvent då detta erfordras. Dessutom genomförs när så anses nödvändigt möten över telefon. Häremellan har verkställande direktören regelbundna kontakter med styrelsens ordförande och flera av de övriga styrelseledamöterna. Styrelsen beslutar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

## Resultaträkningar i sammandrag

(TUSD)	Jan 2009– dec 2009 (12 mån)	Jan 2008– dec 2008 (12 mån)	Jan 2007– dec 2007 (12 mån)	Jan 2006– dec 2006 (12 mån)	Okt 2004– dec 2005 (15 mån)
<b>Resultat från finansiella</b>					
tillgångar	141 582	-550 917	282 157	61 908	126 066
Övriga intäkter	10 021	10 673	10 355	12 541	4 726
<b>Summa intäkter</b>	<b>151 603</b>	<b>-540 244</b>	<b>292 512</b>	<b>74 449</b>	<b>130 792</b>
<b>Rörelsens kostnader</b>					
Rysk kupongskattkostnad på utdelningsintäkter	-1 367	-1 381	-1 499	-1 897	-691
Övriga rörelsekostnader	-	-15	-	-	-
<b>Rörelseresultat</b>	<b>144 339</b>	<b>-550 356</b>	<b>285 309</b>	<b>69 111</b>	<b>126 280</b>
<b>Finansiella intäkter och kostnader, netto</b>					
<b>Resultat före skatt</b>	<b>139 838</b>	<b>-557 344</b>	<b>283 154</b>	<b>69 721</b>	<b>129 488</b>
Skatt	8	956	-389	-88	-502
<b>Periodens resultat</b>	<b>139 846</b>	<b>-556 388</b>	<b>282 765</b>	<b>69 633</b>	<b>128 986</b>

## Balansräkningar i sammandrag

(TUSD)	31 dec 2009	31 dec 2008	31 dec 2007	31 dec 2006	31 dec 2005
<b>Materiella anläggnings-</b>					
tillgångar	1 948	510	545	316	92
<b>Finansiella anläggnings-</b>					
tillgångar	472 402	266 874	822 394	387 182	185 138
<b>Finansiella omsättnings-</b>					
tillgångar	3 180	27 847	4 197	-	995
Likvida medel	8 935	29 198	27 528	5 124	7 212
Övriga omsättningstillgångar	2 580	2 727	4 568	969	16 631
<b>Summa tillgångar</b>	<b>489 045</b>	<b>327 156</b>	<b>859 232</b>	<b>393 591</b>	<b>210 068</b>
<b>Eget kapital</b>					
Uppskjuten skatteskuld	-	19	1 358	11	-
Aktuell skatteskuld	516	498	106	585	509
Övriga skulder	905	78 746	53 814	7 952	27
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>489 045</b>	<b>327 156</b>	<b>859 232</b>	<b>393 591</b>	<b>210 068</b>

## Kassaflödesanalyser i sammandrag

(TUSD)	Jan 2009– dec 2009 (12 mån)	Jan 2008– dec 2008 (12 mån)	Jan 2007– dec 2007 (12 mån)	Jan 2006– dec 2006 (12 mån)	Okt 2004– dec 2005 (15 mån)
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	-6 231	-22 607	-162 982	-108 225	76 079
<b>Kassaflöde använt i investeringsverksamheten</b>	68	-146	-300	-264	-97
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	-10 856	26 119	185 673	106 375	-73 880
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>-17 019</b>	<b>3 366</b>	<b>22 391</b>	<b>-2 114</b>	<b>2 102</b>
<b>Kursdifferens i likvida medel</b>	-3 244	-1 696	13	26	-8
<b>Likvida medel vid periodens början</b>	29 198	27 528	5 124	7 212	5 118
<b>Likvida medel vid periodens slut</b>	<b>8 935</b>	<b>29 198</b>	<b>27 528</b>	<b>5 124</b>	<b>7 212</b>

## Nyckeltal

(TUSD om inget annat anges)	Jan 2009– dec 2009 (12 mån)	Jan 2008– dec 2008 (12 mån)	Jan 2007– dec 2007 (12 mån)	Jan 2006– dec 2006 (12 mån)	Okt 2004– dec 2005 (15 mån)
<b>Soliditet, %</b>	99,71	75,77	93,57	97,83	99,74
<b>Avkastning på eget kapital, %</b>	38,03	-105,79	47,56	20,88	70,88
<b>Avkastning på sysselsatt kapital, %</b>	34,68	-97,23	46,04	20,88	70,88
<b>Skuldsättningsgrad, ggr</b>	-	31,42	6,21	-	-
<b>Räntetäckningsgrad, ggr</b>	76	-81	77	-	-
<b>Substansvärde, MUSD</b>	488	248	804	385	210
<b>SEK/USD</b>	7,1568	7,8644	6,4683	6,85	7,94
<b>Substansvärde, MSEK</b>	3 490	1 950	5 200	2 638	1 667
<b>Substansvärdeutveckling i USD, %</b>	97	-69	109	84	35
<b>RTS-index</b>	1 474	632	2 291	1 922	1 126
<b>Utveckling av RTS-index</b>	133	-72	19	71	78
<b>Utdelning</b>	-	-	-	-	-
<b>Utdelning per aktie</b>	-	-	-	-	-
<b>Direktavkastning i %</b>	-	-	-	-	-

## Aktiedata

<b>Resultat per aktie, USD</b>	1,40	-10,32	5,24	1,29	2,39
<b>Resultat per aktie efter utspädning, USD</b>	1,40	-10,32	5,24	1,29	2,39
<b>Substansvärde per aktie, USD</b>	4,83	5,39	17,47	8,34	4,55
<b>Substansvärde per aktie, SEK</b>	34,56	42,36	113,00	57,31	36,15
<b>Antal utestående aktier vid årets slut</b>	100 990 975	46 020 901	46 020 901	46 020 901	46 020 901
<b>Vägt genomsnittligt antal utestående aktier</b>	100 052 565	53 936 496	53 936 496	53 936 496	53 936 496
<b>- efter utspädning</b>	100 052 565	53 936 496	53 936 496	53 936 496	53 936 496

## Anställda

<b>Medelantalet anställda under perioden</b>	16	15	9	10	9
--	----	----	---	----	---

## Aktiedata

Företaget bildades under 2007 och hade intill dess börsintroduktion 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.

I enlighet med IAS 33, har det genomsnittliga antalet aktier justerats som en konsekvens av den företrädesemission som genomfördes i februari 2009. I beräkningen av det vägda genomsnittliga antalet aktier för perioden har antalet aktier före företrädesemissionen justerats, som om företrädesemissionen ägt rum i början av den tidigast rapporterade perioden. Den justeringsfaktor som använts vid justeringen av antalet utestående aktier före företrädesemissionen är 1,172.

## Definition av nyckeltal

**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.

**Skuldsättningsgrad** Räntebärande skulder och avsättningar dividerat med eget kapital.

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

**Substansvärdeutveckling i USD** Substansvärdeutveckling definieras som förändringen i substansvärde (USD per aktie) jämfört med föregående räkenskapsår, i %.

**RTS-index** RTS-index är ett ryskt aktiemarknadsindex som består av Rysslands 50 mest likvida och kapitaliserade aktier. RTS-index är denominerat i USD.

**Utveckling av RTS-index** Förändringen i index jämfört med föregående räkenskapsår.

**Substansvärde** Substansvärde definieras som eget kapital.

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

**Resultat per aktie** Nettoresultat dividerat med justerat genomsnittligt antal utestående aktier under perioden.

**Resultat per aktie efter utspädning** Nettoresultat dividerat med justerat genomsnittligt antal utestående aktier under perioden efter utspädning.

Vostok Nafta-koncernen bildade under 2007 i samband med omstruktureringen av Vostok Gas Ltd koncernen. Förutom ett förvärv av aktierna i Vostok Komi (Cyprus) Ltd 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) 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.

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 i företagets årsredovisning 2008.

## 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., NGEx Resources Inc. och Atacama Minerals Corp. Styrelseledamot och/eller medlem av företagsledningen i Lundin Petroleum AB, Bannockburn Resources Ltd., Fortress Minerals Corp., Lucara Diamond Corp. och Black Pearl Resources Inc. Innehav i Vostok Nafta: 40 000 depåbevis. Lön och ersättningar: 229 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: 15 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 och Konsthändels Aktiebolaget Nybroviken. Innehav i Vostok Nafta: 160 000 depåbevis och 638 000 optioner. Lön och ersättningar: 468 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: 22 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: 22 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

### [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: 22 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

# Styrelse, koncernledning och revisorer

### 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 NGEEx Resources Inc., 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: 26 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: 18 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 (inklusive familj): 15 330 depåbevis och 62 560 optioner.

Anders F. Börjesson: Bolagsjurist. Svensk medborgare, född 1971. Anställd sedan 2008. Innehav i Vostok Nafta: 1 500 depåbevis och 50 000 optioner.

### **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 Limited avger härmed årsredovisning för verksamhetsåret 1 januari 2009–31 december 2009.

### Koncernstruktur

Vostok Nafta Investment Ltd. ("Vostok Nafta" eller "Bolaget") 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.

Per den 31 december 2009 består koncernen av ett bermudianskt moderbolag, ett helägt bermudianskt dotterbolag, tre helägda cypriotiska dotterbolag, fyra helägda ryska dotterbolag samt ett helägt svenskt dotterbolag. Koncernens portföljförvaltning handhas av Vostok Komi (Cyprus) Limited.

### Koncernens resultat

Under perioden 1 januari 2009–31 december 2009 var resultatet från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde över resultaträkningen 139,84 MUSD (-363,26). Resultat från investeringar i intresseföretag var -5,30 MUSD (-180,56). Utdelningsintäkter, netto efter innehållen skatt, har redovisats med 7,74 MUSD (8,27). Resultat från lånefordringar uppgick till 7,04 MUSD (-7,09).

Rörelsekostnaderna (definierade som övriga rörelseintäkter minus rörelsekostnader) för perioden blev -4,99 MUSD (-7,69).

Finansnettot uppgick till -4,50 MUSD (-6,99). Periodens nettoresultat efter skatt blev 139,85 MUSD (-556,39).

### Portföljutveckling

Vostok Naftas substansvärde per aktie har under tiden 1 januari 2009–31 december 2009 minskat med 10,36%. Huvudorsaken till minskningen i sub-

stansvärde per aktie under perioden är emissionerna av totalt 54 970 074 aktier till ett genomsnittligt pris (netto efter transaktionskostnader) av 1,81 USD/aktie. Exklusive effekten av nyemissionerna skulle utvecklingen ha varit +40,34%. Under samma period ökade RTS-index med 133,24% mätt i USD.

Under perioden 1 januari 2009–31 december 2009 har substansvärdet ökat från 247,89 MUSD till 487,62 MUSD.

Under perioden 1 januari 2009–31 december 2009 uppgick nettoinvesteringar i finansiella tillgångar till 8,30 MUSD (2008: 22,26). Per den 31 december 2009 utgjordes Vostok Naftas tre största investeringar av Black Earth Farming (20,61% av portföljvärdet), Kuzbassrazrezugol (10,41%) och Egidaco/Tinkoff Credit Systems (10,03%).

### Viktigare händelser under perioden

#### Nyemissioner

I februari 2009 slutförde Bolaget en preferensemission, i vilken 46 020 901 aktier emitterades för en likvid om 12 SEK styck. Netto efter transaktionskostnader erhöles motsvarande 66 201 TUSD i nyemissionen. Större delen av likviden från nyemissionen har använts för att återbeta utestående upplåning.

I juni 2009 genomförde Bolaget en riktad nyemission, i vilken 8 949 173 aktier emitterades för en likvid om 3,84 USD styck, mot betalning i form av apport av aktier i noterade bolag vars huvudsakliga verksamhet bedrivs i Ryssland och f.d. Sovjetunionen. Netto efter transaktionskostnader erhöles 33 373 TUSD i nyemissionen.

#### Tillgångsbyten och andra portföljtransaktioner Rusforest/Varyag

Den 25 maj 2009 godkände en extra bolagstämma i RusForest AB (tidigare Varyag Resources AB) ett föreslaget förvärv av Vostok Naftas intressen i

RusForest Ltd-koncernen i utbyte mot 8 537 640 nyemitterade aktier i RusForest AB. Byteskvoten baserades på substansvärdet i RusForest AB-koncernen per den 31 december 2008 och på verkligt värde av Vostok Naftas intressen i RusForest, vilka per samma datum bestod av 50% av aktierna i RusForest Ltd (redovisat till ett värde av 23,2 MUSD) samt fordringar på företag i RusForest Ltd-koncernen, vilka uppgick till totalt 807,0 MRUB (26,4 MUSD). Genom tillgångsbytet ökade koncernen sitt aktieäggande i RusForest AB från 492 350 aktier till 10 195 802 aktier. Efter tillgångsbytet har Vostok Nafta förvärvat ytterligare 692 601 aktier i företaget och äger per den 31 december 2009 10 888 403 aktier, vilket representerar 49,9% av det totala antalet utestående aktier i RusForest AB.

#### Eastern Bio Holding AB/Clean Tech East Holding AB (Systemseparation)

Under 2009 har Clean Tech East Holding AB (publ) (tidigare SystemSeparation Sweden Holding AB (publ)) fullbordat dess förvärv av Eastern Bio Holding AB. Samtliga 2 624 aktier i Eastern Bio Holding AB (av vilka Vostok Nafta innehade 1 139) överfördes därvid till Clean Tech East Holding AB i utbyte mot nyemitterade aktier i Clean Tech East Holding AB. Genom tillgångsbytet ökade Vostok Nafta sitt aktieinnehav i Clean Tech East Holding AB med 6 511 052 aktier. Efter genomförandet av tillgångsbytet har Vostok Nafta deltagit i en nyemission i Clean Tech East Holding AB, varvid Vostok Nafta erhöles 28 603 542 nyemitterade aktier i Clean Tech East Holding AB för en köpeskilling av ungefär 2,17 MUSD.

### Aktieinformation

Vostok Nafta Investment Ltd. registrerades i Bermuda den 5 april 2007 som ett aktiebolag med ett aktie-

kapital 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.

Under 2009 har Bolaget genomfört två nyemissioner. 46 020 901 nya aktier blev emitterade i en preferensemission i februari 2009 och 8 949 173 aktier blev emitterade i en riktad nyemission i juni 2009. Antalet utestående aktier per den 31 december 2009 uppgick därför till 100 990 975 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 tio styrelsemöten avhållits och tre beslut har tagits per capsulam. Ledamöterna representerar ett antal olika nationaliteter. Styrelsemöten sker på engelska. Bolagets styrelse har tre underkommittéer: investeringskommittén, revisionskommittén och kompensationskommittén. Styrelsens och dess underkommitteers arbete och sammansättning beskrivs i detalj i företagets Bolagsstyrningsrapport.

I enlighet med Koden har bolagsstämman inrättat en nomineringskommitté som utarbetar förslag till val och arvodering av styrelseledamöter och revisorer till bolagsstämman 2010 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 2010.

Nomineringskommittén för bolagsstämman 2010 har konstituerats med följande medlemmar: Ian H. Lundin, företrädare för Lorito Holdings Ltd och styrelseledamot i Vostok Nafta Investment Ltd, Arne Löf, Alecta, samt Leif Törnvall, Fjärde AP-fonden.

### Riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare m.m.

Styrelsen föreslår inför bolagsstämman 2010 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 företagets revisorer.

### Anställda

Vostok Nafta hade vid räkenskapsårets slut sju personer anställda i Sverige och sju personer anställda i Ryssland. Under året har representationskontoret i London stängts.

