

**Vostok  
Nafta  
Investment  
Ltd**

**Niomånaders-  
rapport**

**2008**

– Periodens resultat blev –296,16 miljoner US-dollar (MUSD) (103,89 för perioden 1 januari 2007–30 september 2007). Resultat per aktie blev under perioden –6,44 USD (2,26). Resultatet för kvartalet uppgick till –453,64 MUSD (64,37). Resultatet per aktie blev –9,86 USD (1,40).

– Koncernens substansvärde uppgick till 507,29 MUSD den 30 september 2008 (31 december 2007; 803,95), motsvarande 11,02 USD per aktie (17,61). Givet en växelkurs SEK/USD om 6,9660 var motsvarande värden 3 533,79 miljoner svenska kronor (MSEK) respektive 76,79 SEK. Vid periodens slut utgjorde onoterade innehav 25,9% av portföljen värderade till anskaffningskostnad.

– Under perioden 1 januari 2008–30 september 2008 minskade substansvärdet per aktie i USD med 37,43%. Under samma period minskade RTS-index med 47,09% mätt i USD. Under kvartalet 1 juli 2008–30 september 2008 minskade substansvärdet med 47,37% (RTS-index –47,39%).

– Antalet utestående aktier per utgången av september 2008 uppgick till 46 020 901.

– Vostok Naftas substansvärde per aktie per den 31 oktober 2008 uppgick till 6,68 USD (51,83 SEK). Detta är ett uppdaterat och korrigerat substansvärde jämfört med det som kommunicerades den 10 november. Nettoskulden uppgick per 31 oktober till 57,20 MUSD.

#### Bakgrund

Vostok Nafta Investment Ltd registrerades i Bermuda den 5 april 2007 med registreringsnummer 39861. Per den 30 september 2008 består koncernen av ett bermudianskt moderbolag, ett helägt bermudianskt dotterbolag, ett helägt cypriotiskt dotterbolag, två helägda ryska dotterbolag samt ett helägt svenskt dotterbolag. Vostok Naftas depåbevis (SDB) är noterade på OMX Nordic Exchange Stockholm (tidigare Stockholmsbörsen), Mid Cap-segmentet, under kortnamnet VNIL SDB. Räkenskapsåret är 1 januari–31 december.

#### Koncernens resultatutveckling för perioden samt substansvärde

Under perioden var resultatet från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde över resultaträkningen –157,45 MUSD (39,56). Resultat från investeringar i intresseföretag var –137,52 MUSD (60,50). Utdelningsintäkter har redovisats med 4,67 MUSD (9,54). Ränteintäkter från lånefordringar uppgick till 4,95 MUSD (–). Rörelsekostnaderna för perioden blev –6,19 MUSD (–3,32).

Finansnettot uppgick till –6,23 MUSD (–1,66).

Periodens nettoresultat efter skatt blev –296,16 MUSD (103,89).

Redovisat eget kapital uppgick till 507,29 MUSD (624,97) per 30 september 2008, vilket även motsvarar substansvärdet vid samma tidpunkt.

I slutet av rapportperioden bestod 25,9 procent av Vostok Naftas portfölj av onoterade investeringar, som karakteriseras av en avsaknad av ett marknadspris. Dessa investeringar tas i portföljen upp till anskaffningskostnad, vilket Vostok Naftas ledning anser reflekterar ett korrekt värde för dessa tillgångar. Denna värdering är dock inte behäftad med samma säkerhet som de noterade investeringarna, och företagsledningen genomför därför kontinuerliga utvärderingar och nedskrivningstest vid årets slut för att hantera denna osäkerhet.

#### Koncernens resultatutveckling för kvartalet

Under kvartalet var resultatet från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde över resultaträkningen –311,91 MUSD (37,94). Resultat från investeringar i intresseföretag var –138,27 MUSD (26,88). Utdelningsintäkter har redovisats med 0,00 MUSD (1,47). Ränteintäkter från lånefordringar uppgick till 2,07 MUSD (–).

Rörelsekostnaderna för perioden blev –2,45 MUSD (–1,73). Finansnettot uppgick till –5,10 MUSD (0,10).

Periodens nettoresultat efter skatt blev –453,64 MUSD (64,37).

#### Händelser efter rapportperiodens utgång

Under oktober lånade bolaget upp pengar på den bermudianska bolagsnivån till ett belopp om 13,25 MUSD. Lånet är underordnat de lån som finns upptagna på den cypriotiska nivån – och har en löptid om 12 månader. E. Öhman J:or Fondkommission har agerat som mellanhand vid upptagandet av detta lån.

#### Moderbolaget

Moderbolaget tillhandahåller koncernens dotterbolag finansiering på marknadsmässiga villkor. Resultatet för perioden uppgår till 7,87 MUSD.

#### Likviditet

Koncernens likvida medel definierade som kassa och bankbehållning korrigerad för ej förfallna likvider för genomförda köp och försäljningar uppgick per den 30 september 2008 till 89,38 MUSD (18,04).

Vostok Naftas nettoskuld per 31 oktober 2008

|             |             |
|-------------|-------------|
| Bruttoskuld | 166 812 203 |
| Kassa       | 109 610 380 |
| Nettoskuld  | 57 201 823  |

Tabellen ovan har inte granskats av bolagets revisorer.

## Vostok Nafta Investment Ltd. – Niomånadersrapport 2008

# Niomånadersrapport avseende perioden 1 januari 2008 –30 september 2008

## Företagsledningens rapport

### Ryssland i en global kris

De globala finansiella marknaderna rörde sig snabbt från en situation där en risk för ett sammanbrott hos det globala finansiella systemet prisats in, till en situation där istället en allvarlig cyklisk nedgång för den globala ekonomin kom att förväntas. Den samordnade ansträngningen från flera regeringar att tillhandahålla likviditet genom en rad olika åtgärder har bidragit till att skilja denna kreditkris från den situation som rådde under 1930-talet, och också från situationen i Japan (i fallet USA) under början av 1990-talet. Som ett resultat av dessa åtgärder borde världens banker åter börja fungera som banker ska fungera. Detta kommer inte att stoppa låntagare från att minska sin belåning, men det kommer åtminstone att ge en viss tillväxt i långivningen (även om det troligtvis endast är fråga om en ytterst modest tillväxt), vilket leder till att bankernas alltför viktiga multiplikatoreffekt återetableras. Ett mer eller mindre intakt finansiellt system gör det möjligt för oss att ta oss ur en ond cirkel av fallande efterfrågan och allvarlig deflation, men kvar finns fortfarande en ganska allvarlig cyklisk nedgång som kommer att vara under 2009, och kanske till och med under 2010. Kombinationen av skräck (även om denna nu minskar) för ett sammanbrott i det finansiella systemet och en cyklisk avmattning har lett till att en stor dos riskaversion krupit in i investerarnas medvetande, vilket har drabbat allt det som under de senaste tio åren haft ens den minsta koppling till risk.