### Förslag till vinstdisposition

Koncernens balanserade vinstmedel uppgår till 194 933 TUSD.

Styrelsen och verkställande direktören föreslår att moderbolagets balanserade vinstmedel om 194 713 TUSD, inklusive årets vinst om 139 215 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. Årsredovis-



ningen 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 24 mars 2010

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 2009– 31 dec 2009	1 jan 2008– 31 dec 2008
<b>Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen</b>			
Resultat från innehav i intresseföretag	5,15	139 835	-363 261
Utdelningsintäkter	8,17,18	7 043	9 646
Resultat från lånefordringar	7	9 111	-7 093
Övriga rörelseintäkter	9, 28	910	1 027
<b>Totala rörelseintäkter</b>		<b>151 603</b>	<b>-540 244</b>
<b>Rörelsens kostnader</b>			
Rysk kupongskattkostnad på utdelningsintäkter	10,27,28	-5 897	-8 716
Övriga rörelsekostnader	7	-1 367	-1 381
<b>Rörelseresultat</b>		<b>144 339</b>	<b>-550 356</b>
<b>Finansiella intäkter och kostnader</b>			
Ränteintäkter		109	2 072
Räntekostnader	22, 28	-1 868	-6 823
Valutakursvinster/-förluster, netto		-2 745	-1 511
Övriga finansiella intäkter		22	-
Övriga finansiella kostnader		-19	-726
<b>Totala finansiella intäkter och kostnader</b>		<b>-4 501</b>	<b>-6 988</b>
<b>Resultat före skatt</b>		<b>139 838</b>	<b>-557 344</b>
Skatt	11	8	956
<b>Årets resultat</b>		<b>139 846</b>	<b>-556 388</b>
Resultat per aktie (USD)	12	1,40	-10,32
Resultat per aktie efter utspädning (USD)	12	1,40	-10,32

#### RAPPORT ÖVER TOTALRESULTAT FÖR KONCERNEN

Periodens resultat		139 846	-556 388
Periodens övriga totalresultat			
Valutaomräkningsdifferenser		-58	-81
<b>Totalt övrigt totalresultat för perioden</b>		<b>-58</b>	<b>-81</b>
<b>Totalt totalresultat för perioden</b>		<b>139 788</b>	<b>-556 469</b>

# Resultaträkningar – koncernen

(TUSD)	Not	31 dec 2009	31 dec 2008
<b>ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR</b>			
<b>Materiella anläggningstillgångar</b>			
Materiella anläggningstillgångar	13	1 948	510
<b>Totala materiella anläggningstillgångar</b>		<b>1 948</b>	<b>510</b>
<b>Finansiella anläggningstillgångar</b>			
<b>Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen</b>			
Innehav i intresseföretag	14,15	301 607	134 180
Lånefordringar	14,16	148 084	115 296
Uppskjuten skatt	17	22 602	17 384
<b>Totala finansiella anläggningstillgångar</b>	11	<b>472 402</b>	<b>266 874</b>
<b>OMSÄTTNINGSTILLGÅNGAR</b>			
Kassa och likvida medel	20	8 935	29 198
Lånefordringar	18	3 180	27 847
Fordringar på närstående	28	375	60
Skattefordringar		155	129
Övriga kortfristiga fordringar	19	2 050	2 538
<b>Totala omsättningstillgångar</b>		<b>14 695</b>	<b>59 772</b>
<b>TOTALA TILLGÅNGAR</b>		<b>489 045</b>	<b>327 156</b>
<b>EGET KAPITAL (inklusive periodens resultat)</b>	21	<b>487 624</b>	<b>247 893</b>
<b>LÅNGFRISTIGA SKULDER</b>			
Uppskjuten skatteskuld	11	-	19
<b>Totala långfristiga skulder</b>		<b>-</b>	<b>19</b>

#### KORTFRISTIGA SKULDER

<b>Räntebärande kortfristiga skulder</b>			
Upplåning	22	-	77 887
<b>Icke räntebärande kortfristiga skulder</b>			
Skulder till närstående	28	211	-
Skatteskuld		516	498
Övriga kortfristiga skulder	23	61	171
Upplupna kostnader		633	688
<b>Totala kortfristiga skulder</b>		<b>1 421</b>	<b>79 244</b>
<b>TOTALT EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>		<b>489 045</b>	<b>327 156</b>

# Balansräkningar – koncernen

(TUSD)	Hänförligt till Moderföretagets aktieägare			Totalt
	Aktie- kapital	Övrigt tillskjutet kapital	Akkumulerat resultat inklusive årets resultat	
<b>Eget kapital per 1 januari 2008</b>	46 021	146 476	611 457	803 954
<b>Årets resultat 1 januari 2008– 31 december 2008</b>	-	-	-556 388	-556 388
<b>Periodens övriga totalresultat</b>				
<b>Valutaomräkningsdifferenser</b>	-	-	-81	-81
<b>Totalt totalresultat för perioden 1 januari 2008–31 december 2008</b>	-	-	-556 469	-556 469
<b>Transaktioner med aktieägare</b>				
<b>Personaloptionsprogram:</b>				
<b>- värde av anställdas tjänstgöring</b>	-	408	-	408
	-	408	-	408
<b>Eget kapital per 31 december 2008</b>	46 021	146 884	54 988	247 893
<b>Eget kapital per 1 januari 2009</b>	46 021	146 884	54 988	247 893
<b>Årets resultat 1 januari 2009– 31 december 2009</b>	-	-	139 856	139 856
<b>Periodens övriga totalresultat</b>				
<b>Valutaomräkningsdifferenser</b>	-	-	-58	-58
<b>Totalt totalresultat för perioden 1 januari 2009–31 december 2009</b>	-	-	139 788	139 788
<b>Transaktioner med aktieägare</b>				
<b>Erhållet från nyemissioner, netto efter transaktionskostnader</b>	54 970	44 604	-	99 574
<b>Personaloptionsprogram:</b>				
<b>- värde av anställdas tjänstgöring</b>	-	212	-	212
<b>Erhållet från emission av teckningsrätter</b>	-	-	157	157
	54 970	44 816	157	99 943
<b>Eget kapital per 31 december 2009</b>	100 991	191 700	194 933	487 624

(TUSD)	1 jan 2009– 31 dec 2009		1 jan 2008– 31 dec 2008	
	<b>KASSAFLÖDE FRÅN ÅRETS VERKSAMHET</b>			
<b>Resultat före skatt</b>	139 838		-557 344	
<b>Justering för:</b>				
<b>Ränteintäkter</b>	-109		-2 072	
<b>Räntekostnader</b>	1 868		6 823	
<b>Valutakursvinster</b>	2 745		1 511	
<b>Avskrivningar</b>	174		136	
<b>Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen</b>	-139 835		363 261	
<b>Resultat från innehav i intresseföretag</b>	5 296		180 563	
<b>Resultat från lånefordringar</b>	-7 043		7 093	
<b>Utdelningsintäkter</b>	-9 111		-9 646	
<b>Övriga icke-kassaflödespåverkande poster</b>	1 578		2 509	
<b>Förändringar i kortfristiga fordringar</b>	8		2 214	
<b>Förändringar i kortfristiga skulder</b>	-76		-2 493	
<b>Kassaflöde använt i verksamheten</b>	-4 667		-7 444	
<b>Investeringar i finansiella tillgångar</b>	-90 665		-350 516	
<b>Försäljning av finansiella tillgångar</b>	84 795		370 471	
<b>Ökning av lånefordringar</b>	-2 431		-42 219	
<b>Investeringar i dotterföretag</b>	-51		-	
<b>Erhållna utdelningar</b>	7 744		8 265	
<b>Erhållna räntor</b>	989		4 942	
<b>Betald ränta</b>	-1,868		-6 073	
<b>Betalda skatt</b>	-45		-33	
<b>Totalt kassaflöde använt i årets verksamhet</b>	-6 199		-22 607	
<b>Kassaflöde använt för investeringar</b>				
<b>Investeringar i kontorsinventarier</b>	-2		-146	
<b>Försäljning av kontorsinventarier</b>	38		-	
<b>Totalt kassaflöde från/använt för investeringar</b>	36		-146	
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>				
<b>Erhållet från upplåning</b>	-		128 119	
<b>Återbetalning av upplåning</b>	-77 214		-102 000	
<b>Erhållet från nyemission</b>	66 201		-	
<b>Erhållet från försäljning av teckningsrätter</b>	157		-	
<b>Totalt kassaflöde använt i/från finansieringsverksamheten</b>	-10 856		26 119	
<b>Förändring av kassa och likvida medel</b>	-17 019		3 366	
<b>Kassa och likvida medel vid periodens början</b>	29 198		27 528	
<b>Kursdifferens i likvida medel</b>	-3 244		-1 696	
<b>Kassa och likvida medel vid periodens slut</b>	8 935		29 198	

## Förändringar i eget kapital – koncernen

## Kassaflödesanalys – koncernen

	2009	2008
Räntabilitet på sysselsatt kapital, % (01)	34,68	-97,23
Soliditet, % (02)	99,71	75,77
Eget kapital/aktie, USD (03)	4,83	5,39
Resultat/aktie, USD (04)	1,40	-10,32
Resultat/aktie efter full utspädning, USD (05)	1,40	-10,32
Substansvärde/aktie, USD (06)	4,83	5,39
Vägt genomsnittligt antal aktier för perioden	100 052 565	53 936 495
Vägt genomsnittligt antal aktier för perioden efter full utspädning	100 052 565	53 936 495
Antal aktier vid periodens slut	100 990 975	46 020 901

I enlighet med IAS 33 har det vägda genomsnittliga antalet aktier justerats som en konsekvens av den preferensemission som ägde rum i februari 2009. Antalet aktier som var utestående före emissionen har justerats, som om emissionen ägt rum i början av den tidigaste rapporterade perioden. I justeringen har antalet utestående aktier före emissionen multiplicerats med en justeringsfaktor om 1,172. Se not 12.

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 2009– 31 dec 2009	1 jan 2008– 31 dec 2008
Rörelsens intäkter		–	184
Rörelsens kostnader	10	-4 187	-4 614
Nedskrivningar/återförda nedskrivningar på aktier i dotterföretag	26	124 562	-288 692
<b>Rörelseresultat</b>		<b>120 375</b>	<b>-293 122</b>
Finansiella intäkter och kostnader			
Ränteintäkter	28	21 431	14 327
Räntekostnader	28	-1 436	-655
Valutakursvinster/-förluster, netto		-1 153	-386
Övriga finansiella kostnader		-2	-
<b>Totala finansiella intäkter och kostnader</b>		<b>18 840</b>	<b>13 286</b>
<b>Årets resultat</b>		<b>139 215</b>	<b>-279 836</b>

# Finansiella nyckeltal – koncernen

# Resultaträkning – moderbolaget

(TUSD)	Not	31 dec 2009	31 dec 2008
<b>ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR</b>			
<b>Finansiella anläggningstillgångar</b>			
Aktier i dotterbolag	26	226 865	102 253
Lån till koncernföretag	28	261 044	175 550
<b>Totala finansiella anläggningstillgångar</b>		<b>487 909</b>	<b>277 803</b>
<b>OMSÄTTNINGSTILLGÅNGAR</b>			
Kassa och likvida medel		29	3
Fordringar på närstående		219	49
Övriga kortfristiga fordringar	19	382	280
<b>Totala omsättningstillgångar</b>		<b>630</b>	<b>332</b>
<b>TOTALA TILLGÅNGAR</b>		<b>488 539</b>	<b>278 135</b>
<b>EGET KAPITAL (inklusive periodens resultat)</b>			
	21	487 404	248 246
<b>KORTFRISTIGA SKULDER</b>			
<b>Räntebärande kortfristiga skulder</b>			
Upplåning	22	-	27 790
<b>Icke räntebärande kortfristiga skulder</b>			
Skulder till koncernföretag	28	569	1 480
Övriga skulder	23	-	2
Upplupna kostnader		566	617
<b>Totala kortfristiga skulder</b>		<b>1 135</b>	<b>29 889</b>
<b>TOTALT EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>		<b>488 539</b>	<b>278 135</b>

(TUSD)	Aktie- kapital	Övrigt tillskjutet kapital	Ackumulerat resultat inklusive årets resultat	Totalt
<b>Eget kapital per 1 januari 2008</b>	46 021	146 476	335 177	527 674
<b>Årets resultat</b>	-	-	-279 836	-279 836
<b>Summa totalt redovisade intäkter och kostnader</b>				
<b>1 januari 2008–31 december 2008</b>	-	-	-279 836	-279 836
<b>Transaktioner med aktieägare</b>				
<b>Personaloptionsprogram:</b>				
- värde på anställdas tjänstgöring	-	408	-	408
	-	408	-	408
<b>Eget kapital per 31 december 2008</b>	46 021	146 884	55 341	248 246
<b>Eget kapital per 1 januari 2009</b>	46 021	146 884	55 341	248 246
<b>Årets resultat</b>	-	-	139 215	139 215
<b>Summa totalt redovisade intäkter och kostnader</b>				
<b>1 januari 2009–31 december 2009</b>	-	-	139 215	139 215
<b>Transaktioner med aktieägare</b>				
<b>Erhållet från nyemissioner,</b>				
netto efter transaktionskostnader	54 970	44 604	-	99 574
<b>Personaloptionsprogram:</b>				
- värde på anställdas tjänstgöring	-	212	-	212
<b>Erhållet från emission av teckningsrätter</b>				
	-	-	157	157
	54 970	44 816	157	99 943
<b>Eget kapital per 31 december 2009</b>	100 991	191 700	194 713	487 404

**Balansräkning  
– moderbolaget**

**Förändringar i eget  
kapital – moderbolaget** <sup>45</sup>

## (Belopp i TUSD om ej annat framgår)

### Not 1 Inledning

Vostok Nafta Investment Ltd. ("Vostok Nafta"; "Bolaget") registrerades i Bermuda den 5 april 2007 med registreringsnummer 39861.

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 ÖSS-länder.

Styrelsen har den 24 mars 2010 godkänt denna koncernredovisning för offentliggörande.

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

### Not 2 Redovisningsprinciper

#### Grund för redovisning

Koncernräkenskaper samt moderbolagets räkenskaper har upprättats i enlighet med internationella redovisningsprinciper; International Financial Reporting Standards, IFRS per den 31 december 2009. Koncernredovisningen har upprättats enligt anskaffningsvärde-metoden justerat för omvärderingar av finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen.

Att upprätta rapporter i överensstämmelse med IFRS kräver användning av en del viktiga uppskattningar för redovisningsändamål. Vidare krävs att ledningen gör vissa bedömningar vid tillämpningen av koncernens redovisningsprinciper. De områden som innefattar en hög grad av bedömning, som är komplexa eller sådana områden där antaganden och uppskattningar är av väsentlig betydelse för koncernredovisningen anges i not 3.

#### Ändringar i redovisningsprinciper och upplysningar

##### (a) Nya och ändrade standarder som tillämpas av koncernen

Koncernen har tillämpat följande nya och ändrade IFRS från 1 januari 2009:

IFRS 7 (ändring) "Finansiella instrument – Upplysningar" – *gäller från 1 januari 2009*. Ändringen kräver utökade upplysningar om värdering till verkligt värde och likviditetsrisk. I synnerhet kräver ändringen upplysning om värdering till verkligt värde per nivå i en värderingshierarki. Eftersom denna ändring endast medför ytterligare upplysningar, har den ingen påverkan på resultat per aktie.

IAS 1 (omarbetad), "Utformning av finansiella rapporter" (*gäller från 1 januari 2009*). Den omarbetade standarden förbjuder presentation av intäkt- och kostnadsposter (dvs. förändringar i eget kapital som inte avser transaktioner med aktieägare) i rapporten över förändringar i eget kapital utan kräver att "förändringar i eget kapital som inte avser transaktioner med aktieägare" redovisas skilt från förändringar i eget kapital som avser transaktioner med aktieägare i en

rapport över totalresultat. Koncernen presenterar därför alla ägarrelaterade förändringar i eget kapital i rapporten Koncernens förändringar i eget kapital medan alla förändringar i eget kapital som inte avser transaktioner med aktieägare redovisas i Koncernens rapport över totalresultat. Jämförande information har räknats om, så att den överensstämmer med den omarbetade standarden. Eftersom denna ändring av redovisningsprincip endast påverkar presentationen, har den ingen inverkan på resultat per aktie.

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 tillämpar IFRS 2 (Ändring) från den 1 januari 2009, men den har inte någon väsentlig inverkan på koncernens finansiella rapporter.

*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 2010 eller senare, men har inte tillämpats i förtid:

IFRIC 17, "Distribution of non-cash assets to owners". Tolkningen är en del av IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i april 2009. Denna tolkning ger vägledning om redovisning av överenskomelser enligt vilka ett företag delar ut saktillgångar till aktieägarna. En ändring har också gjorts i IFRS 5 där det krävs att tillgångarna klassificeras som innehav för utdelning endast om de är tillgängliga för utdelning i sitt nuvarande skick och utdelningen är mycket sannolik. Koncernen kommer att tillämpa IFRIC 17 från 1 januari 2010, men den förväntas inte ha någon väsentlig inverkan på koncernens finansiella rapporter.

IAS 27 (ändring), "Koncernredovisning och separata finansiella rapporter". Den omarbetade standarden kräver att effekterna av alla transaktioner med innehavare utan bestämmande inflytande 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 (ändring) framåttriktat för transaktioner med innehavare utan

bestämmande inflytande från den 1 januari 2010.

IFRS 3 (omarbetad), "Rörelseförvärv". Den omarbetade 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. Innehav utan bestämmande inflytande i den förvärvade rörelsen kan valfritt för varje förvärv värderas antingen till verkligt värde eller till den proportionella andel av den förvärvade rörelsens nettotillgångar, som innehas av innehavare utan bestämmande inflytande. Alla transaktionskostnader avseende förvärv ska kostnadsföras. Koncernen kommer att tillämpa IFRS 3 (omarbetad) framåttriktat för alla rörelseförvärv från den 1 januari 2010.

IAS 38 (ändring), "Immateriella tillgångar". Ändringen är en del av IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i april 2009 och koncernen kommer att tillämpa IAS 38 (ändring) från samma tidpunkt som IFRS 3 (omarbetad) tillämpas. Ändringen ger förtydliganden vid värdering till verkligt värde av en immateriell tillgång som förvärvats i ett rörelseförvärv. Enligt ändringen får immateriella tillgångar grupperas och behandlas som en tillgång om tillgångarna har liknande nyttjandeperioder. Ändringen kommer inte att ha någon väsentlig inverkan på koncernens finansiella rapporter.

IFRS 5 (ändring), "Anläggningstillgångar som innehas för försäljning och avvecklade verksamheter". Ändringen är en del av IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i april 2009. Ändringen klargör att IFRS 5 specificerar de upplysningskrav som finns för anläggningstillgångar (eller avyttringsgrupper) som klassificerats som anläggningstillgångar som innehas för försäljning eller avvecklade verksamheter. Den klargör också att det allmänna kravet i IAS 1 fortfarande gäller, särskilt punkt 15 (att ge en rättvisande bild) och punkt 125 (källor till osäkerhet i uppskattningar). Koncernen kommer att tillämpa IFRS 5 (ändring) från 1 januari 2010. Ändringen förväntas inte ha någon väsentlig inverkan på koncernens finansiella rapporter.

IAS 1 (ändring), "Utformning av finansiella rapporter". Ändringen är en del av IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i april 2009. Ändringen klargör att den potentiella regleringen av en skuld genom emission av aktier inte är relevant för dess klassificering som kort- eller långfristig. Genom en förändring i definitionen av kortfristig skuld, tillåter ändringen att en skuld klassificeras som långfristig (under förutsättning att företaget har en oivillkorlig rätt att skjuta upp regleringen genom överföring av kontanta medel eller andra tillgångar under minst 12 månader efter räkenskapsårets slut) trots att motparten när som helst kan kräva reglering med aktier. Koncernen kommer att tillämpa IAS 1 (ändring) från 1 januari 2010. Den förväntas inte ha någon väsentlig inverkan på koncernens finansiella rapporter.

IFRS 2 (ändring), "Group cash-settled and share based payment transactions". Ändringen medför att IFRIC 8 "Tillämpningsområde för IFRS 2" och IFRIC 11 "IFRS 2 – Transaktioner med egna aktier, även koncerninterna" inarbetas i standarden. Den tidigare vägledningen i

# Noter till bokslutet

IFRIC 11 kompletteras dessutom beträffande klassificering av koncerninterna transaktioner, vilket inte behandlas i tolkningen. Denna nya vägledning väntas inte ha någon väsentlig inverkan på koncernens finansiella rapporter.

#### 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 eventalförpliktelser 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 eventalförpliktelser redovisas som goodwill. Ingen goodwill har redovisats i koncernbalansräkningen per 31 december 2009 respektive 31 december 2008.

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 realiserade

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 realiserade 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 balansdagskurs. Intäkter och kostnader omräknas till genomsnittlig valutakurs. De valutakursdifferenser som uppstår redovisas som en separat del av eget kapital.

#### Materiella anläggningstillgångar

Mark utgörs av oexploaterad mark och värderas till verkligt värde baserat på regelbundna värderingar som utförs åtminstone vart tredje år av externa och oberoende värderingsmän. Alla andra materiella anläggningstillgångar redovisas till anskaffningsvärde med avdrag för avskrivningar.

Inga avskrivningar görs på mark. Inventarier, installationer & utrustning redovisas till anskaffningsvärde med avdrag för avskrivningar, som 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 innehåses 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 resultaträk-

ningen redovisas efter anskaffningstidpunkten till verkligt värde. Där- efter redovisas de löpande till verkligt värde. Vinst 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 resultaträkningen". Utdelningsintäkter från värdepapper i kategorin finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen redovisas i resultaträkningen som Utdelningsintäkter när Koncernens rätt att erhålla betalning har fastställts.

#### Innehav i intresseföretag

Investeringar i vilka företaget har rätt att utöva ett betydande inflytande, 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 intresseföretag".

#### 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 närstående 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 räntetäkter redovisas som Räntetäkter 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 objektiva bevis ska en detaljerad beräkning göras för att bestämma hurvida en nedskrivning ska redovisas. Nedskrivningens storlek utgörs av skillnaden mellan det redovisade värdet och nuvärdet av uppskattade kassaflöden diskonterade till den finansiella tillgångens ursprungliga effektiva räntesats. Nedskrivningar på finansiella tillgångar som ingår i investeringsportföljen redovisas i resultaträkningen som "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. Nedskrivningar av övriga finansiella tillgångar redovisas

som "Övriga finansiella kostnader", bland finansiella poster.

Köp och försäljningar av finansiella tillgångar redovisas på affärsdagen – det datum då Koncernen förbinder sig att köpa eller sälja tillgången. Finansiella tillgångar tas bort från balansräkningen när rätten 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 information avseende nyligen gjorda transaktioner på armlängds avstånd, hänvisning till verkligt värde för ett annat instrument som i allt väsentligt är likvärdigt, analys av diskonterade kassaflöden och optionsvärderingsmodeller.

#### Likvida medel

Likvida medel inkluderar kassa, banktillgodohavanden och deponeerade 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 nominella värdet av de återköpta aktierna och som en reduktion av övrigt tillskjutet kapital eller balanserad vinst med köpeskillningens överskjutande belopp netto efter transaktionskostnader.

#### Upplåning

Upplåning redovisas initialt till verkligt värde, netto efter transaktionskostnader. Lån upptas kontinuerligt till det värde som ska återbetalas; varje skillnad mellan vad som erhållits (netto efter transaktionskostnader) och det värde som ska återbetalas redovisas i resultaträkningen över låneperioden, genom användande av effektivräntemetoden.

Upplåning klassificeras som kortfristiga skulder 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 länder där moderföretagets dotterföretag och intresseföretag är verksamma 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 balansräkningsmeto-

den, på alla temporära skillnader som uppkommer mellan det skattemässiga 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 inkomstskatt beräknas med tillämpning av skattesatser (och lagar) som har beslutats eller aviseras per balansdagen och som förväntas gälla när den berörda uppskjutna skattefordran realiserar eller den uppskjutna skatteskulden regleras.

Uppskjutna skattefordringar redovisas i den omfattning det är troligt att framtida skattemässiga överskott kommer att finnas tillgängliga, mot vilka de temporära skillnaderna kan utnyttjas.

Uppskjuten skatt beräknas på temporära skillnader som uppkommer på andelar i dotterföretag, förutom där tidpunkten 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 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.

##### Aktie-baserade ersättningar

Koncernen använder en aktiebaserad kompensationsplan. Ersättningar till anställda i form av optioner ska värdas till verkligt värde och redovisas som en kostnad. Det totala beloppet som ska kostnadsföras 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 försäljningstillväxtmål). Icke marknadsankutna intjänandevillkor inkluderas i antagandena om de antal optioner som kommer att kunna utnyttjas. Vid varje balansdag ska företaget revidera det antal optioner 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 innehafts 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 intäktsför bokföringsmässigt när utdelningsintäkten bedöms som säker. Vidare redovisas utdelningsintäkter inklusive källskatt. Dessa källskatter upptas som en kostnad i resultatredivisningen 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 t o m 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.

### Not 3

#### Finansiell riskhantering

##### 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.

##### Marknadsrisk

Marknadsrisk är risken att ett finansiellt instruments verkliga värde eller kassaflöden fluktuerar på grund av förändringar i marknadspriset. Marknadsrisk innefattar valutarisk, andra prisrisker och ränterisk.

##### Valutarisk

Koncernen verkar internationellt och utsätts för valutarisker från olika valutaexponeringar, främst med avseende på den svenska kronan (SEK), den ryska rubeln (RUB), och Euro (EUR).

Skulle USD per den 31 december 2009 ha försvagats med 15,7% mot SEK med alla andra variabler oförändrade, skulle resultatet efter



skatt ha blivit 28,57 MUSD högre (2008: +18,09 MUSD), främst som ett resultat av valutakursvinster vid omräkning av SEK-denominerade investeringar i intresseföretag. Resultatet var mer känsligt för rörelser i valutakursen SEK/USD under 2009 än under 2008, pga ökningen i värde av SEK-denominerade investeringar i intresseföretag.

Skulle USD per den 31 december 2009 ha försvagats med 14,3% mot RUB med alla andra variabler oförändrade, skulle resultatet efter skatt ha blivit 3,85 MUSD högre (2008: +7,33 MUSD), främst som ett resultat av valutakursvinster vid omräkning av RUB-denominerade långfristiga och kortfristiga fordringar. Resultatet var mindre känsligt för rörelser i valutakursen RUB/USD under 2009 än under 2008, pga utbytet av RUB-denominerade kortfristiga lånefordringar mot SEK-denominerade aktier i intresseföretag.

Skulle USD per den 31 december 2009 ha försvagats med 9,0% mot EUR med alla andra variabler oförändrade, skulle resultatet efter skatt ha blivit 2,00 MUSD högre (2008: +1,77 MUSD), främst som ett resultat av valutakursvinster 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 geografiska fokus på investeringar i Ryssland jämförs ofta företagets utveckling med det ryska RTS-index. Prisrisken förknippad med Vostok Naftas aktieportfölj kan illustreras med att en antagen prisökning med 47,4% procent på de aktier i Koncernens portfölj som är noterade per 31 december 2009 skulle ha påverkat resultatet efter skatt med uppskattningsvis 194,19 MUSD.

#### Ränterisk avseende verkligt värde

Koncernen är exponerad för en marknadsränterisk på utestående lånefordringar som löper med fast ränta. Eftersom lånefordringarnas verkliga värde inte uppskattas genom användande av värderingsmodeller som baseras på indata av marknadsräntor är emellertid inte Koncernens konsoliderade räkenskaper i betydande utsträckning utsatta för ränterisk avseende verkligt värde.

#### Kreditrisk

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

Inom Koncernens portföljinvesteringsverksamhet uppstår kreditrisk genom långfristiga och kortfristiga lånefordringar. Se vidare not 17 och 18. 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.

#### Likviditetsrisk

Likviditetsrisk är risken att en enhet får problem med att betala sina finansiella skulder. Per den 31 december 2009 hade Koncernen inte några finansiella skulder.

Likviditetsrisk hanteras genom att Koncernen innehar tillräckligt med likvida medel och placeringar med en likvid marknad. Omkring 26 procent av Koncernens investeringsportfölj per den 31 december 2009 består av likvida tillgångar.

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. Koncernen har räknat om jämförelseuppgifterna för föregående år, så som tillåts enligt tilläggen till IFRS 7 avseende upplysningar om likviditetsrisk.

Per 31 december 2009	Mindre än ett år	Mellan ett år och två år	Mellan två år och fem år	Mer än fem år
Övriga kortfristiga skulder	61	–	–	–
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	–	–	–
Övriga kortfristiga skulder	171	–	–	–

#### Ränterisk avseende kassaflöden

Majoriteten av koncernens finansiella tillgångar är icke räntebärande, och majoriteten av väsentliga räntebärande fordringar löper med fast ränta. Härigenom är koncernen inte utsatt för en betydande ränterisk avseende kassaflöden.

#### 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. Intill 2009 har detta inneburit en belåning av investeringsportföljen. Under rådande marknadsvillkor, är dock Bolagets åsikt att det inte ligger i aktieägarnas intresse att Koncernens investering finansieras genom lån. Koncernen kommer därför fortsättningsvis att arbeta med belåning på en mycket restriktiv grund och under kortare tidsperioder.

#### Verksamhets- och branschrelaterade risker

##### Landsspecifika risker

De risker som är förknippade med Ryssland och övriga OSS-länder är generella för alla investeringar i dessa länder och är inte utmärkande för något specifikt portföljnehav. En investering i Vostok Nafta kommer att bli föremål för risker som är förenade med ägande och

förvaltning av investeringar och i synnerhet för risker med ägande och förvaltning i Ryssland och övriga OSS-länder.

Eftersom dessa länder fortfarande, ekonomiskt sett, befinner sig i en utvecklingsfas påverkas investeringar av ovanligt stora resultatstiftningar och andra faktorer bortom Bolagets kontroll som kan komma att negativt påverka värdet på Vostok Naftas justerade egna kapital. Investerares bör därför uppmärksamma att investeringsverksamhet i Ryssland och andra OSS-länder innebär en hög risk och kräver särskilda hänsynstaganden, inklusive de som nämns nedan, som vanligtvis inte förknippas med investering i aktier i mer välreglerade länder.

Instabilt statsstyre, både lokalt och federalt, skulle kunna påverka investeringar negativt. Inget av OSS-länderna har ett fullt utvecklat rättssystem som är jämförbart med de i mer utvecklade länder. Befintliga lagar och bestämmelser tillämpas ibland inkonsekvent och såväl domstolsväsendets självständighet som effektivitet utgör fortfarande en betydande risk. Lagändringar har skett och kommer troligtvis att fortsätta att ske i snabb takt och det är fortfarande svårt att förutse effekten av lagstiftningsändringar och lagstiftningsbeslut för de bolag som Vostok Nafta kommer att investera i, eller för marknadssegment som Bolaget är eller kommer att vara verksam inom. Det kan vara svårare att få upprättelse eller att tillvarata sina rättigheter i OSS-länder än i vissa andra rättsstater.