Den brutala attacken på de ryska finansiella marknaderna har inte kunnat undgå någon. Uppfattningen om Ryssland är som vanligt störd av alla olika typer av »negativt brus«, men två faktorer framstår som verkliga när vi ska förklara Rysslands sårbarhet inför de externa likviditetschocker som landet har blivit, och fortfarande blir, utsatt för:

- utvecklade kapitalmarknader
- oljepriset

### Utvecklade kapitalmarknader

Rysslands kapitalmarknader har utvecklats enormt under de senaste tio åren, men de saknar fortfarande det djupa, likvida och pålitliga institutionella ramverket som karakteriserar en fullt utvecklad marknad. Detta är ett ämne som kan (och troligtvis kommer att) utforskas mer grundligt i en lång rad avhandlingar om de finansiella marknaderna, men dess kärna utgörs av avsaknaden av långsiktiga inhemska besparingar från till exempel pensions- och livförsäkringsaktörer. I mitten av sommaren var aktiemarknaden i runda slängar värd cirka 100 procent av Rysslands BNP, medan de existerande inhemska besparingarna i banksektorn och pensionsfonder uppgick till mellan 30 och 40 procent av BNP. Detta medförde att Ryssland hamnade på den mer sårbara sidan av spektrumet för en dramatisk ändring av förväntningarna. Ågarstrukturen på aktiemarknaden

bestod grovt sett av tre likvärdiga parter i form av staten (som inte är en köpare), utlåningar (som drastiskt vände till stora säljare) och oligarker. Signifikant var att en stor del av oligarkerna/nationella aktörer ägde aktier på belåning (och blev därmed ofrivilliga säljare). På skuldsidan var övervikten mot internationellt kapital än allvarligare, då närmare 100 procent av den långfristiga skuldbördan fanns hos internationella kreditgivare. Men, nu tillbaka till aktiemarknaden – och till den tidpunkt när utlåningarna började ge sig av. Detta skedde under sommaren, efter det att en initial rysk »baissecocktail« bestående av Mechel och TNK-BP etc. (allt detta »brus«) kom att spås på med konflikten i Georgien (en konflikt som inte var ett exempel på »brus«, men som har positiva långsiktiga återverkningar...). Dessa säljorder tog marknaden tillräckligt långt söder ut för att det skulle få en påverkan på den belåning som stöttade den »tredje« gruppen av aktieägare i marknaden – vilket resulterade i att dessa blev ofrivilliga säljare. I normala fall skulle denna rysslandsspecifika ökning av riskpremien leda till ett fall om mellan 10 och 20 procent på aktiemarknaden. På grund av det faktum att resten av världen befann sig i fritt fall kom den ryska marknaden att falla med närmare 80 procent från de högsta nivåerna i mitten av maj till den lägsta nivån i slutet av oktober.

### Olja

Den andra reella faktorn som förklarar denna sårbarhet är oljepriset. Den kortsiktiga drivkraften under de senaste tre månaderna (och troligtvis också under de kommande sex månaderna) är den cykliska nedgångens effekt på oljeefterfrågan. På medellång till lång sikt är drivkraften bristen på utbud av olja.

Den utvecklade världens efterfrågan på olja har fallit med cirka 6 procent som ett resultat av såväl det tidigare höga oljepriset (som toppade strax under 150 USD/fat i mitten av sommaren) och sedermera också den globala cykliska nedgången. Efterfrågefallet i USA uppgår till närmare 10 procent, jämfört med cirka 5 procent i Europa. Detta beror på att den amerikanska ekonomin befinner sig närmare den globala kreditkrisens hjärta, men också på USA:s avsaknad av de höga skatter på bensinprodukter som de europeiska konsumenterna är föremål för.

Som vi alla vet har det inte varit efterfrågan från de utvecklade marknaderna som lett till de senaste årens efterfrågetillväxt. Denna har istället kommit från tillväxtekonomierna, med Kina och Indien som främsta exempel. Återigen – den tuffa period som vi nu går igenom är en global sådan, vilket inte lämnar någon oberörd – inklusive Kina och Indien. På dessa marknader är det dock mer en fråga om hur mycket tillväxten kommer att avta, och inte hur mycket efterfrågan de facto kommer att minska (vilket är fallet i den »utvecklade« delen av världen). Kinas BNP-tillväxt kommer att saktas in från en tvåsiffrig sådan till mellan 5 och 7 procent under

2009 – vilket fortfarande kommer att innebära att landets efterfrågan på olja ökar.

En annan risk som nyligen aktualiserats när det gäller efterfrågan på olja är efterfrågan från andra länder än Kina och hur den påverkas, inte bara av den globala ekonomiska situationen men också av den allmänna oviljan att ta risk (vilket uppenbarligen är faktorer som är kopplade till varandra). Argumentet som framförs är att riskaversionen kommer att leda till ett fall för tillväxtmarknadernas valutor, vilket i sin tur leder till att deras BNP mätt i USD faller, som sedan leder till att deras köp av olja i USD minskar. Motargumentet går ut på att dessa länder har tillbringat det senaste decenniet, sedan Asienkrisen, med att bygga upp sina »krigs-kassor« för att på så sätt kunna försvara sina valutor och förhindra att de faller på samma sätt som de gjorde för tio år sedan, och att strukturerna och institutionerna i dessa länder nu möjliggör en bättre hantering av externa chocker.

Sammanfattningsvis är det osäkerheten kring efterfrågeminskningen som fått oljepriset att falla med 60 procent sedan mitten av sommaren, till dagens nivåer om under 60 USD/fat. Osäkerhet är kapitalmarknadernas främsta fiende, särskilt under en period då skräck präglar marknadens agerande. Inte ens allvarligt negativa beräkningar gällande efterfrågeminskningen kan dock förändra det faktum att den allt överskuggande frågan fortfarande är utbudet. Enligt det internationella energiorganet IEA befinner sig huvuddelen av världens oljeproduktion just nu i en fas med en produktion som på naturlig väg minskar med 9 procent per år. 2030 ökar detta till över 10 procent i genomsnitt för alla oljefält. Det betyder att det på en årlig basis krävs investeringar bara för att kunna bibehålla den nuvarande produktionsnivån. Marginalproducenten av olja kan idag producera till en kostnad om cirka 70 USD/fat. För att kunna bibehålla dagens produktionsnivåer måste oljemarknaden prisa in högre oljepriser än detta. För även om världsekonomin visst kan stå stilla, eller till och med falla, kommer den till och med i de mest pessimistiska prognoserna endast att göra det under ett år eller så.

Därför kommer en ökad säkerhet om när världsekonomin bottenar att leda till ett mycket högre oljepris. Vi anser att den enorma mängd av osäkerhet och skräck som marknaden nu prisat in i oljepriset troligtvis innebär att vi är mycket nära en botten.