#### Förvärvs- och avyttringsrisik

Förvärv och avyttringar är per definition ett naturligt inslag i Vostok Naftas verksamhet. Samtliga förvärv och avyttringar är förenade med osäkerhet. Bolagets uttalade exitstrategi är att sälja sina innehav till strategiska investerare eller via marknaden. Det finns inga garantier för att Bolaget kommer att lyckas sälja sina andelar och bolag för det pris som aktien vid avyttringstillfället handlas för på marknaden. Vostok Nafta kan alltså misslyckas med att sälja sina innehav i ett portföljbolag eller vara tvungna att göra det för mindre än dess maximala värde eller med förlust. Om Vostok Nafta avyttrar hela eller delar av en investering i ett portföljbolag kan Bolaget komma att erhålla mindre än det potentiella värdet för andelarna, och Bolaget kan komma att erhålla mindre än det investerade beloppet.

Vostok Nafta är verksam på marknader som kan utsättas för konkurrens när det gäller investeringsmöjligheter. I framtiden kan sålunda andra investerare konkurrera med Vostok Nafta om den typ av investeringar som Bolaget avser att göra. Det finns ingen garanti för att Vostok Nafta i framtiden inte kommer att utsättas för konkurrens som skulle kunna ha en negativ effekt på Bolagets avkastning från investeringar. Genom att vara en aktiv finansiell ägare i de bolag Vostok Nafta investerar i och därigenom tillföra ett mervärde genom sin kompetens och sitt nätverk kan Bolaget delvis bemöta denna risk.

Trots att Bolaget anser att det kommer att finnas möjligheter till förmånliga förvärv för Vostok Nafta i framtiden finns det inte någon

garanti för att sådana förvärvsmöjligheter någonsin uppstår eller att Bolaget ifall sådana förvärvsmöjligheter uppstod skulle ha tillgängliga resurser för att fullborda sådana förvärv.

#### Redovisningspraxis och annan information

Praxis inom redovisning, finansiell rapportering och revision i Ryssland och andra OSS-länder kan inte jämföras med den som finns i väst. Detta beror framförallt på att redovisning och rapportering enbart har varit en funktion av anpassning till skattelagstiftningen. Den sovjetiska traditionen att inte publicera information i onödan är fortfarande uppenbar. Det formella kravet på ryska företag är att vara återhållsam med att offentliggöra information. Vidare är tillgången av extern analys, pålitlig statistik och historiska data bristfällig. Effekterna av inflation kan dessutom vara svåra för externa betraktare att analysera. Även om särskild utökad redovisning upprättas, och revision företas i enlighet med internationell standard, kan några garantier inte lämnas när det gäller informationens fullständighet eller tillförlitlighet. Bristande information och svag redovisningsstandard kan tänkas påverka Vostok Nafta negativt vid framtida investeringsbeslut.

#### Bolagsstyrningsrisk

Missbruk av bolagsstyrning är fortfarande ett problem i Ryssland. Minoritetsaktieägare kan bli illa behandlade på olika sätt, bland annat vid försäljning av tillgångar, transferprissättning, utspädning, begränsad tillgång till årsstämmor och begränsning av utomstående investerare att ta plats i styrelser. Vidare är försäljning av tillgångar och transaktioner med närstående vanligt förekommande. Transferprissättning tillämpas allmänt av bolag för värdeöverföring från dotterbolag och utomstående investerare till olika typer av holdingbolag. Det händer att bolag försummar att följa de lagar som reglerar aktieemissioner såsom föranmälan i tillräckligt god tid för utövande av företrädesrätt. Det är även allmänt utbrett att förhindra aktieregistrering. Trots att oberoende auktoriserade registratorer ska hålla de flesta aktieregistraren är en del fortfarande i bolagsledningens händer, vilket sålunda kan leda till registermanipulering. Bolagsledningen skulle kunna vidta omfattande strategiska åtgärder utan att erhålla korrekt samtycke från aktieägarna. Aktieägarnas möjlighet att på ett korrekt och representativt sätt utöva sin rätt att uttrycka åsikter samt fatta beslut försvåras väsentligt.

Bristfälliga redovisningsregler och normer har hindrat utvecklingen av ett effektivt system för att avslöja oegentligheter och öka insynen. Aktieägare kan dölja sitt ägande genom att förvärva aktier genom utlandsbaserade skalbolagsstrukturer som inte är påvisbart knutna till den nyttjandeberättigade, vilket ger upphov till egennyttiga transaktioner, insideraffärer och intressekonflikter. Den ryska finansinspektionens roll att som reglerare av aktiemarknaden garantera effektiv insyn och se till att oegentligheter avslöjas försvåras av bristen på juridiska och administrativa verkställighetsverktyg.

Brister i lagstiftningen för bolagsstyrning, juridisk verkställighet och bolagsstiftning kan leda till fientliga uppköp, där minoritets-

aktieägars rättigheter kan åsidosättas eller missbrukas, vilket kan komma att påverka Vostok Nafta negativt.

#### Beroende av nyckelpersoner

Vostok Nafta är beroende av de ledande befattningshavarna. Särskild betydelse för Bolagets utveckling har dess verkställande direktör, Per Brilioth. Det kan inte uteslutas att Vostok Nafta allvarligt skulle påverkas om någon av de ledande befattningshavarna lämnade Bolaget.

#### Investeringar i tillväxtmarknader

Investeringar i tillväxtmarknader såsom Ryssland medför en rad legala, ekonomiska och politiska risker. Många av dessa risker går inte att kvantifiera eller förutsäga och förknippas vanligtvis inte heller med investeringar i utvecklade ekonomier.

#### Internationella kapitalflöden

Ekonomisk oro på en tillväxtmarknad tenderar att inverka negativt även på aktiemarknaden i andra tillväxtländer eller aktiekursen på bolag verksamma i sådana länder, då investerare väljer att allokera om sina investeringsflöden till mer stabila och utvecklade marknader. Under sådana perioder kan Bolagets aktiekurs påverkas negativt. Finansiella problem eller en ökning av upplevd risk relaterad till en tillväxtmarknad kan hämma utländska investeringar i dessa marknader och påverka landets ekonomi negativt. Vid en sådan ekonomisk nedgång kan även Bolagets verksamhet, omsättning och resultatutveckling komma att påverkas negativt.

#### Politisk instabilitet

Ryssland har under senare år genomgått en djupgående politisk och social förändring. Värdet av Vostok Naftas tillgångar kan komma att påverkas av osäkerheter såsom politisk eller diplomatisk utveckling, social eller religiös instabilitet, förändring av regeringspolitiken, skatte- och räntesatser, inskränkningar i politisk och ekonomisk utveckling av lagar och bestämmelser i Ryssland, stora policyförändringar eller brist på intern samsyn mellan ledare, verkställande och beslutande organ samt starka ekonomiska grupper. Dessa risker innebär i synnerhet expropriation, förstatligande, konfiskering av tillgångar och lagstiftningsändringar när det gäller nivån av utländskt ägande. Vidare kan politiska förändringar vara mindre förutsägbara i ett tillväxtland såsom Ryssland än i andra mer utvecklade länder. Sådan instabilitet kan i vissa fall komma att få en negativ inverkan på såväl Bolagets verksamhet som aktiekurs. Sedan Sovjetunionens fall 1991 har den ryska ekonomin från tid till annan uppvisat

- signifikant nedgång i BNP
- svagt banksystem med begränsad likviditetstillförsel till utländska företag
- växande svart och grå ekonomisk marknad
- hög kapitalflykt
- hög korruptionsnivå och ökad organiserad ekonomisk brottslighet

– hyperinflation

– signifikant ökning av arbetslösheten.

Det är inte säkert att det rådande positiva makroekonomiska läget i Ryssland med en stigande BNP, relativt stabil valuta och en relativt modest inflation kommer att bestå. Vidare är den ryska ekonomin till stor del beroende av produktion och export av olja och naturgas vilket gör den sårbar för fluktuationer på olje- och gasmarknaden. En nedgång i olje- och gasmarknaden kan få en betydande negativ effekt på den ryska ekonomin.

#### Uppskattningar av verkligt värde

Från och med 1 januari 2009 tillämpar koncernen ändringen av IFRS 7 för finansiella instrument som värderas till verkligt värde i balansräkningen. Därmed krävs upplysningar om värdering till verkligt värde per nivå i följande verkligt värde-hierarki:

- Noterade priser (ojusterade) på aktiva marknader för identiska tillgångar eller skulder (nivå 1).
- Andra observerbara data för tillgången eller skulder än noterade priser inkluderade i nivå 1, antingen direkt (dvs. som prisnoteringar) eller indirekt (dvs. härledda från prisnoteringar) (nivå 2).
- Data för tillgången eller skulden som inte baseras på observerbara marknadsdata (dvs. ej observerbara data) (nivå 3).

Följande tabell visar koncernens tillgångar värderade till verkligt värde per 31 december 2009.

	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Summa
Finansiella tillgångar till verkligt värde				
via resultaträkningen	277 600	–	24 007	301 607
Innehav i intresseföretag	129 791	–	18 293	148 084
Långfristiga lånefordringar	–	22 602	–	22 602
Kortfristiga lånefordringar	–	3 180	–	3 180
<b>Summa tillgångar</b>	<b>407 391</b>	<b>25 782</b>	<b>42 300</b>	<b>475 473</b>

Per den 31 december 2009 hade koncernen inte några finansiella skulder till verkligt värde.

Verkligt värde på finansiella instrument som handlas på en aktiv marknad baseras på noterade marknadspriser på balansdagen. En marknad betraktas som aktiv om noterade priser från en börs, mäklare, industrigrupp, prissättningstjänst eller övervakningsmyndighet finns lätt och regelbundet tillgängliga och dessa priser representerar verkliga och regelbundet förekommande marknadstransaktioner på armlängds avstånd. Det noterade marknadspris som används för koncernens finansiella tillgångar är den aktuella köpkursen. Dessa instrument återfinns i nivå 1.

Verkligt värde på finansiella instrument som inte handlas på en aktiv marknad fastställs med hjälp av värderingstekniker. Härvid används i så stor utsträckning som möjligt marknadsinformation då

denna finns tillgänglig medan företagsspecifik information används i så liten utsträckning som möjligt. Om samtliga väsentliga indata som krävs för verkligt värde värderingen av ett instrument är observerbara återfinns instrumentet i nivå 2. I de fall ett eller flera väsentliga indata inte baseras på observerbar marknadsinformation klassificeras det berörda instrument i nivå 3.

Följande tabell visar förändringarna för instrument på nivå 3 under 2009.

	Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Innehav i intresseföretag	Summa
Ingående balans	26 123	41 163	67 286
Anskaffningar	1 292	-	1 292
Vinster eller förluster för perioden som redovisats i resultaträkningen under "Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen"	-3 408	-	-3 408
Vinster eller förluster för perioden som redovisats i resultaträkningen under "Resultat från innehav i intresseföretag"	-	355	355
Överföringar ut ur nivå 3	-	-23 225	-23 225
<b>Utgående balans</b>	<b>24 007</b>	<b>18 293</b>	<b>42 300</b>

Koncernen deltog under 2009 i ett tillgångsbyte, i vilket Koncernen erhöll 8 537 640 aktier i RusForest AB (tidigare Varyag Resources AB, noterat på First North) i utbyte mot 50% av aktierna i RusForest Ltd (bokfört till ett värde av 23,23 MUSD samt fordringar på RusForest-koncernen, vilka per den 31 december 2008 uppgick till 809,97 MRUB (26,43 MUSD)). Som en konsekvens av tillgångsbytet har överföringar från nivå 3 till nivå 1 samt från nivå 2 till nivå 1 skett till belopp om 23,23 MUSD respektive 26,43 MUSD.

Verkligt värde på finansiella investeringar som inte handlas på en aktiv marknad fastställs med hjälp av olika värderingstekniker beroende på företagets karaktäristika samt beskaffenheten hos och riskerna förnippade med investeringen. Dessa värderingstekniker utgörs av värdering av diskonterade kassaflöden (DCF), värdering utifrån avyttringsmultipl (även kalla LBO-värdering), tillgångsbaserad värdering samt värdering utifrån framtidsinriktade multiplar baserade på jämförbara noterade företag.

#### Tinkoff Credit Systems (Egidaco)

Nyttjandevärdet för Tinkoff Credit Systems uppskattas genom diskontering av Koncernens andel av de kassaflöden som uppstår vid en eventuell avyttring av företaget. En avyttringsmultipl används, eftersom avsikten att sälja företaget till en strategisk köpare inom tre till

fem år är uttalad av företagets majoritetsägare.

Ledningens prognos för total låneportfölj, intäkter samt nettoinkomst baseras på två scenarier, som varierar beroende på förmågan att erhålla extern finansiering. Som en försiktighetsåtgärd har prognserna reducerats med 20% för att återspegla den relativa oerfarenhet som finns i korrekt prognosticering samt svårigheten att överhuvudtaget prognosticera så långt in i framtiden. Detta i sin tur påverkar tillväxttakten i låneportföljen och och nettinkomsten för de sista åren i ägande perioden.

Således inkluderar huvudparametrarna i värderingsmodellen sannolikheten för tillgängling finansiering, diskonteringsräntan samt antaganden om avyttringsmultipl. En 20 procentig sannolikhet att erhålla extern finansiering återspeglar den rådande svårighet att erhålla skuldfinansiering, särskilt i frånvaro av värdepappersieringsmarknad för överskådlig framtid, vilket ursprungligen utgjorde huvudkällan för finansiering. Kravet på avkastning på eget kapital är för närvarande satt till 40 procent, givet befintliga indikationer från potentiella investerare och rådgivare, som pekar på att avkastningen på TCSs obligationer bör ligga kring 25–30 procent. Avkastningskravet på eget kapital tar i beaktande underordnad skuldsättning, vilket kräver en högre avkastning än obligationer, liksom affärsrisker inklusive en osäker avyttring. Avyttringsmultipl har baserats på jämförbara grupper av noterade likar.

#### Känslighetsanalys – Tinkoff Credit Systems (Egidaco)

(MUSD)	Avkastning på eget kapital, %				
	30	35	40	45	50
Tinkoff Credit Systems	168,8	145,2	125,5	109,1	95,2
Aktieinnehav	23,8	20,5	17,7	15,4	13,4
Teckningsrätter	3,4	2,9	2,5	2,2	1,9
Totalt	27,2	23,4	20,2	17,6	15,3

(MUSD)	P/E avyttringsmultipl				
	6	8	10	12	14
Tinkoff Credit Systems	75,3	100,4	125,5	150,6	175,7
Aktieinnehav	10,6	14,2	17,7	21,2	24,8
Teckningsrätter	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5
Totalt	12,1	16,2	20,2	24,2	28,3

(MUSD)	Sannolikhet för extern finansiering, %				
	0	10	20	30	40
Tinkoff Credit Systems	51,9	88,7	125,5	162,3	199,2
Shares held	7,3	12,5	17,7	22,9	28,1
Warrants	1,0	1,8	2,5	3,2	4,0
Totalt	8,3	14,3	20,2	26,1	32,1

#### Vosvik (Kontakt East)

Nyttjandevärdet för Kontakt East uppskattas som koncernens andel av värdet av diskonterade kassaflöden enligt en DCF-modell. Eftersom innehavsperioden för investeringen bedöms bli långvarig och utan någon tydlig avyttring under förutsebar framtid, har antagits ett slutvärde baserat på en evig tillväxttakt. Uppskattningar om framtida kassaflöden baseras på ledningens senaste prognoser, vilka omfattar en prognostid om fem år. Därefter baseras slutvärdet på ett antagande om oförändrad framtida tillväxttakt för branschen. Nuvärdet beräknas genom att använda en vägd genomsnittlig kapitalkostnad som diskonteringsränta.

Nyckelparametrar i värderingen innefattar sålunda försäljningstillväxt, avkastning, evig tillväxttakt, samt diskonteringsränta. Genomsnittlig försäljningstillväxt om 26 procent samt en avkastning på EBITDA-nivå om 17 procent är uppskattningar gjorda av ledningen och bedöms av Vostok Nafta vara rimliga. Den eviga tillväxttagnen om 3 procent efter prognosperioden är i linje med en generell ekonomiska tillväxttakten. Den vägda genomsnittliga kapitalkostnaden om 15 procent baseras på marknadsräntor för ryska obligationer och företagsbelåning samt på företagsspecifika riskpremier.

#### Känslighetsanalys – Vosvik (Kontakt East)

(MUSD)	Genomsnittlig vägd kapitalkostnad, %				
	10	12	14,1	16	18
Vosvik (Kontakt East), totalt	64,2	48,3	36,9	29,3	23,3
Koncernens andel	32,1	24,2	18,4	14,7	11,7

(USD mln)	Årlig försäljningstillväxt 2010–2014, %				
	28	30	32	34	36
Vosvik (Kontakt East), totalt	25,6	30,7	36,9	43,0	49,0
Koncernens andel	12,8	15,3	18,4	21,5	24,5

(USD mln)	Genomsnittlig EBITDA-marginal 2010–2014, %				
	11	13	15	17	19
Vosvik (Kontakt East), totalt	31,4	34,3	36,9	40,4	42,8
Koncernens andel	15,7	17,2	18,4	20,2	21,4

#### Custos

Custos värderas baserat på jämförbara multiplar eftersom företaget är en investingsenhet för baltiska skogsfastigheter, utan någon avsikt att för närvarande generera årliga kassaflöden från verksamheten. Prognoser för kassaflöden anses därför irrelevanta och skulle vara behäftade med en hög grad av osäkerhet. Således är tillgångarna som företaget äger värderade på basis av jämförbara marknads-transaktioner för skogsenheter i den geografiska närheten.

Nyckelparametrar utgörs av marknadspriser vid försäljningar, vil-

ket innefattar pris per hektar skogsmark och pris per kubikmeter skog på denna mark. De senaste marknadstransaktionerna för skogsegendomar i regionen antyder ett pris av 225 SEK/m<sup>3</sup> och 11 000 SEK per hektar.

#### TKS Concrete

Nyttjandevärde för TKS Concrete uppskattas som Vostok Naftas andel av värdet på företaget enligt en diskonterad kassaflödesmodell. Eftersom innehavet i investeringen bedöms bli långvarigt utan någon tydlig plan för avyttring under en förutsebar framtid, har antagits ett slutvärde baserat på evig tillväxt. Uppskattningar om framtida kassaflöden baseras på Vostok Naftas uppskattningar, vilka omfattar en prognostid om sex år. Därefter baseras slutvärdet på ett antagande om oförändrad framtida tillväxttakt för branschen. Nuvärdet beräknas genom att använda en vägdd genomsnittlig kapitalkostnad som diskonteringsränta.

Nyckelparametrar i värderingen innefattar fabriksanskaffningar, kapacitetsutnyttjande, priset på betong, avkastning samt diskonteringsränta. En ökning från nuvarande fyra fabriker till tolv, kombinerat med ett kapacitetsutnyttjande som ökar till 80 procent, är uppskattningar gjorda av företagsledningen och bedöms av Vostok Nafta vara rimliga. Ett genomsnittligt pris på betong om 80 USD per m<sup>3</sup> och en genomsnittlig rörelsemarginal om 17 procent anses rimligt givet företagets framtidsutsikter. Den vägda genomsnittliga kapitalkostnaden om 19,5 procent baseras på marknadsräntor för ukrainska obligationer och företagsbelåning samt på företagsspecifika riskpremier.

#### 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:

#### Verkligt värde på noterade finansiella tillgångar

Uppskattningar och antaganden vid bestämmandet av verkligt värde av noterade av investeringar i intresseföretag och noterade finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen utvärdes löpande och baseras på historisk erfarenhet och andra faktorer, såsom förväntningar på framtida händelser som bedöms vara rimliga under rådande förutsättningar. För ytterligare information om uppskattningar av verkligt värde, se ovan.

#### Not 4 Allmänt

##### Inregistrering och legal struktur

Vostok Nafta Investment Limited (Bolaget 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 2009 består Vostok Nafta-koncernen (Koncernen) av ett bermudianskt moderbolag, Vostok Nafta Investment Limited, ett helägt bermudianskt dotterbolag (Vostok Holding Limited), tre helägda cypriotiska dotterbolag (Vostok Komi (Cyprus) Limited, Dodomar Ventures Limited samt Premline Holdings Limited), ett helägt svenskt dotterbolag (Vostok Nafta Sverige AB) samt fyra helägda ryska dotterbolag (OAO Resurs-Invest, OOO Resursniye Investitsii, ZAO Baikal Energy samt OOO Volga – Nash Dom).

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 5

##### Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen

	Koncernen 2009	Koncernen 2008
Intäkter från försäljning av finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	84 795	370 473
Bokfört värde av sålda finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	-126 818	-233 000
Förändring i verkligt värde av kvarvarande finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	181 858	-500 734
<b>Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen</b>	<b>139 835</b>	<b>-363 261</b>

Under 2008 och 2009 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 hänförs till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

#### Not 6

##### Resultat från innehav i intresseföretag

	Koncernen 2009	Koncernen 2008
Förändring i verkligt värde av kvarvarande innehav i intresseföretag	-5 296	-180 563
<b>Resultat från innehav i intresseföretag</b>	<b>-5 296</b>	<b>-180 563</b>

Under 2008 och 2009 utgörs resultat från innehav i intresseföretag av resultat från förändringar i verkligt värde på sådana finansiella tillgångar som från första början hänförs till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

#### Not 7

##### Utdelningsintäkter

	Koncernen 2009	Koncernen 2008
Utdelningsintäkter, som redovisats i resultaträkningen	9 111	9 646
Varav obetalda per balansdagen	-	-
Innehållen skatt på utdelningar	-1 367	-1 381
<b>Netto erhållna utdelningar, efter skatt från årets redovisade utdelningar</b>	<b>7 744</b>	<b>8 265</b>

#### Not 8

##### Resultat från lånefordringar

	Koncernen 2009	Koncernen 2008
Ränteintäkter	6 507	5 399
Nedskrivningar	-8	-1 465
Valutakursvinster/-förluster	544	-11 027
<b>Totalt</b>	<b>7 043</b>	<b>-7 093</b>

## Not 9 Övriga rörelseintäkter

	Koncernen 2009	Koncernen 2008
Kostnadsersättningar (se även not 28)	498	889
Hysesintäkter (se även not 28)	178	132
Övrigt	234	8
<b>Totalt</b>	<b>910</b>	<b>1 027</b>

## Not 11 Skatt

### Bolagsskatt – allmänt

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

Koncernens cypriotiska enheter 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 2009 är föremål för rysk inkomstskatt om 20% (2008: 24%).

Under 2009 är det svenska dotterbolagets vinster föremål för svensk inkomstskatt om 26,3% (2008: 28%).

### Skattekostnader

	Koncernen 2009	Koncernen 2008
Aktuell skatt	-20	-63
Uppskjuten skatt	28	1 372
Special Defence Contribution-skatt	-	-353
<b>Skatt på årets resultat</b>	<b>8</b>	<b>956</b>

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:

## Not 10 Administrativa kostnader fördelade på kostnadslag

	Koncernen 2009	Koncernen 2008	Moderbolaget 2009	Moderbolaget 2008
Kostnader för ersättningar till anställda (not 27)	3 090	3 514	715	892
Avskrivningar och nedskrivningar på materiella anläggningstillgångar	174	136	-	-
Kostnader för operativ leasing	441	748	107	383
Övriga administrativa kostnader	2 192	4 318	3 364	3 339
<b>Totala administrativa kostnader</b>	<b>5 897</b>	<b>8 716</b>	<b>4 187</b>	<b>4 614</b>

Operationella leasingavgifter uppgående till 441 TUSD (2008: 748) avseende hyra av kontorslokaler i Stockholm, Moskva och London har redovisats i resultaträkningen.

	Koncernen 2009	Koncernen 2008
Resultat före skatt	139 838	-557 344
Skatt moderbolag (0%)	-	-
Förväntad skatt Cypern (10%)	-11 980	54 452
Förväntad skatt Ryssland (20%/24%)	-1 086	5 402
Förväntad skatt Sverige (26,3%/28%)	8	-51
Förväntad skatt, totalt	-13 058	59 604
Ej skattepliktiga intäkter	20 677	15 905
Ej avdragsgilla kostnader	-8 205	-68 999
Utnyttjande av förlustavdrag som tidigare inte redovisats	733	-
Skattemässiga underskott för vilka uppskjuten skatt ej redovisats	-147	-5 203
Omvärdering av uppskjuten skatt	-	-
- förändring i den svenska skattesatsen	1	-
Justeringar av föregående års skatt	7	1
Special Defence Contribution-skatt	-	-353
<b>Skatt på årets resultat</b>	<b>8</b>	<b>956</b>

### Uppskjuten skatt

	Koncernen 31 dec 2009	Koncernen 31 dec 2008
Uppskjuten skattefordran avseende		
- skattemässiga förlustavdrag	109	14
Uppskjuten skatteskuld avseende		
- obeskattade reserver	-	-19
<b>Totalt</b>	<b>109</b>	<b>-5</b>

Bruttoförändringen avseende uppskjutna inkomstskatter är enligt följande:

	Koncernen 2009	Koncernen 2008
Vid årets början	-5	-1 358
Förvärvat uppskjuten skattefordran	85	-
Redovisning i resultaträkningen	28	1 372
Valutakursdifferenser	1	-19
<b>Vid årets slut</b>	<b>109</b>	<b>-5</b>

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 2009 inte redovisat uppskjutna skattefordringar med ett belopp om 2,69 MUSD (2008: 5,20) hänförliga till underskott uppgående till 15,74 MUSD (2008: 23,97) som kan utnyttjas mot framtida skattemässiga vinster.

## Not 12 Resultat per aktie

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

För räkenskapsåret 2009 har det vägda genomsnittliga antalet aktier påverkats av två nyemissioner som genomförts under året. Den 6 februari 2009 slutfördes en preferensemission, i vilken 46 020 901 aktier emitterades för en köpeskilling om 12 SEK styck, och den 25 juni 2009 slutfördes en riktad nyemission, i vilken 8 949 173 nya aktier emitterades för en köpeskilling om 3,84 USD styck, vilken betalades i form av apportering av aktier i noterade

bolag vars huvudsakliga verksamhet bedrivs i Ryssland och f.d. Sovjetunionen. Per den 31 december 2009 var det ojusterade vägda genomsnittliga antalet utestående aktier under året 92 136 970 (2008: 46 020 901).

I enlighet med IAS 33 har det vägda genomsnittliga antalet aktier under året justerats för att återspegla det rabatterade värdet av aktier som emitterades i preferensemissionen. Antalet aktier som var utestående för emissionen har justerats, som om emissionen ägt rum i början av den tidigaste rapporterade perioden. I justeringen har antalet utestående aktier före emissionen multiplicerats med en justeringsfaktor, vilken har härletts med hjälp av följande indata:

Verkligt värde av utestående aktier omedelbart före utnyttjande av teckningsrätterna i emissionen:	782 355 317 SEK
Belopp som erhållits vid utnyttjandet av teckningsrätterna:	552 250 812 SEK
Antalet utestående aktier efter emissionen:	92 041 802
Teoretiskt värde på aktien exklusive teckningsrätten:	14,50 SEK
Verkligt värde på samtliga aktier innan teckningsrätten avskiljts:	17,00 SEK
Justeringsfaktor:	1,172

Resultat per aktie efter utspädning beräknas genom att dividera nettoresultatet för räkenskapsåret med det vägda genomsnittligt utestående antalet stamaktier som hade varit utestående vid ett antaget utnyttjande av personaloptioner med en utspädningseffekt. För beräkning av resultat per aktie efter utspädning justeras det vägda genomsnittliga antalet utestående stamaktier för utspädningseffekten av samtliga potentiella stamaktier. Bolagets 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 Bolagets 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 utnyttjas.

	2009	2008
Årets nettoresultat, TUSD	139 846	-556 388
Genomsnittligt antal utestående stamaktier	100 052 565	53 936 495
<b>Resultat per aktie före utspädning</b>	<b>1,40</b>	<b>-10,32</b>
Justering för utspädning till följd av utfärdade personaloptioner	-	-
Genomsnittligt antal utestående stamaktier med hänsyn tagen till utspädning	100 052 565	53 936 495
<b>Resultat per aktie efter utspädning</b>	<b>1,40</b>	<b>-10,32</b>

### Not 13 Materiella anläggningstillgångar

Koncernen	Byggnader och mark	Inventarier, installationer & utrustning	Summa
-----------	--------------------	--	-------

#### Per den 1 januari 2008

Anskaffningsvärde eller omvärderat belopp	-	720	720
Akkumulerade avskrivningar	-	-174	-174
<b>Redovisat värde</b>	<b>-</b>	<b>546</b>	<b>546</b>

#### Räkenskapsåret 2008

Ingående redovisat värde	-	546	546
Anskaffningar	-	146	146
Avskrivningar	-	-184	-184
Valutakursdifferenser	-	2	2
<b>Utgående redovisat värde</b>	<b>-</b>	<b>510</b>	<b>510</b>

#### Per 31 december 2008

Anskaffningsvärde eller omvärderat belopp	-	873	873
Akkumulerade avskrivningar	-	-363	-363
<b>Redovisat värde</b>	<b>-</b>	<b>510</b>	<b>510</b>

#### Räkenskapsåret 2009

Ingående redovisat värde		510	510
Förvärv av dotterföretag (not 29)	1 520	-	1 520
Omvärderingar	201	-	201
Anskaffningar	-	2	2
Avyttringar	-	-32	-32
Nedskrivningar	-	-30	-30
Avskrivningar	-	-144	-144
Valutakursdifferenser	1	-80	-79
<b>Utgående redovisat värde</b>	<b>1 722</b>	<b>226</b>	<b>1 948</b>

#### Per 31 december 2009

Anskaffningsvärde eller omvärderat belopp	1 722	640	2 362
Akkumulerade avskrivningar	-	-414	-414
<b>Redovisat värde</b>	<b>1 722</b>	<b>226</b>	<b>1 948</b>

Bland rörelsekostnader i koncernens resultaträkning har avskrivningar redovisats med -174 TUSD (2008: -136) (se not 10).