#### Den ryska policy-reaktionen

Ryssland är föremål för en global kris som påverkar likviditeten i landet. I motsats till delar av den utvecklade världen har Ryssland en låg skuldsättning (med en total utländsk skuld om 20 procent av BNP och en total utländsk skuld inom den publika sektorn om 3 procent). Så som beskrivs ovan är en av de två faktorer som förklarar den ryska ekonomins sårbarhet inför externa likviditetschocker sådana att Ryssland inte självt kan göra mycket åt den (oljepriset), medan den andra faktorn (utvecklade kapitalmarknader)

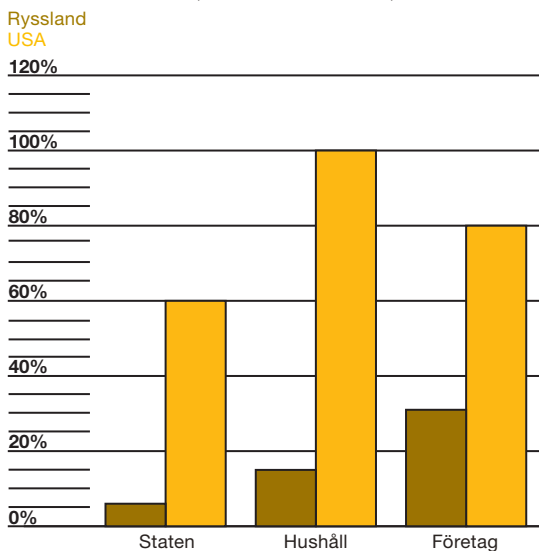
är något som Ryssland nu åtgärdar men det tar tid för dessa marknader att utvecklas. Det har dock kommit ett massivt svar från Rysslands regering för att minska effekterna av den externa chocken på likviditeten i det ryska finansiella systemet. Aldrig tidigare har byråkraterna inom den ryska administrationen visat en sådan enig beslutsamhet och förmåga att snabbt agera. Totalt har 285 miljarder USD avsatts för att öka likviditeten på de lokala kapitalmarknaderna, och för att hjälpa de ryska företagen att hantera avsaknaden av internationell refinansiering av deras balansräkningar. En vanlig missuppfattning är att detta belopp ska dras bort från landets valutareserver, när i praktiken endast en del av det lämnar till förmån för utländska valutor – och därigenom har en effekt på de internationella reserverna. De avsatta medlen kommer också att investeras på landets aktiemarknad, samt stimulera ekonomin genom accelererande investeringar i uppgraderingar av infrastruktur, som är planerade sedan en tid tillbaka.

Som idag kan beskådas världen över tar det en viss tid även för stora mängder likviditet att leta sig in till den reella ekonomin, och Ryssland utgör uppenbarligen inget undantag från detta. Även om likviditeten hos de cirka 100 banker som har någon betydelse (Ryssland har över 1 000 banker, men huvuddelen av dem kommer antingen att försvinna eller är inte öppna för allmänheten) nu har återställts efter det att de internationella kapitalmarknaderna stängts, tar det lång tid för utlåningen att komma igång på allvar så länge som det är mer lönsamt för dessa banker att köpa tillbaka sina utestående lån än det är för dem att låna ut pengar till sina kunder. Till och med de utestående lånen hos de statskontrollerade bankerna handlas till en avkastning om cirka 20 procent. Denna höga avkastning är ett resultat av den extremt pressade likviditetssituationen på den globala arenan, vilket också innebär att avkastningen på rysk skuld kommer att komma ner och utlåningen genom banksystemet kommer att ta fart igen, så snart vi börjar se en upptining globalt (vilket vi börjat se vid tidpunkten för den här rapportens färdigställande)

I början av sommaren uppvisade den ryska ekonomin klassiska tecken på en överhettning. Den globala ekonomiska krisen ger den ryska administrationen en mycket läglig hjälp med att kyla ner den inhemska ekonomin. Den beslutsamhet som man uppvisat när det gäller att förhindra avsaknaden av extern likviditet från att kyla ner ekonomin alltför mycket kan resultera i ett fastställande av viktiga policies för framtiden. Den viktigaste åtgärden är kanske att få ner inflationen till en nivå som innebär att Ryssland har en positiv realräntenivå (i motsats till de negativa realräntor som vi sett under det senaste året) och att få till stånd en mer effektiv penningpolitik framgent. I den genomsnittliga ekonomin är det mycket svårt att snabbt få ner inflationen till nivåer som motsvarar löneökningstakten, som i Rysslands fall varit hög under det senaste året – särskilt i Moskva. Den ryska ekonomin är unik

## Skuldsättning som % av BNP i Ryssland och USA

Källa: Federal Reserve, Thomson Datastream, TD estimat



i sin struktur, med ett stort antal stora arbetsgivare med en betydande makt att diktera lönenivåer jämfört situationen i många andra ekonomier.

Dagens situation kommer också att på ett naturligt sätt möjliggöra för regeringen att konsolidera banksektorn och att accelerera processen med att skapa inhemska finansiella marknader med ett betydande djup.

#### Bytesbalans, budgetbalans och den ryska rubeln

På väg in i krisen kunde Ryssland visa upp massiva överskott i budgetbalansen och handelsbalansen vilket resulterade i ett markant tryck på rubeln att förstärkas. Dock så har omfattningen av chockerna för handelsbalansen (genom kollapsen av oljepriset och andra råvaror) samt för kapitalbalansen (igenbomningen av kapitalmarknaderna) medfört en tvärvändning med det nuvarande starka trycket på valutan att devalvera. Den långsiktiga jämviktsnivån för rubeln är starkt beroende av det långsiktiga oljepriset – vår långsiktiga tro på ett högt oljepris förespråkar därmed att rubeln är rimligt värderad på medellång sikt och kanske till och med undervärderad. På kortare sikt dock pekar alla krafter mot en devalvering då myndigheterna kämpar mot kraftiga utflöden av kapital och en igentäppt inhemska rubelmarknad. Även om det är svårt att registrera en sansad försvagning av valutan så verkar fördelarna – i termer av att frigöra de nationella kapitalmarknaderna, ökad konkurrenskraft för både exportörer och de företag som konkurrerar med importörer samt hejda förlusterna för valutareserven – vara värd smärtan. Myndigheternas agerande tyder på att de tänker likadant och därmed verkar ytterligare en försvagning ligga i korten.