### Not 14 Finansiella instrument per kategori

Redovisningsprinciperna för finansiella instrument har tillämpats för nedanstående poster:

#### 31 december 2009 – Koncernen

Tillgångar i balansräkningen	Lånefordringar	Tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Totalt
Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen			
	-	301 607	301 607
Innehav i intresseföretag	-	148 084	148 084
Lånefordringar	22 602	-	22 602
Likvida medel	8 935	-	8 935
<b>Totalt</b>	<b>31 537</b>	<b>449 691</b>	<b>481 228</b>

#### 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
<b>Totalt</b>	<b>74 429</b>	<b>249 477</b>	<b>323 906</b>
Skulder i balansräkningen			
	Övriga finansiella skulder		Totalt
Upplåning		77 887	77 887
<b>Totalt</b>		<b>77 887</b>	<b>77 887</b>

**Not 15**  
**Långfristiga finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen**

	Koncernen 31 dec 2009	Koncernen 31 dec 2008
Vid årets början	134 181	565 043
Anskaffningar	115 063	302 871
Omklassificeringar	-2 677	-
Avyttringar	-126 818	-233 000
Förändring i verkligt värde	181 858	-500 734
<b>Vid årets slut</b>	<b>301 607</b>	<b>134 181</b>

Tillgångarna i tabellen nedan är investeringar i finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen. Med undantag för nedan nämnda värdepapper/företag, är samtliga tillgångar noterade och värderade på basis av köpkurs på balansdagen.

- **Agrowill Group.** Företaget är noterat och aktien handlades sist den 30 december 2009 till 0,33 LTL. På grund av de finansiella problem som företaget haft under 2009 och fortsättningsvis in i 2010, har värdet av aktieinnehavet redovisats till 0 per 31 december 2009.
- **Custos.** Företaget är onoterat och verkligt värde per 31 december 2009 har uppskattats på basis av jämförbara multiplar eftersom företaget är en investeringsenhet för baltiska skogsfastigheter, utan någon avsikt att för närvarande generera årliga kassaflöden från verksamheten. För ytterligare information, se not 3 – Uppskattningar av verkligt värde.
- **Egidaco Investment Limited (Tinkoff Credit Systems), aktier och teckningsrätter.** Företaget är onoterat och verkligt värde per 31 december 2009 har uppskattats med användande av en avyttringsmultipl, eftersom avsikten att sälja företaget till en strategisk köpare inom tre till fem år är uttalad av företagets majoritetsägare. För ytterligare information, se not 3 – Uppskattningar av verkligt värde.
- **TKS Concrete.** Företaget är onoterat och verkligt värde den 31 december 2009 har uppskattats genom användande av en diskonterad kassaflödesmodell. För ytterligare information, se not 3 – Uppskattningar av verkligt värde.

Värdepapper/ företagsnamn	Innehav, antal aktier, 31 dec 2009	Verkligt värde (USD), 31 dec 2009	Ägarandel, % av utestående aktier	Innehav, antal aktier, 31 dec 2008	Verkligt värde (USD), 31 dec 2008	Ägarandel, % av utestående aktier
<b>Koncernen</b>						
Agrowill Group	1 765 000	0	6,75%	1 765 000	925 071	6,75%
Alrosa	1 159	7 243 750	0,42%	966	2 898 000	0,48%
Bekabacement	3 000	450 000	5,36%	3 000	300 000	5,36%
Caspian Services	5 364 850	3 165 262	10,48%	4 924 850	699 329	9,62%
Custos AB	547 000	2 292 920	13,68%	200 000	764 662	13,80%
Dakor	272 106	3 007 078	4,76%	272 107	3 492 399	4,76%
Egidaco 18% 2011	5 000 000	6 073 821	-	5 000 000	5 220 188	-
Egidaco Investment Limited (Tinkoff Credit Systems), aktier	885 934	17 697 000	15,00%	885 934	20 889 000	15,00%
Egidaco Investment Limited (Tinkoff Credit Systems), teckningsrätter		2 510 000	2,00%		2 963 000	2,00%

Värdepapper/ företagsnamn	Innehav, antal aktier, 31 dec 2009	Verkligt värde (USD), 31 dec 2009	Ägarandel, % av utestående aktier	Innehav, antal aktier, 31 dec 2008	Verkligt värde (USD), 31 dec 2008	Ägarandel, % av utestående aktier
Fortress Minerals Corp	6 000 000	2 335 519	0,48%	6 000 000	974 818	0,48%
Gaisky GOK	31 274	8 131 240	5,06%	31 274	4 691 100	5,06%
Gazprom Neft ADR	189 300	5 300 400	0,02%	-	-	-
Gornozavodsk Cement	39 000	5 460 000	5,03%	39 000	780 000	5,03%
Kamkabel	1 600 000	128 000	4,12%	1 600 000	176 000	4,12%
KazMunaiGas	-	-	-	16 667	210 004	0,41%
Kherson Oil Refinery	5 789 903	7 196	4,40%	5 789 903	7 345	4,40%
Kuzbass Fuel Company	50 000	20 000 000	2,96%	25 000	8 750 000	1,48%
Kuzbassrazrezugol	133 752 681	49 488 492	2,18%	107 812 491	8 894 531	1,74%
Kyrgyzenergo	2 618 241	168 688	0,27%	2 618 241	168 688	0,27%
Lukoil ADR	258 000	14 757 600	0,03%	-	-	-
Novoil stam	1 620 000	1 425 600	0,20%	-	-	-
Novoil pref	1 122 705	366 002	1,42%	-	-	-
Orsk Refinery stam	-	-	-	2 025	21 769	0,06%
Orsk Refinery pref	-	-	-	538	3 228	0,05%
Podolsky Cement	85 332	106 058	0,01%	6 564	41 637	0,10%
Poltava GOK	3 154 498	10 218 589	1,65%	1 849 088	2 728 464	1,31%
Priargunsky Ind stam	98 242	19 157 190	5,62%	66 674	6 667 400	3,81%
Priargunsky Ind pref	11 709	1 077 228	2,82%	11 709	187 344	2,82%
Progress Capital	-	-	-	35 498	138 442	0,17%
RSC Energia	-	-	-	17 000	595 000	1,51%
RusHydro stam	-	-	-	551 273 416	11 080 596	0,22%
RusHydro ADR	4 678 734	17 919 551	0,17%	-	-	-
Shalkiya Zinc GDR	1 442 400	57 696	2,55%	1 442 400	72 120	2,55%
Sibirsky Cement	322 767	5 971 190	1,06%	40 000	600 000	0,13%
Steppe Cement Ltd	10 156 113	10 180 650	6,59%	7 523 047	2 951 976	6,60%
Surgutneftegaz pref	785 000	3 728 750	0,10%	-	-	-
TKS Concrete	187	1 506 750	10,00%	187	1 506 750	10,00%
TKS Real Estate (Waymore Holding)	623 800	894 124	6,93%	623 800	8 683 608	6,93%
TNK BP Holding pref	27 096 616	40 644 924	6,02%	45 596 616	20 837 654	10,13%
Transneft pref	19 730	15 389 400	1,27%	18 730	4 120 600	1,20%
Tuimazy Concrete Mixers	1 215 000	7 290 000	14,78%	1 200 000	4 800 000	14,60%
Uchalinsky GOK	-	-	-	1 444 045	4 332 135	3,79%
Ufa Refinery	10 300 000	9 270 000	1,89%	-	-	-
Ufaneftekhim	1 715 000	5 102 125	0,62%	-	-	-
Ufaorgsintez	670 000	2 378 500	0,69%	-	-	-
Varyag Resources AB	-	-	-	1 434 880	2 006 974	10,79%
Varyaganneftgas pref	41 500	705 500	0,17%	-	-	-
Yakutgazprom	-	-	-	100 000	1 000	0,01%
<b>Summa långfristiga finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen</b>		<b>301 606 793</b>			<b>134 180 832</b>	

## Not 16 Innehav i intresseföretag

	Koncernen 31 dec 2009	Koncernen 31 dec 2008
Vid årets början	115 296	248 213
Anskaffningar	8 974	47 646
Omklassificeringar	29 110	–
Förändring i verkligt värde	–5 296	–180 563
<b>Vid årets slut</b>	<b>148 084</b>	<b>115 296</b>

Aktierna enligt nedanstående specifikation är innehav i intresseföretag. Black Earth Farming Ltd, RusForest AB och Clean Tech East Holding AB är noterade bolag, och värderas på basis av den aktuella köpkursen på balansdagen. Vosvik AB/Kontakt East är ett onoterat innehav. Beträffande värderingen av denna investering, se not 3 – Uppskattningar av verkligt värde.

Den 25 maj 2009 godkände en extra bolagsstämma i RusForest AB (tidigare Varyag Resources AB) ett föreslaget förvärv av Vostok Naftas intressen i RusForest Ltd-koncernen. Förvärvet betalades genom en apportionering till ett av Vostok Nafta helägt dotterbolag av 8 537 640 aktier i RusForest AB i utbyte mot 50 % av aktierna i RusForest Ltd (som redovisats till ett värde av 23,2 MUSD) samt fordringar på RusForest Ltd-koncernen som per den 31 december 2008 uppgick till totalt 807,0 MRUB (26,4 MUSD). Genom tillgångsbytet ökade koncernen sitt aktieäggande i RusForest AB från 492 350 aktier till 10 195 802 aktier. Efter tillgångsbytet har Vostok Nafta förvärvat ytterligare 692 601 aktier i företaget och äger per den 31 december 2009 10 888 403 aktier, vilket representerar 49,9% av det totala antalet utestående aktier i RusForest AB.

Under 2009 har Clean Tech East Holding AB (publ) (tidigare SystemSeparation Sweden Holding AB (publ)) fullbordat dess förvärv av Eastern Bio Holding AB. Samtliga 2 624 aktier i Eastern Bio Holding AB (av vilka Vostok Nafta innehade 1 139) överfördes därvid till Clean Tech East Holding AB i utbyte mot nyemitterade aktier i Clean Tech East Holding AB. Genom tillgångsbytet ökade Vostok Nafta sitt aktieinnehav i Clean Tech East Holding AB med 6 511 052 aktier. Efter genomförandet av tillgångsbytet har Vostok Nafta deltagit i en nyemission i Clean Tech East Holding AB, varvid Vostok Nafta erhöll 28 603 542 nyemitterade aktier i Clean Tech East Holding AB för en köpeskilling av ungefär 2,17 MUSD.

Namn	Innehav, antal aktier	Andel i %	Verkligt värde	Intäkter 1 jan 2009– 31 dec 2009	Vinst/förlust 1 jan 2009– 31 dec 2009	Tillgångar 31 dec 2009	Skulder 31 dec 2009
<b>2009</b>							
Black Earth Farming Ltd	30 888 704	24,8	97 973	79 180	–44 613	365 350	76 238
Clean Tech East Holding AB, aktier	42 254 295	31,3	3 367	3 143	–3 114	23 332	15 035
Clean Tech East Holding AB, utställda köpoptioner	–4 000 000		–139	3 143	–3 114	23 332	15 035
Vosvik AB (Kontakt East)	50 000	50,0	18 432	8 462	–19 176	32 453	3 203
RusForest AB	10 888 403	49,9	28 450	27 310	15 729	133 436	27 297
<b>Summa</b>			<b>148 084</b>				

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
<b>2008</b>							
Black Earth Farming Ltd	30 888 704	24,8	71 090	23 109	–24 257	414 730	82 284
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
<b>Summa</b>			<b>115 296</b>				

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



## Not 17 Långfristiga lånefordringar

	Koncernen 31 dec 2009	Koncernen 31 dec 2008
Vid årets början	17 384	9 138
Tillskott	1 157	12 462
Ränteintäkter	5 323	1 188
Nedskrivningar	-	-1 465
Omklassificeringar	-1 465	-
Valutakursdifferenser	203	-3 940
<b>Vid årets slut</b>	<b>22 602</b>	<b>17 384</b>

Motpart	Kreditbetyg, 31 dec 2009	Nominellt värde, 31 dec 2009	Nominellt värde, 31 dec 2008	Bokfört värde, 31 dec 2009	Bokfört värde, 31 dec 2008	Räntevillkor	Löptid
Tinkoff Credit Systems Bank (TCS)	-	21 125	16 384	21 389	15 919	24,5%/26,5%	sep 2011
RusForest (Cyprus) Limited	-	1 003	-	996	-	8%	jan 2012/mar 2013
Lån till personal	-	1 250	-	200	-	7%	
Murrayföretagen AB			2 930	-	1 465	10%	-
Övriga		17	-	17	-		
<b>Summa</b>		<b>23 395</b>	<b>19 314</b>	<b>22 602</b>	<b>17 384</b>		

Under 2009 blev villkoren för lånefordran till Tinkoff Credit Systems Bank (TCS) om 500 MRUB ändrade, så att inga räntebetalningar görs intill lånets förfalldatum, vilket bestämdes till den 26 september 2011. Istället kapitaliseras ränta med en räntesats om 24,5% t o m 22 december 2010, och därefter med 26,5% t o m förfalldatum. Ränteintäkter på lånet redovisas i resultaträkningen över lånets löptid genom användande av den effektiva räntemetoden. Under 2009 har ränteintäkter avseende lånet till TCS redovisats till ett belopp av 5 267 TUSD (2008: 1 188).

Under 2009, har koncernen förvärvat 100 procent av aktierna i Prem-line Holdings Limited och dess dotterbolag OOO Volga – Nash Dom för en köpeskilling av 285 TSEK (not 29). De huvudsakliga tillgångarna i de förvärvade företagen utgörs av ett antal tomter belägna vid floden

Volga. Vostok Nafta har tidigare haft en utestående lånefordran på säljaren Murrayföretagen AB, som uppgått till ett nominellt belopp om 2 930 TUSD och som i balansräkningen per den 31 december 2008 redovisats till ett belopp om 1 465 TUSD. Efter förvärvet av Premline Holdings Limited har det bokförda värdet av fordran, tillsammans med köpeskillingen i kontanter, inkluderats i den totala kostnaden för förvärvet av företagen.

I juli 2009 förvärvade Vostok Holding Ltd från Vostok Gas Ltd samtliga långgivarens rättigheter enligt två räntebärande lån utan säkerhet till anställda inom Vostok Nafta-koncernen för en sammanlagd köpeskilling om 200 000 USD. Per den 31 december 2009 uppgick de utestående lånen till ett nominellt värde om 1 250 TUSD.

## Not 18 Kortfristiga lånefordringar

	Koncernen 31 dec 2009	Koncernen 31 dec 2008
Vid årets början	27 847	4 197
Tillskott	1 292	29 986
Återbetalningar	-	-229
Omklassificeringar	-26 595	-360
Ränteintäkter	326	1 340
Nedskrivningar	-8	-
Valutakursdifferenser	319	-7 087
<b>Vid årets slut</b>	<b>3 180</b>	<b>27 847</b>

Motpart	Kreditbetyg, 31 dec 2009	Nominellt värde, 31 dec 2009	Nominellt värde, 31 dec 2008	Bokfört värde, 31 dec 2009	Bokfört värde, 31 dec 2008	Räntevillkor	Löptid
Clean Tech East Holding AB	-	3 153	1 279	3 153	1 279	18%	feb 2010
Bogouchansky LPK		-	9 458	-	9 458		
IVLPS-Nebelsky LPCH		-	4 751	-	4 751		
OOO Lesprom		-	5 541	-	5 541		
BAMlesstroy ZAO		-	221	-	221		
PIK-89 OOO		-	1 466	-	1 466		
Tuba Les ZAO		-	1 681	-	1 681		
Transsibirskaya Lesnaya Kompania OOO		-	3 313	-	3 313		
Övriga kortfristiga lånefordringar	-	27	137	27	137		
<b>Summa</b>		<b>3 180</b>	<b>27 847</b>	<b>3 180</b>	<b>27 847</b>		

Den 25 maj 2009 godkände en extra bolagstämma i RusForest AB (publ) (tidigare Varyag Resources AB (publ)) ett föreslaget förvärv av Vostok Naftas intressen i RusForest Ltd-koncernen i utbyte mot 8 537 640 aktier nyemitterade aktier i RusForest AB. Byteskvoten baserades på substansvärdet i RusForest AB-koncernen per den 31 december 2008 och på verkligt värde av Vostok Naftas intressen i RusForest, vilka per samma datum bestod av 50% av aktierna i

RusForest Ltd (redovisat till ett värde av 23,2 MUSD) samt fordringar på företag i RusForest Ltd-koncernen, vilka per uppgick till totalt 807,0 MRUB (26,4 MUSD). I de konsoliderade räkenskaperna har bytet av lånefordringar mot aktier i RusForest AB redovisats som en omklassificering av tillgångar från kortfristiga lånefordringar till innehav i intresseföretag.