#### Värdering

Om vi övergår till vårt egentliga fokus, de ryska tillgångspriserna, krävs det att några makrobeståndsdelar faller på plats innan de kan börja stiga. Först och främst krävs mer stabila globala finansiella marknader. Återigen – Ryssland är en integrerad del av resten av världen och medan världen har problem kan Rysslands tillgångar i bästa fall utvecklas bättre på en relativ skala. Så, det globala finansiella systemet måste stabiliseras innan priset på ryska tillgångar återigen kan börja stiga i absoluta tal. För det andra, vilket påpekats flera gånger i texten ovan, har oljepriset en betydelse. På kort sikt hänger utvecklingen av detta pris på den globala tillväxten, på medellång och lång sikt kommer priset att stiga. Med dessa två makroekonomiska faktorer avklarade flyttar vi vårt fokus till värderingarna. Och priserna är låga. Värderingarna är låga. Det mest flagranta exemplet är pris-sättningen av »credit default swaps« kopplade till den ryska statsskuden, som ger vid hand att marknaden tror på en 50-procentig risk för att den ryska staten kommer att ställa in sina betalningar år 2012. Detta skulle inte bara kräva att den ryska staten spenderade samtliga sina reserver, om

500 miljarder USD, utan också att man skulle lyckas öka sin skuldsättningsnivå tillräckligt mycket för att ställa in betalningarna – och allt detta inom loppet av tre år. Denna absurda, för att inte säga vulgära, värdering sträcker sig över hela det ryska tillgångsuniversumet, och är ett resultat av den globala riskaversionen och likviditetstorkan.

På en mer företagsspecifik nivå kan man köpa hela den ryska oljesektorn, inklusive ett av världens största infrastrukturnätverk (Transneft) och ett gasbolag vars storlek är i världsklass (Novatek) för samma pris som Petrobras betingar. Medan den ryska oljesektorn producerar cirka 8,4 miljoner fat per dag producerar Petrobras 2,3 miljoner fat per dag. Den ryska oljesektorn kommer att generera en vinst om cirka 50 miljarder USD under 2008, jämfört med cirka 19 miljarder USD för Petrobras.

På samma sätt handlas Lukoil och det kinesiska oljebolaget CNOOC till samma marknadsvärde, trots att Lukoils reserver är tio gånger större än CNOOC:s. Surgutneftegas handlas under sin rapporterade kassa. På en relativ nivå är det mycket svårt att hävda att det inte finns stora värden att realisera på den ryska aktiemarknaden av idag.

Dessa relativa värderingsjämförelser tar för givet att vi jämför äpplen med äpplen. I verkligheten har Ryssland en starkare tillväxtpotential än många av sina jämförelseländer. Landets BNP per capita har växt från 1 200 USD år 1999 till 13 000 USD idag, vilket fortfarande kan ställas mot Portugal som har en BNP per capita omkring 30 000 USD. Ryssland har viljan och medlen att slutföra denna upphämtning. Tillväxtpotentialen kan också appliceras på många sektorer (se diagram nedan).

Denna strukturella tillväxt borde leda till en högre värdering jämfört med många andra marknader. Under den paus i denna höga tillväxt som den globala krisen leder till måste man dock vara försiktig med vilka tillgångar man investerar i. De fundamentala förutsättningarna för vår portfölj förblev intakta under perioden. De två komponenter som direkt påverkas av dagens situation är cement och olja. Efterfrågan på cement faller på grund av fastighetssektorns kortfristiga skuldnivå och de svårigheter som föreligger när det gäller att refinansiera dessa lån. Denna minskning motverkas dock av statens vilja att accelerera dess infrastrukturstimulansprogram. Oljesektorn (i vår portfölj i praktiken endast TNK-BP) påverkas givetvis av oljeprisets utveckling, men vi ska inte upprepa vad vi tror om det.

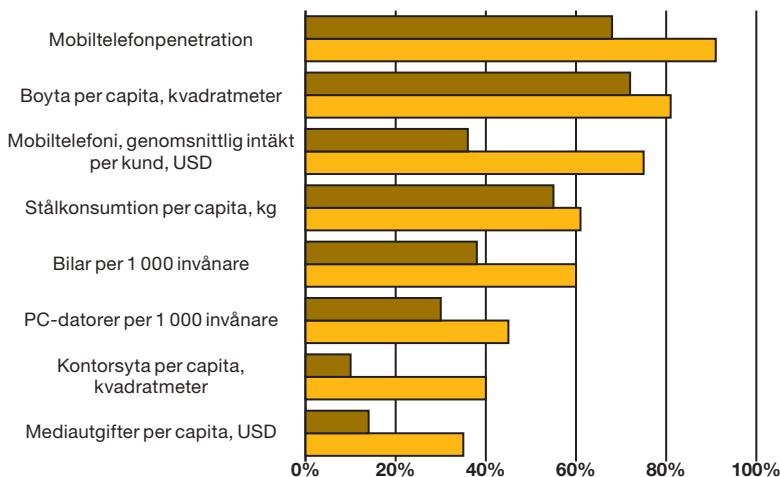
Den slutsats vi kan dra är att vi inser vilken enorm möjlighet dessa marknader ger oss och att vi nu kommer att utnyttja dessa möjligheter. Vi ser möjligheter inom såväl det noterade marknadssegmentet som det onoterade marknadssegmentet vilka ger en bättre relation mellan risk och avkastning än i stort sett någon annan stans i världen. Dessa investeringsmöjligheter kommer att finnas kvar så länge osäkerheten kring oljeprisets utveckling kvarstår. Det är vårt jobb att realisera de absolut bästa investeringarna inom denna

## Sektorjämförelse

Källa: Troika Dialog

Ryssland som procent av Västeuropa

Ryssland som procent av Östeuropa



tidsavgränsning. Det är något som vi är helt övertygade om att vi är fullt kapabla och utrustade för att leverera.

## Ukraina

När den globala finansiella krisen inleddes i mitten av september 2008 närmade sig Ukraina en ny inflektionspunkt i landets politiska historia. I början av september hade spänningarna mellan president Victor Yuschenko och premiärminister Yulia Tymoshenko börjat te sig oöverstigliga, och den regerande parlamentskoalition som formats av deras respektive partier föll samman. Utan några utsikter för en ny maktkoalition rörde det ukrainska parlamentet (Radan) snabbt mot en upplösning – och därmed mot nya förtida parlamentsval.

Tidpunkten för denna nya politiska kris i Ukraina var olycklig, då den ekonomiska situationen i landet redan börjat försämrats. Efter flera månader av minskad tillväxt föll den ukrainska industriproduktionen för första gången på två år i augusti – med 0,5 procent jämfört med samma månad föregående år. De ledande metalproducenterna och gruvbolagen, som under de senaste åren varit motorn i Ukrainas ekonomiska tillväxt, började nu känna av den allt svagare globala efterfrågan och skruvade därför ner sin produktion. Den galopperande kreditkrisen fick dessutom en likviditetsstrypande effekt även i det ukrainska finansiella systemet.