## Not 19 Övriga kortfristiga fordringar

	Koncernen 31 dec 2009	Koncernen 31 dec 2008	Moder- bolaget 31 dec 2009	Moder- bolaget 31 dec 2008
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1 350	950	73	8
Övriga fordringar	700	1 588	309	271
<b>Totalt</b>	<b>2 050</b>	<b>2 538</b>	<b>382</b>	<b>279</b>

## Not 20 Likvida medel

I likvida medel i balansräkningen och kassaflödesanalysen ingår följande:

	Koncernen 31 dec 2009	Koncernen 31 dec 2008
Likvida medel	8 935	29 198
<b>Totalt</b>	<b>8 935</b>	<b>29 198</b>

## Not 21 Aktiekapital och bundna reserver

Koncernen och Moderbolaget	Antal aktier	Aktie- kapital	Övrigt tillskjutet kapital
<b>Per den 1 januari 2008</b>	<b>46 020 901</b>	<b>46 021</b>	<b>146 476</b>
Personaloptionsprogram: – värde på anställdas tjänstgöring	–	–	408
<b>Per den 31 december 2008</b>	<b>46 020 901</b>	<b>46 021</b>	<b>146 884</b>
Preferensemission, februari 2009	46 020 901	46 021	20 180
Riktad nyemission, juni 2009	8 949 173	8 949	24 424
Personaloptionsprogram: – värde på anställdas tjänstgöring	–	–	212
<b>Per den 31 december 2009</b>	<b>100 990 975</b>	<b>100 991</b>	<b>191 700</b>

I februari 2009 slutförde Bolaget en preferensemission, i vilken 46 020 901 aktier emitterades för en likvid om 12 SEK styck. Netto efter transaktionskostnader erhöles motsvarande 66 201 TUSD i nyemissionen.

I juni 2009 genomförde Bolaget en riktad nyemission, i vilken 8 949 173 aktier emitterades för en likvid om 3,84 USD styck, mot betalning i form av apport av aktier i noterade bolag vars huvudsakliga verksamhet bedrivs i Ryssland och f.d. Sovjetunionen. Netto efter transaktionskostnader erhöles 33 373 TUSD i nyemissionen.

Det finns för närvarande 1 533 920 aktier tillgängliga genom utestående personaloptioner. Var och en berättigar till teckning av en ny aktie i Vostok Nafta Investment Ltd. För mer information avseende personaloptionerna se not 27.

En extra bolagsstämma som avhölls den 25 juni 2009 beslutade om en ökning av det beviljade aktiekapitalet i Bolaget från 100 000 000 USD till 110 000 000 USD. Per den 31 december 2009 uppgick antalet utestående aktier till 100 990 975, med ett kvotvärde om 1 USD, vilka samtliga är till fullo betalda. Övrigt tillskjutet kapital består av skillnaden mellan erhållet nettobelopp vid nyemissioner av aktier och samma aktiers nominella belopp. Varje stamaktie har en röst.

## Not 22 Upplåning

Kortfristig	Koncernen 31 dec 2009	Koncernen 31 dec 2008	Moder- bolaget 31 dec 2009	Moder- bolaget 31 dec 2008
Banklån	–	50 097	–	–
Obligationslån och andra lån	–	27 790	–	27 790
<b>Total upplåning</b>	<b>–</b>	<b>77 887</b>	<b>–</b>	<b>27 790</b>

Under perioden har samtliga banklån, obligationslån och andra lån blivit till fullo återbetalda. Räntekostnader avseende den återbetalda upplåningen uppgår till ett belopp om 1 857 TUSD.

## Not 23 Övriga kortfristiga skulder

	Koncernen 31 dec 2009	Koncernen 31 dec 2008	Moder- bolaget 31 dec 2009	Moder- bolaget 31 dec 2008
Övriga skulder	61	171	-	2
<b>Totalt</b>	<b>61</b>	<b>171</b>	<b>-</b>	<b>2</b>

## Not 24 Finansiell garanti

Vostok Komi (Cyprus) Limited ingick i juli 2009 ett avtal med Bohusman AB och Clean Tech East Holding AB, där Vostok Komi (Cyprus) Limited gick i borgen för Bohusman AB:s skuld på 1 368 872 kr till Eastern Bio Holdings AB, ett helägt dotterbolag till Clean Tech East Holding AB. Borgensåtagandet säkerställdes genom att Bohusman AB pantsatte aktier i Clean Tech East Holding AB, och värdet på borgensåtagandet begränsas uttryckligen till värdet av de pantsatta aktierna. Den underliggande fordringen förföll den 9 februari 2010 och Clean Tech East Holding AB för samtal med Bohusman AB om slutreglering.

## Not 25 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. Under 2009 har Koncernen återbetalat utestående bankupplåning, varefter de pantsatta tillgångarna återlämnats till Koncernen.

Varken Koncernen eller Bolaget hade några ansvarsförbindelser per den 31 december 2009, eller per den 31 december 2008.

## Not 26 Aktier i dotterbolag

Moderbolaget	Land	Antal aktier	Andel av kapital och röster, %	Bokfört värde 31 dec 2009, TUSD	Bokfört värde 31 dec 2008, TUSD
<b>Dotterbolag ägda av moderbolaget</b>					
Vostok Komi (Cyprus) Ltd	Cypern	150 000	100	226 805	102 243
Vostok Holding Ltd	Bermuda	10 000	100	60	10
<b>Övriga dotterbolag i koncernen</b>					
Vostok Nafta Sverige AB	Sverige		100		
Dodomar Ventures Limited	Cypern		100		
Premline Holdings Limited	Cypern		100		
OOO Volga – Nash Dom	Ryssland		100		
ZAO Baikal Energy	Ryssland		100		
OAO Resurs-Invest	Ryssland		100		
OOO Resursniye Investitsii	Ryssland		100		
<b>Summa</b>				<b>226 865</b>	<b>102 253</b>

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

Under 2009 har Bolaget återfört nedskrivningar på aktier i dotterföretag om 124,56 MUSD. Under 2008 gjordes nedskrivningar på värdet av aktierna i dotterföretaget Vostok Komi (Cyprus) Limited med ett belopp om 288,69 MUSD.

## Not 27 Kostnader för ersättningar till anställda

	Koncernen 2009	Koncernen 2008	Moder- bolaget 2009	Moder- bolaget 2008
Löner	2 373	2 563	477	434
Sociala kostnader	355	366	21	44
Aktiebaserade ersättningar	212	408	212	408
Pensionskostnader	126	135	-	-
Övriga ersättningar				
till anställda	24	41	5	5
<b>Kostnader för ersättningar</b>				
<b>till anställda, totalt</b>	<b>3 090</b>	<b>3 514</b>	<b>715</b>	<b>892</b>

	Koncernen 2009	Koncernen 2008	Moder- bolaget 2009	Moder- bolaget 2008
Löner och ersättningar till ledande befattningshavare och styrelsen för moderbolaget och dess dotterbolag	1 505	1 376	549	607
Löner till övriga anställda	1 230	1 736	146	240
<b>Löner och ersättningar, totalt</b>	<b>2 735</b>	<b>3 112</b>	<b>695</b>	<b>847</b>

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 16 (15), varav 9 var män (10). Medelantalet ledande befattningshavare uppgår till 4 (4).

Koncernen, 2009	Grundlön/ styrelsearvode	Rörlig ersättning	Övriga förmåner	Pensions- kostnader	Aktiebaserade ersättningar	Övriga ersättningar	Summa
Lukas H. Lundin	40	-	-	-	-	189*	229
Al Breach	15	-	-	-	-	-	15
Paul Leander-Engström	22	-	-	-	-	-	22
Torun Litzén	22	-	-	-	-	-	22
Ian H. Lundin	22	-	-	-	-	-	22
William A. Rand	26	-	-	-	-	-	26
Robert J. Sali	18	-	-	-	-	-	18
Per Brilioth	297	125	-	46	-	-	468
Övriga ledande befattningshavare och styrelseledamöter i dotterbolag	490	44	6	56	87	-	683
<b>Summa</b>	<b>952</b>	<b>169</b>	<b>6</b>	<b>102</b>	<b>87</b>	<b>189</b>	<b>1 505</b>

\* Avser ersättning till Namdo Management för tillhandahållna management- och investerarrrelationrelaterade tjänster. Namdo Management är ett företag som kontrolleras av styrelseordföranden Lukas H Lundin.

Koncernen, 2008	Grundlön/ styrelsearvode	Rörlig ersättning	Övriga förmåner	Pensions- kostnader	Aktiebaserade ersättningar	Övriga ersättningar	Summa
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
	<b>1 104</b>	<b>-</b>	<b>6</b>	<b>95</b>	<b>171</b>	<b>-</b>	<b>1 376</b>

Moderbolaget, 2009	Grundlön/ styrelsearvode	Rörlig ersättning	Övriga förmåner	Pensions- kostnader	Aktiebaserade ersättningar	Övriga ersättningar	Summa
Lukas H. Lundin	40	-	-	-	-	189*	229
Al Breach	15	-	-	-	-	-	15
Paul Leander-Engström	22	-	-	-	-	-	22
Torun Litzén	22	-	-	-	-	-	22
Ian H. Lundin	22	-	-	-	-	-	22
William A. Rand	26	-	-	-	-	-	26
Robert J. Sali	18	-	-	-	-	-	18
Övriga ledande befattningshavare och styrelseledamöter i dotterbolag	103	-	6	-	87	-	195
	<b>267</b>	<b>-</b>	<b>6</b>	<b>-</b>	<b>87</b>	<b>189</b>	<b>549</b>

\* Avser ersättning till Namdo Management för tillhandahållna management- och investerarrrelationrelaterade tjänster. Namdo Management är ett företag som kontrolleras av styrelseordföranden Lukas H. Lundin.

## Noter till bokslutet

Moderbolaget, 2008	Grundlön/styrelsearvode	Rörlig ersättning	Övriga förmåner	Pensionskostnader	Aktiebaserade ersättningar	Övriga ersättningar	Summa
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

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 Bolaget eller,

som ett resultat av en överföring av den förpliktelse med vilken optionsinnehavaren arbetar, överförs till ett företag som varken är under Bolagets 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 investering 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 mål infriats. 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 alljämt 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.

Personaloptioner	Utgivna 2007 <sup>1,2,3</sup>	Utgivna 2009 <sup>1,3</sup>	Totalt 31 dec 2009	Totalt 31 dec 2008
<b>Ledande befattningshavare och styrelseledamöter i dotterbolag</b>				
Per Brilioth	438 000	200 000	638 000	250 000
Sergei Glaser	262 800	–	262 800	150 000
Anders F. Börjesson	–	50 000	50 000	–
Anders Sjöberg	52 560	10 000	62 560	30 000
Robert Eriksson	35 040	10 000	45 040	20 000
Fabienne Pfyffer	17 520	–	17 520	10 000
Övriga	438 000	20 000	475 520	260 000
<b>Totalt</b>	<b>1 243 920</b>	<b>290 000</b>	<b>1 533 920</b>	<b>710 000</b>
Lösenpris, SEK	48,33	35,17		
<b>Marknadsvärde per option vid utgivnings-</b>				
tillfället, SEK <sup>3</sup>	11,34	3,98		
Löptid	30 augusti 2007–	19 juni 2009–		
	30 augusti 2010	19 juni 2012		
Utnyttjandeperiod	30 augusti 2009–	19 juni 2011–		
	30 augusti 2010	19 juni 2012		

- 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.
- För att återspegla förändringen i värdet per aktie i Bolaget efter den nyemission som ägde rum i februari 2009, har lösenpris och tilldelat antal optioner justerats. Antalet utställda optioner har ökat med 533 920 stycken, och lösenpriset har sänkts med 36,33 SEK till 48,33 SEK.
- Verkligt värde för utställda 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. Som en konsekvens av ändrade villkor för optioner som utställdes under 2007 (enligt punkt 2 ovan), har verkligt värde av optionerna beräknats omedelbart före och omedelbart efter villkorsförändringen. I beräkningen har följande viktiga indata i Black & Scholes-modellen använts:

	Före	Efter
Aktiens pris	17,70	17,70
Lösenpris	84,66	48,33
Volatilitet (standardavvikelse i %)	106,0%	85,0%
Återstående löptid	1,56	1,56
Svensk marknadsränta	3,10%	3,10%

En jämförelse av optionernas verkliga värde omedelbart före och omedelbart efter villkorsförändringen har resulterat i att inget tillkommande verkligt värde ska läggas till det värde av de anställdas tjänstgöring som redovisas under perioden från och med villkorsförändringen till dess att de villkorsförändrade optionerna kan utnyttjas. Värdet baserat på optionernas verkliga värde vid utgivningstillfället har fortsatt att redovisas över återstoden av den ursprungliga intjänandeperioden.

Verkligt värde för optioner utställda under 2009 har fastställts med hjälp av Black & Scholes värderingsmodell var 3,98 SEK per option. Viktiga indata i modellen var aktiepriset på tilldelningsdagen (27,80 SEK), aktieprisets förväntade volatilitet (30%), förväntad utdelning på 0%, optionernas löptid, en förväntad löptid om tre år, samt en årlig riskfri ränta om 2,23%.

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

	Genomsnittligt lösenpris i SEK/aktie	Optioner 31 dec 2009	Optioner 31 dec 2008
Vid årets början	84,66	710 000	710 000
Omräknade	–36,33	533 920	–
Tilldelade	35,17	290 000	–
<b>Vid årets slut</b>	<b>45,84</b>	<b>1 533 920</b>	<b>710 000</b>

Av utestående 1 533 920 optioner (2008: 710 000) var 1 243 920 (2008: –) möjliga att utnyttja.

Personaloptioner utestående vid årets slut har följande förfalldatum och lösenpriser:

	Lösenpris, SEK	Optioner 2009	Optioner 2008
30 augusti 2010	48,33	1 243 920	710 000
19 juni 2012	35,17	290 000	–
<b>Vid årets slut</b>		<b>1 533 920</b>	<b>710 000</b>

## Not 28 Närståendetransaktioner

Koncernen kontrolleras av Lorito Holdings (Guernsey) Ltd, som äger 27,73% av aktierna.

Koncernen har identifierat följande närstående:  
Vostok Gas Limited-koncernen, vilken inkluderar Vostok Gas Limited, Vostok Energo Investment Limited, Austro (Cyprus) Limited samt Vostok Gas Sverige AB.  
Intresseföretag och deras dotterbolag, vilka inkluderar Black Earth Farming Limited, RusForest AB, Clean Tech East Holding AB samt Vosvik AB (Kontakt East).

Lundinfamiljen och företag i Lundinggruppen, vilka inkluderar Lukas H. Lundin, Ian H. Lundin, samt Lundin Mining AB, Lundin Petroleum AB, Fortress Mining Corp och Bukowskis.  
Nyckelpersoner, vilka inkluderar medlemmar i ledningsgruppen, samt medlemmar av Bolagets styrelse och dotterbolagens styrelser.

Under räkenskapsåret har Koncernen redovisat följande närståendetransaktioner:

TUSD	2009				2008				
	Vostok Gas	Intresse-företag	Lundinfamiljen och företag i Lundinggruppen	Nyckelpersoner	Vostok Gas	Intresse-företag	Lundinfamiljen och företag i Lundinggruppen	Nyckelpersoner	
<b>I resultaträkningen</b>									
Resultat från lånefordringar	-	953	-	-	-	-5 746	-	-	-
Övriga rörelseintäkter	123	325	108	-	7	610	221	-	-
Rörelsekostnader	-	-	-252	-1 221	-	-	-119	-1 257	-
Räntekostnader	-	-	-419	-254	-	-	-313	-190	-
<b>I balansräkningen</b>									
Långfristiga lånefordringar	-	996	-	-	-	-	-	-	-
Kortfristiga lånefordringar	-	3 153	-	-	-	27 711	-	-	-
Övriga kortfristiga fordringar	23	335	17	-	60	-	-	-	-
Balanserade vinstmedel	-	-	-	-157	-	-	-	-	-
Kortfristig upplåning	-	-	-	-	-	-	-8 564	-5 190	-
Övriga kortfristiga skulder	-211	-	-268	-110	-	-	-119	-197	-

### Lån till intresseföretag

Under 2009 har Koncernen redovisat resultat från lån till RusForest (Cyprus) Limited till ett belopp om 56 TUSD. Per de 31 december 2009 har utestående lånefordringar på RusForest (Cyprus) Limited redovisats till ett belopp om 996 TUSD. Under 2009 har Koncernen även redovisat 325 TUSD (2008: 30) som resultat från lånefordringar på Clean Tech East Holding AB, vilka per den 31 december 2009 uppgick till ett belopp om motsvarande 3 153 TUSD (2008: 1 279).

Under 2009 har Koncernen lämnat ett konvertibelt lån till Vosvik AB som uppgått till 26.0 MSEK. Lånet har konverterats till aktier i november 2009. I resultaträkningen för räkenskapsåret 2009 har koncernen redovisat ränteintäkter från konvertibellånet till ett belopp om motsvarande 255 TUSD.

### Övriga rörelseintäkter

TUSD	2009			2008		
	Vostok Gas	Intresse-företag	Företag i Lundinggruppen	Vostok Gas	Intresse-företag	Företag i Lundinggruppen
Kostnadsersättningar	123	316	80	7	549	221
Kontorshyra	-	9	28	-	61	-
Summa	123	325	108	7	610	221

### Upplåning

Per den 31 december 2008 hade Koncernen ett utestående lån om 13,75 MUSD (inklusive upplupen ränta) från en grupp långgivare som innefattade Simba Investments Ltd, Zebra Holdings and Investments (Guernsey) Limited, Paul Leander-Engström och Ture Invest AB. Största aktieägare i Simba Investments Ltd. är Lorito Holdings (Guernsey) Limited och Zebra Holdings and Investments (Guernsey) Limited. Sistnämnda två bolag omfattas av en trust vars förmåns-tagare är Adolf H. Lundin 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. Lånet återbetalades i sin helhet i februari 2009. Under perioden 1 januari 2009–30 juni 2009 har räntekostnader redovisats i resultaträkningen med ett belopp om 673 TUSD. Lånet återbetalades i sin helhet i februari 2009.

### Lån till anställda

I juli 2009 förvärvade Vostok Holding Ltd från Vostok Gas Ltd samtliga långgivarens rättigheter enligt två räntebärande lån utan säkerhet till anställda inom Vostok Nafta-koncernen för en sammanlagd köpeskilling om 200 000 USD. Köpeskillingen för de förvärvade fordringarna var ännu utestående per den 31 december 2009.

### Ersättning till nyckelpersoner

Nyckelpersoner i koncernen innefattar medlemmar i ledningsgruppen, samt medlemmar av Bolagets eller dess dotterbolags styrelse. Ersättning till nyckelpersoner framgår av not 27.

### Transaktioner mellan Moderföretaget och dotterföretag

Moderföretaget förser sina dotterföretag med finansiering på marknadsmässiga villkor. Ränteintäkter på lån har under 2009 redovisats med 21,40 MUSD (2008: 14,32). Per den 31 december 2009 uppgick utestående fordringar på koncernföretag till netto 260,47 MUSD (2008: 174,07).

Vostok Nafta Sverige AB tillhandahåller administrativa tjänster åt Moderföretaget på marknadsmässiga villkor. Under 2009 har Vostok Nafta Sverige AB fakturerat Vostok Nafta Investment Ltd arvoden för administrativa tjänster med ett belopp om 2 190 TUSD (2008: 2 017), varav 568 TUSD (2008: 1 478) var obetalt per den 31 december 2009.

### Not 29

#### Rörelseförvärv

##### a) Förvärv av Premline Holdings Limited och OOO Volga – Nash Dom

Den 8 april 2009 förvärvade Koncernen 100 procent av aktierna i Premline Holdings Limited och dess dotterbolag OOO Volga – Nash Dom, samt räntebärande lånefordringar på OOO Volga – Nash Dom till ett värde om 34 337 MRUB (1 143 MUSD). Köpeskilling för de förvärvade tillgångarna uppgår till 285 TSEK (51 TUSD). De huvudsakliga tillgångarna i de förvärvade företagen utgörs av ett antal tomter belägna vid floden Volga. Förvärvet var ett led i ett förlikningsavtal med konkursförvaltaren för den tidigare ägaren, Murrayföretagen AB. Vostok Nafta hade tidigare en utestående fordran på Murrayföretagen AB, som uppgick till ett nominellt belopp om 2 930 TUSD och som i balansräkningen per den 31 december 2008 redovisats till ett belopp om 1 465 TUSD till följd av gäldenärens finansiella situation. Fordran på säljaren avskrevs i sin helhet i enlighet med förlikningsavtalet. Efter förvärvet av Premline Holdings Limited har det bokförda värdet av fordran på säljaren, tillsammans med köpeskillingen i kon-  
tanter, inkluderats i den totala kostnaden för förvärvet av företagen.

De tillgångar och skulder som omfattas av förvärvet är:

(TUSD)	Bokfört värde i förvärvade enheter	Verkligt värde
Mark	631	1 520
Övriga tillgångar	103	103
Skulder	-1 414	-1 414
<b>Nettotillgångar</b>	<b>-471</b>	<b>209</b>
Köpeskilling som erlagts genom konvertering av skuld		349
Köpeskilling som erlagts kontant		51
Kassa i förvärvade dotterföretag		0
<b>Kassautflöde vid företagsförvärv</b>		<b>51</b>

I samband med förvärvet redovisades en nedskrivning av värdet av investeringen med 150 TUSD. Sedan en omvärdering av den av de förvärvade företagen ägda marken gjorts har nedskrivningen återförts i de konsoliderade räkenskaperna per 31 december 2009.

De förvärvade företagen har för perioden 8 april 2009 till 31 december 2009 bidragit med ett nettoresultat om 12 TUSD. Om förvärvet skett den 1 januari 2009 hade Koncernens intäkter och nettoresultat inte påverkats på ett betydande sätt.

##### b) Förvärv av Dodomar Ventures Limited

Under perioden har Vostok Nafta förvärvat 100 procent av aktierna i Dodomar Ventures Limited (med säte i Cypern) för en total köpeskilling av 2 000 EUR. Per förvärvsdatum fanns det inte några identifierbara tillgångar eller skulder i det förvärvade bolaget.

### Not 30

#### Händelser efter balansdagen

Inga betydande händelser har ägt rum efter balansdagen.

### Not 31

#### Fastställande av årsredovisning

Årsredovisningen har avgivits av styrelsen den 24 mars 2010, se sidan 41. Balans- och resultaträkning fastställs av bolagets aktieägare på ordinarie bolagsstämma den 5 maj 2010.



### **Till Aktieägarna i Vostok Nafta Investment Ltd**

Vi har granskat koncernredovisningen och moderbolagsredovisningen för Vostok Nafta Investment Ltd som återfinns på sidorna 42 till 64. Dessa räkenskaper innefattar balansräkningar per den 31 december 2009 och 2008, 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 2009 och 2008 samt deras resultat och kassaflöde för de räkenskapsår som då avslutades i enlighet med internationella redovisningsstandards (IFRS).

Stockholm den 24 mars 2010

PricewaterhouseCoopers AB

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

Bo Hjalmarsson  
[Auktoriserad revisor](#)

# Revisionsberättelse

Den svenska koden 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, i den utsträckning den är förenlig med den bermudianska aktiebolagslagen, 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. Årsstäm-

man 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 2009

Bolagets styrelse består av åtta styrelseledamöter, samtliga omvalda på årsstämman den 14 maj 2009: 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 sammanträder fysiskt minst två gånger per år och mer frekvent vid behov. Dessutom genomförs möten 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 företagets 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, börsregler 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 för första och tredje kvartalet, granska och lämna förslag till styrelsen avseende Bolagets halvårs- och årsrapporter, 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:

# Bolagsstyrningsrapport

- Frågor kring internkontroll och tillämpning av relevanta redovisningsprinciper och lagar;
- Diskutera osäkerheter i redovisade värden samt förändringar i uppskattningar och värderingar;
- 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 2009 sammanträdde revisionskommittén fyra gånger då alla medlemmar var närvarande. 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 2009

sammanträdde ersättningskommittén två gånger där alla medlemmar var närvarande. 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 2009 beslutades att inrätta en valberedning bestående av representanter för de tre största aktieägarna i Bolaget per den sista bankdagen i augusti 2009. Nomineringskommittén för årsstämman 2010 består av följande medlemmar: Ian H. Lundin utsedd av Lorito Holdings Ltd, Leif Törnvall utsedd av Alecta och Arne Lööw

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 2010: (i) val av ordförande vid stämman, (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 2011 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 2009

Per Brilioth: verkställande direktör  
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 2009 antogs följande riktlinjer för ersättning till styrelsen och

ledande befattningshavare. Ersättning till den verkställande direktören samt 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, 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 2009 beslutades att arvodet till styrelsen (inklusive arbete i styrelsens kommittéer) skall utgå med sammanlagt 1 260 000 SEK, varav 230 000 SEK till styrelsens ordförande och 115 000 SEK till var och en av övriga styrelseledamöter. För arbete i revisionskommittén utgår arvode om 85 000 SEK till ordföranden och 55 000 SEK till vardera ledamot och för arbete i ersättningskommittén utgår arvode om 30 000 SEK till ordföranden

och 20 000 SEK till vardera ledamot. Slutligen utgår arvode för arbete i investeringskommittén om 45 000 SEK till ordföranden och med 30 000 SEK till vardera ledamot. Styrelsearvode utgår inte till den verkställande direktören.

Utöver styrelsearvodet beslutades att ett belopp om högst 1 440 000 SEK (motsvarande ca 180 000 USD) skall ställas till styrelsens förfogande för arvodering av Namdo Management för management-tjänster och tjänster avseende Investor Relations. Namdo Management är ett bolag som kontrolleras av styrelseordföranden Lukas H. Lundin.

#### Ersättning till verkställande direktören och andra ledande befattningshavare

Verkställande direktören erhåller en fast årslön om motsvarande cirka 297 000 USD och en bonus på cirka 125 000 USD som betalades ut i enlighet med Bolagets incitamentsprogram (se nedanför). 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 2009. 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 befattningshavares fasta årslön uppgår totalt till cirka 382 000 USD samt bonus in enlighet med Bolagets incitamentsprogram på cirka 37 000 USD. De övriga i ledningsgruppen har en uppsägningstid om tre månader, vilket även gäller vid uppsägning från Bolagets sida.

### **Incitamentsprogram**

#### Incitamentsprogram avseende Bolaget

Vid en 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 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. Antalet utställda optioner ökade med 533 920 optioner och lösenpriset reducerades med 36,33 SEK till 48,33 SEK.

I juni 2009 utfärdades 290 000 nya optioner till en grupp anställda under incitamentsprogrammet där varje ägare har rätt att teckna ett SDB till ett lösenpris av 35,17 SEK. Anställda i Sverige erbjuds att köpa optionerna till ett förvärvspris motsvarande optionernas marknadsvärde vid tidpunkten för erbjudandet. Optionerna får utnyttjas tidigast två år och senast tre år från tidpunkten för utställandet.

#### 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 2009 valdes revisionsbolaget PricewaterhouseCoopers AB till bolagets revisorer fram till och med nästa årsstämma.

Klas Brand, född 1956. Auktoriserad revisor. Bolagets revisor sedan 2007. PricewaterhouseCoopers AB, Göteborg, Sverige.

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 sida 65.

#### 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 2009, inklusive mötesnärvaro 2009

Namn	Invald i styrelsen	Position	Förhållande till Bolaget	Revisionskommittén	Ersättningskommittén	Investeringskommittén	Närvaro styrelsemöten	Styrelsearvode, TSEK
Lukas H. Lundin	2007	Ordförande	Huvudägare		X	X	100%	305
Al Breach	2007	Ledamot	Oberoende				69%	115
Per Brilioth	2007	Ledamot	Bolagsledning			X	100%	-
Paul Leander-Engström	2007	Ledamot	Oberoende		X	X	54%	165
Torun Litzén	2007	Ledamot	Oberoende	X			85%	170
Ian H. Lundin	2007	Ledamot	Huvudägare	X			62%	200
William A. Rand	2007	Ledamot	Oberoende	X			92%	170
Robert J. Sali	2007	Ledamot	Oberoende		X		100%	135
<b>Antal möten</b>				<b>4</b>	<b>2</b>		<b>13</b>	

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 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 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 Committee 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 upprättas för 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 fastställer styrelsen de övergripande riktlinjerna för bolagets investeringsverksamhet. För att garantera en tillförlitlig och lättövervakad 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 behövs en majoritet inom kommittén för att utfärda en köp- eller säljrekommendation, på vars grunder styrelsen för Vostok Komi (Cyprus) Ltd. sedan formellt fattar investeringsbeslut, och en verkställningsorder utfärdas. Liksom för investeringsförandet som all övrig kringverksamhet så regleras detta genom interna riktlinjer och instruktioner. Organisationskaraktäriseras 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. En intern kontrollrapport granskas av styrelsen på kvartalsbasis. 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 effekt, ägnar man mest tid åt för att garantera tillförlitlighet. Detta innefattar

# Styrelsens rapport om intern kontroll avseende finansiell rapportering

tar 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. Där till 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 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 rapportering finns en skriftlig kommunikationspolicy som anger vad och på vilket sätt information skall utges.

### **Uppföljning**

Styrelsen erhåller månatliga substansvärdesrapporter och utförliga kvartalsrapporter som beskriver den finansiella ställningen och periodens utveckling av Vostok Naftas innehav. Vid varje styrelsemöte diskuteras bolagets ekonomiska situation och strategi för framtiden, samt eventuella problem och brister i den gångna periodens verksamhet och finansiella rapportering. Det är speciellt revisionskommittén 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.

Vostok Nafta är i full överensstämmelse med NOREX medlemsregler för emittenter, vilka är regler och föreskrifter för medlemmar och handel i SAXESS-systemet för varje börsplats inom NOREX-alliansen, det vill säga NASDAQ OMX i Köpenhamn, Helsingfors, Island, Stockholm och Oslo Börs. Inte heller har det skett någon överträdelse av god sed på den svenska aktiemarknaden.



ADR American Depository Receipt, dvs ett amerikanskt depåbevis  
bbf 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  
Holdingsbolag 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-111 48 Stockholm  
Sweden  
Phone +46 8 545 015 50  
Fax +46 8 545 015 54

[www.vostoknafta.com](http://www.vostoknafta.com)  
[info@vostoknafta.com](mailto:info@vostoknafta.com)