När president Yuschenko slutligen tillkännagav parlamentets upplösande och nyvalsbeslutet, befann sig Ukraina redan i kris. Enligt nyligen publicerad statistik föll den ukrainska industriproduktionen under oktober kraftigt, med 6,7 procent jämfört med föregående månad och med närmare 20 procent jämfört med samma månad föregående år. Fortsatta fall i metalproduktionen (-20,5 procent jämfört med föregående månad (MoM), och -35,6 procent jämfört med samma månad föregående år (YoY)) ledde till ett fall för samtliga av de tre relaterade sektorerna: Gruvor (-6,7% MoM, -10% YoY), tillverkningsindustri (-7,7% MoM, -21,1% YoY) och kraftsektorn (-6,6% MoM, -14,4% YoY). Ytterligare en anledning till den fallande produktionen var bristen på krediter i ekonomin, då banksektorn började försämrats och flera banker kollapsade. En rusning mot bankerna (»Run on the banks«) satte ytterligare press på Ukrainas valuta – Hryvnia. På ett tämligen mirakulöst sätt kom Victor Yuschenkos västvänliga linje från de senaste åren att betala sig i det mest dramatiska ögonblicket, när Ukrainas ekonomi var nära att kollapsa. Det var då den internationella valutafonden, IMF, klev in på scenen och erbjöd ett tvåårigt standby-avtal (SBA) värt omkring 16,4 miljarder USD – villkorat av att Ukraina lever upp till en rad finansiella och ekonomiska krav. På den politiska arenan antogs det att Ukraina nu skulle skrota planerna på nyval till parlamentet för att få detta SBA godkänt av IMF. I ett överraskande drag har det ukrainska parlamentet nu med en överväldigande majoritet godkänt samtliga de lagar som krävs för att möta villkoren från IMF.

Den första delen av lånet från IMF, om 4,5 miljarder USD, har redan distribuerats och kommer att användas för att öka likviditeten i banksystemet och stabilisera valutan. De följande delarna kommer troligtvis användas till att stödja jordbrukssektorn och bibehålla statens satsningar på infrastrukturprojekt.

Det nyligen tillkännagivna avskedandet av parlamentets talman, Arseniy Yatseniuk, signalerar dock presidentens orubbliga vilja att få bort premiärminister Tymoshenko och hennes anhängare från de viktigaste ekonomiska maktpositionerna i regeringen, oavsett till vilken kostnad detta sker, efter det att planerna på ett tidigt nyval nu tycks ha lagts på hyllan. Efter tillsättandet av en ny talman förväntas en förtroendeomröstning leda till ett slut på Tymoshenkos tumultartade år i regeringsställning. Den senaste tidens politiska manövrerande innebär dock en risk för att nästa års budget och ytterligare krisavvärjande lagstiftning kan komma att äventyras när de politiska spelarna börjar positionera sig själva inför nästa års presidentval.

## Vostok Naftas portföljutveckling

Vostok Naftas substansvärde, eller Net Asset Value (NAV), per aktie minskade under perioden 1 januari 2008–30 september 2008 med 37,43%, vilket kan jämföras med RTS-index som under samma period minskade med 47,09% räknat i USD.

## Black Earth Farming

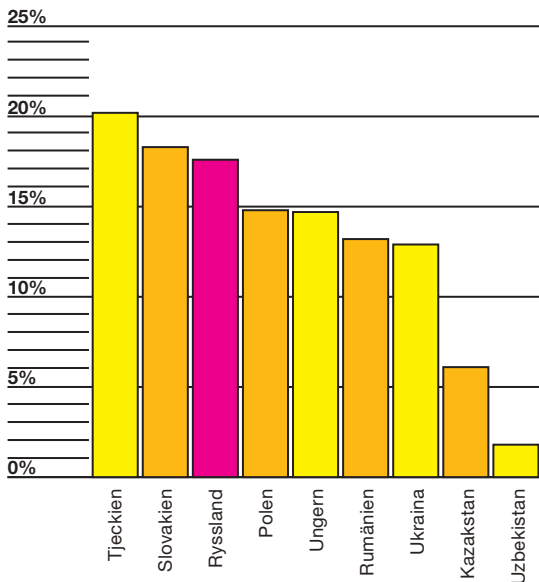
Black Earth Farming (BEF) är Vostok Naftas största innehav med en ägarandel på 24,8% av de utestående aktierna. BEF fortsätter att utvecklas och har nu avslutat sin tredje fulla skördecykel med ständigt ökande produktivitet. Denna säsong har bolaget skördat omkring 460 000 ton grödor på 141 933 hektar.

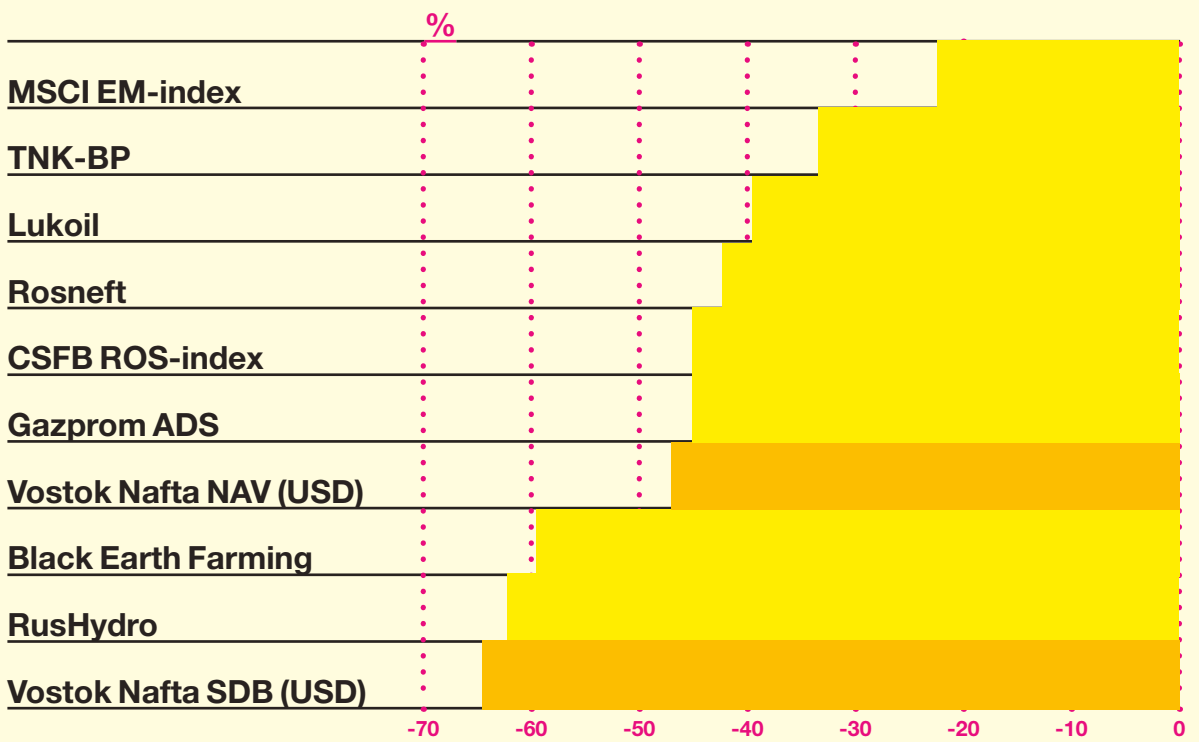
2008 års skörd har slagit rekord i Ryssland (störst på femton år) och stora delar av norra halvklotet, speciellt för spannmål. Ryska officiella källor förväntar sig att årets ryska skörd kommer att generera så mycket som 107 miljoner ton spannmål, att jämföra med 82 miljoner ton 2007. Den stora skörden kommer av att större arealer planterades inför denna säsong samt att vädret har varit fördelaktigt. Råvarupriserna har fallit på grund av det ökade utbudet och nyligen har den finansiella krisen samt bristen på tillräcklig lagringskapacitet i Ryssland bidragit till att driva de lokala priserna ytterligare nedåt. Kombinationen av låga spannmålspriser och kreditåttstramning innebär stora problem för den ryska jordbrukssektorn. Det uppskattas att jordbrukssektorn skulle behöva mer än 34 miljarder dollar från ett statligt hjälppaket fram till slutet av 2008, för att betala tillbaka lån och generellt rida ut den finansiella stormen. Detta är stödpengar som sektorn med största sannolikhet inte kommer att erhålla till fullo och företag försöker nu sälja av sina spannmålslager och andra tillgångar för att finansiera låneåterbetalningar och insatsva-

## Medelklassens storlek

Uttryckt i procent av befolkningen.

Källa: Troika Dialog





Utveckling i procent, 1 juli–30 september 2008

ror för 2009 års skörd. Det finns en stor sannolikhet att den planterade arealen för 2009 års skörd kommer att minska jämfört med 2008 – på grund av brist på kapital. Om så blir fallet skulle det naturligtvis minska produktionsutbudet. Exakt vilken effekt en nedgång i den globala ekonomin kommer att ha på efterfrågan under 2009 är dock oklart. Black Earth Farming är välkapitaliserat efter börsintroduktionen i slutet av 2007 då BEF tog in 300 miljoner dollar – därav finns potentialen att kunna utnyttja den problematiska situationen inom ryskt jordbruk till bolagets fördel. Eventuellt skulle BEF kunna förvärva land eller andra tillgångar till mycket förmånliga värderingar, från företag med likviditetsproblem. BEF kommer att vara en av de få stora ryska jordbruksaktörerna som ökar produktionsarealen markant under 2009, för närvarande är denna planerad att uppgå till 180 490 hektar med en förväntad bruttovolym om 700 000 ton. BEF har redan framgångsrikt planterat 95 000 hektar höstsådd. Den vidare expansionen framhåller bolagets roll som en av ledarna inom den ryska jordbrukssektorns utveckling och bör vidare stärka myndigheternas redan positiva syn på verksamheten.

Bolaget fortsätter att framgångsrikt ägarregistrera den mark som man idag kontrollerar. Per den 31 oktober 2008 kontrollerade BEF 332 980 hektar av vilka 88 950 hektar är komplett ägarregistrerade med lagfart.

BEF fortsätter att bygga upp sitt bestånd av anläggningstillgångar, främst bestående av lagrings- och torkningskapacitet. Bolaget har dock något omarbetat sin kortsiktiga strategi vad gäller lagring och fokuserar i dagsläget på mindre, billigare lagringsanläggningar som även går snabbare att bygga. Detta istället för storskaliga silokomplex. Bolaget önskar inte binda upp för mycket kapital i stora och långdragna byggnadsprojekt i nuläget, dels på grund av den pågående finansiella krisen och dels därför att man vill ha så mycket lagringskapacitet som möjligt klar inför 2009 års skördesäsong.

BEF gjorde en nettoförlust om 5 MUSD för årets nio första månader, dock hade enbart 8 procent av årets skörd sålts per den 30 september på grund av de låga prisnivåerna. Huvuddelen av årets skörd lagras istället i en förväntan om att prissituationen kommer att förbättras längre fram. Företagets finansiella position är mycket stark med en nettokassa på 209 MUSD. (För att granska rapporten i dess helhet gå gärna in på: [www.blackearthfarming.com](http://www.blackearthfarming.com))

#### TNK-BP

TNK-BP är en av de största integrerade oljeproducenterna i Ryssland med mer än 2 000 inhemska bensinstationer. Downstream-segmentet (raffinaderi- och bensinstationsverksamheten) genererar de största vinsterna för ryska oljebolag på grund av statens kraftiga beskattning av oljeexporten. TNK-BP är bland de bäst positionerade oljebolagen att leverera långsiktig tillväxt i takt med att nya oljefält, som

Verkhnechonskoye, tas i produktion. Detta i ljuset av att rysk årsproduktion av olja är på väg mot sin första nedgång sedan 1998. Under kvartalet var nyhetsflödet kring bolaget mycket positivt.

I september meddelade huvudägarna, British Petroleum (BP) och Alfa-Access-Renova (AAR), att konflikten mellan de två var löst i och med att båda parterna skrev under en avsiktsförklaring. De två parterna enades om att omorganisera TNK-BP:s ledning samt att gå vidare med planerna på att notera upp till 20 procent av ett nytt bolag på den internationella finansmarknaden. Börsnoteringen, som väntas tidigast 2010, skulle innebära att huvuddelen av TNK-BP:s nuvarande tillgångar konsolideras i ett nytt bolag. De beslutade också om en ny styrelsesammansättning, där fyra representanter vardera från respektive huvudägare kompletteras med tre oberoende ledamöter.

Nyheten om börsnoteringen är positiv, då den skulle ge ett bättre och tydligare mått på TNK-BP:s värde än dagens notering – som motsvarar cirka fem procent av bolaget. Noteringen kommer också att underlätta för eventuella framtida företagsaffärer, samt erbjuda parterna en exitmöjlighet om någon av dem skulle vilja minska sitt ägande. Den ökade genomlysning och fokus som en internationell notering innebär kommer även att uppmuntra de två ägararna att förbättra relationerna, sinsemellan och med minoritetsägarna, samt även att synliggöra värdet på TNK-BP:s tillgångar ytterligare.

Bolaget rapporterade också solida siffror för årets sex första månader. Intäkterna ökade med 63 procent från motsvarande period i fjol, till 24,9 miljarder USD, medan EBITDA förbättrades med 94 procent till 6,8 miljarder USD. Under 2009 planerar bolaget att bibehålla 2008 års produktionsnivåer, motsvarande cirka 600 miljoner fat olja, vilket är en ökning med två procent jämfört med 2007.

#### Kontakt East Holding

Kontakt East (KEH) är ett svenskt holdingbolag som investerar i tillväxtbolag inom internet och media med fokus på Ryssland och närliggande marknader. Vostok Nafta äger 50 procent i KEH via Vosvik AB. Hittills har Kontakt East investerat i affärsområdena Yellow Pages och Consumer eCommerce, och koncernen har cirka 800 anställda. Sedan Kontakt East togs från börsen har kostnadsbesparingar vid huvudkontoret i Stockholm genomförts, och ledningen har givits möjlighet att fokusera all sin tid och energi på verksamheten.

Under tredje kvartalet har en ny affärsområdeschef för Yellow Pages utsetts, vars fokus är att utveckla bland annat försäljningsprocessen och datainsamlingen. Den globala finanskrisen väntas ha en negativ inverkan på den ryska annonsmarknaden, vilket dock hittills inte visat sig i försäljningen för Yellow Pages. Aktiviteten på Avitos internetsidor, som ingår i affärsområdet Consumer eCommerce, fortsätter

## Kontakt East: marknadsjämförelser

|                       | Befolkning, miljoner | Internetanvändare, miljoner | Annonsering, USD per capita |
|-----------------------|----------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| <b>USA</b>            | <b>304</b>           | <b>220</b>                  | <b>571</b>                  |
| <b>Tyskland</b>       | <b>82</b>            | <b>53</b>                   | <b>263</b>                  |
| <b>Frankrike</b>      | <b>62</b>            | <b>36</b>                   | <b>192</b>                  |
| <b>Storbritannien</b> | <b>61</b>            | <b>42</b>                   | <b>305</b>                  |
| <b>Italien</b>        | <b>58</b>            | <b>35</b>                   | <b>117</b>                  |
| <b>Spanien</b>        | <b>41</b>            | <b>26</b>                   | <b>154</b>                  |
| <b>Sverige</b>        | <b>9</b>             | <b>7</b>                    | <b>189</b>                  |
| <b>Ryssland</b>       | <b>141</b>           | <b>33</b>                   | <b>35</b>                   |

Källa: World Advertising Research Center, InternetWorld Stats

|                           | Geografisk marknad         | Enterprise Value, Miljoner EUR | Försäljning, Miljoner EUR | EBITDA-marginal |
|---------------------------|----------------------------|--------------------------------|---------------------------|-----------------|
| <b>Eniro</b>              | <b>Norden, Polen</b>       | <b>1 296</b>                   | <b>670</b>                | <b>31%</b>      |
| <b>Yell</b>               | <b>Storbritannien, USA</b> | <b>5 519</b>                   | <b>2 859</b>              | <b>33%</b>      |
| <b>Pages Jaunes</b>       | <b>Italien, Tyskland</b>   | <b>3 653</b>                   | <b>1 479</b>              | <b>41%</b>      |
| <b>Seat Pagine Gialle</b> | <b>Frankrike, Spanien</b>  | <b>4 039</b>                   | <b>1 202</b>              | <b>44%</b>      |
| <b>Kontakt East</b>       | <b>Ryssland</b>            | <b>47</b>                      | <b>14</b>                 | <b>n/a</b>      |



att visa en snabb tillväxttakt då antalet besökare ökar samtidigt som kostnader för att locka dem till sidan avtar. Det finns stor potential för medie-, internet- och annonseringstjänster i Ryssland. Annonsmarknaden är i ett tidigt skede då en framväxande medelklass än så länge inte givit genomslag på annonseringen per capita, jämfört med länder i väst. Internetanvändandet bland ryssar är också i ett tidigt skede, men visar en exceptionellt hög tillväxt. En översikt av Kontakt East's noterade kollegor visar på den stora potentialen som finns i sektorn. I takt med att den ryska marknaden utvecklas och företaget uppnår kritisk massa är utsikterna goda för en mycket lönsam verksamhet.

### Steppe Cement

Vostok Nafta äger 6,6 procent i Steppe Cement, som är ett av de största cementbolagen i Kazakstan. Under 2007 hade bolaget en årlig produktionsvolym på över 820 000 ton cement. När de två nyrenoverade produktionslinjerna tas i bruk kommer bolaget bli den största producenten i landet. Kapacitetsökningen har dock försenats i kreditkrisens spår, då företag kontrakterade för renoveringarna har tvingats i konkurs. Den första nyrenoverade linjen startades i oktober och väntas tillföra 1 miljon ton i produktion under 2009. Den återstående planerade kapaciteten väntas nu först under 2010. Steppe Cements sexmånadersrapport visade att produktionen ökade med 8 procent, till 412 tusen ton, medan omsättningen steg med 35 procent till 52 miljoner USD tack vare högre cementpriser. Rörelsemarginalen minskade något, till 42 procent, på grund av högre energipriser, transportkostnader och löner, vilket kommer att motverkas när de mer kostnadseffektiva torra produktionslinjerna kommer i bruk. Resultatet var särskilt övertygande då den kazakstanska cementmarknaden som helhet minskade med 15 procent under perioden. Därmed tog Steppe Cement marknadsandelar under perioden, tack vare sin konkurrensfördel som lågkostnadsproducent. Företaget har en extremt kostnadseffektiv verksamhet där den genomsnittliga kostnaden för att producera ett ton cement ligger på 48 USD, vilket kommer att minska ytterligare när de nya linjerna som producerar vid 35 USD per ton tas i bruk. Därmed står Steppe Cement starkt i den vikande marknaden – med goda möjligheter att ta ytterligare marknadsandelar. Den kazakstanska cementmarknaden förväntas under 2008 minska med 25 procent på grund av vikande nybyggnation, då byggnadsprojekt stött på finansieringsproblem. Cementpriserna kom ner från runt 200 USD per ton under andra halvåret av 2007 till i genomsnitt 120 USD under det första halvåret 2008, och väntas falla till under 100 USD i början av nästa år. Utsikterna för cementmarknaden 2009 vad gäller produktion är oklara, men förväntas ligga på nivåer kring 5–6 miljoner ton, att jämföra med 7,6 miljoner ton 2007 och 5,9 miljoner ton 2008. Statligt stöd väntas utgå i form av lägre bolags-skatte, men också finansieringsstöd för byggprojekt.

### Tinkoff Credit Systems

Tinkoff Credit Systems (TCS) är ett konsumentkreditinstitut med uteslutande fokus på kreditkort produkter. TCS hittar sina kunder med erbjudanden via utskick från posten, vilket gör bolaget kontorslöst. Hittills har TCS skickat ut mer än 24,5 miljoner erbjudanden och aktiverat 235 000 kreditkort, varav över 200 000 nu används.

Trots tuffare kreditförhållanden under 2008 fortsatte den ryska marknaden för kreditkort att uppvisa en betydande tillväxt under årets nio första månader – snabbare än någon annan del av marknaden för konsumentlån. TCS:s tillväxt på 450 procent överträffade marknadens tillväxt på 60 procent flerfaldigt, och resulterade i en total låneportfölj på över 150 miljoner USD. TCS har därmed en marknadsandel om cirka två procent.

Under perioden har kvaliteten på TCS:s låneportfölj fortsatt att förbättras. Antalet kunder som var mer än 30 dagar sena med sina lånebetalningar minskade från 14,9 procent i början av året till 6,3 procent i september. Den ständigt förbättrade kvaliteten på kunder som blivit anslutna under 2008 förväntas ge en årlig nivå för kreditförluster på åtta procent år 2009. Non-performing loans (NPL), dvs lån där betalningar är mer än 90 dagar försenade, som andel av den totala portföljen, har visat en positiv trend.

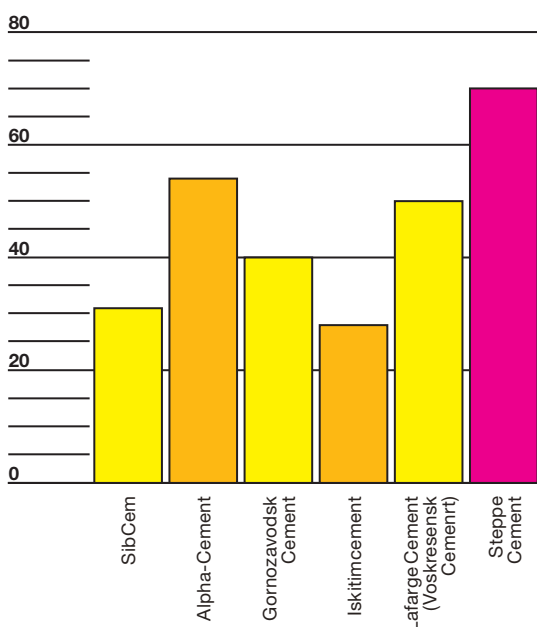
Med en bruttomarginal på över 55 procent och genomsnittliga förlustreriveringar på 15–17 procent, har TCS svängrum för en eventuell försämring av kvaliteten på bankens tillgångar. För tillfället avkastar portföljen 38 procent efter reserveringar, vilket är mer än tillräckligt för att täcka rörelsekostnaderna. Mot mitten av 2009 förväntar sig bolagsledningen att TCS kommer att nå 22 procents avkastning på sina tillgångar, samt 69 procents avkastning på eget kapital. TCS nuvarande låneportfölj genererar också kassaflöden som är mer än tillräckliga för att möta låneåtagandena (kupongränta på utestående obligation samt räntor för utnyttjad kreditfacilitet) till och med juni 2009. Den rådande situationen på världens kreditmarknader, som präglas av illikviditet och oförmåga att ta in nytt kapital, har fått företaget att reducera antalet utskick. TCS kommer också att införa initiala kreditlimiter och skära ned på kostnaderna för sitt kundcenter, med start i november. Företaget är därmed väl förberett att handskas med den tuffa situationen på kreditmarknaderna genom sin avancerade kreditgranskning, låga kostnader och flexibla affärsmodell.

### RusForest

RusForest är en noterad grupp av bolag aktiva inom skogsindustrin i östra Sibirien där Vostok Nafta har en ägarandel på 50 procent. På en aggregerad nivå har RusForest nått en betydande storlek, då bolaget kontrollerar cirka 1 miljon hektar skogsmark med en årlig avverkningsrätt om 1,6 miljoner kubikmeter. Gruppens sågverkskapacitet väntas öka från 140 000 till 350 000 kubikmeter inom ett år.

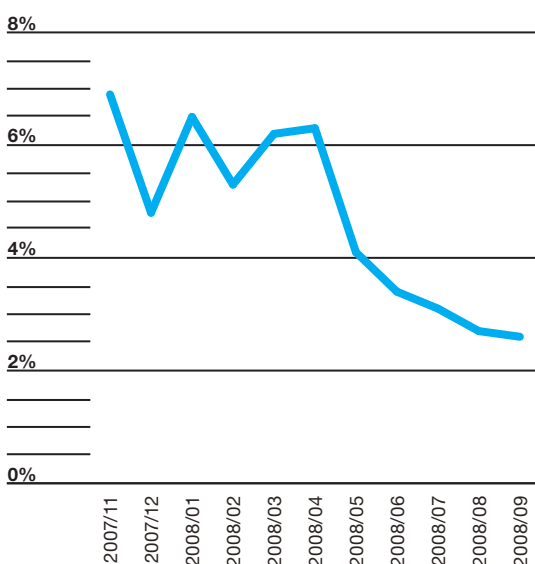
## Steppe Cement: EBITDA/ton produktion

Källa: UBS



## TCS: NPL i procent av låneportföljen

Källa: TCS-rapporter



Som nämnts i tidigare rapporter har den ryska staten ämnat införa exporttullar på timmer, motsvarande 80 procent eller ett minimum om 50 EUR per kubikmeter, i januari 2009.

Premiärminister Putin har dock nyligen uttalat att dessa tullar kan komma att förskjutas 9 till 12 månader framåt i tiden. Förseningen ses generellt som en kompromiss från Rysslands sida inför omstarten av förhandlingar för ett eventuellt samarbete mellan EU och Ryssland – samt den senares inträde i WTO.

Ryssland har världens största skogsreserver, vilka skulle bli »inlåsta« med exporttullarna på plats. I praktiken skulle det innebära att inhemska producenter av förädlade skogsprodukter, det vill säga bolag som RusForest, får tillgång till ett stort utbud av råmaterial när det inte längre är lönsamt att exportera det. Samtidigt kan tillgången av timmer på världsmarknaden teoretiskt sett minska med så mycket som 15 miljoner kubikmeter.

Förseningen av tullarna skulle ge RusForest ytterligare tid att starta och optimera produktionen vid de nya sågverken Nebelsky och Bogouchanski. I september i år startade Bogouchanski igång med högklassig sågutrustning och en kapacitet på 100 000 kubikmeter per år. Initialt köptes råvaran till verket på den öppna marknaden, men framgent planeras 45 procent av behovet att komma från TSLKK, som också ingår i RusForest-gruppen. Tillskottet av Bogouchanski ger RusForest möjlighet att kombinera regionens höga kvalitet på timmer med kostnadseffektiv sågverkskapacitet.

Ytterligare ett viktigt projekt är uppförandet av Nebelsky-sågverket i Magistralny. Utrustningen håller på att installeras och produktionen väntas komma igång under andra kvartalet 2009. När verket är färdigställt kommer kapaciteten att uppgå till 100 000 kubikmeter per år. Tack vare förvärvet av ZAO Bamlesstroj i juli i år kommer det att bli möjligt att utöka produktionen med cirka 70 000 kubikmeter per år. Det nyligen förvärvade skogsavverkningsbolaget kommer initialt att exportera sin råvara för att så småningom leverera till Nebelsky, vilket kan ge möjlighet att utöka verksamheten med ett extra skift och därigenom öka produktionen.

Under innevarande år har åtgärder vidtagits för att utforma RusForest till ett fullt funktionellt holdingbolag. En ny finanschef rekryterades i maj och bolaget söker för tillfället aktivt en ny VD. De individuella bolagen inom gruppen håller på att konsolideras in i RusForest och omställningen till internationell redovisningsstandard, IFRS, är snart slutförd.

Operationellt sett har de första nio månaderna medfört ogynnsamt väder för den sibiriska skogsindustrin, med en mild vinter och en blöt sommar. De onormalt regniga sommarmånaderna gjorde skogsvägarna obrukbara under långa perioder. Sommaravverkningen hämmades därmed, varvid sågverken led brist på tillgång på råvaror. För närvarande har vintern återkommit till regionen och vägarna frusit, vilket innebär att avverkning och timmertransporter kan återgå till full kapacitet.

#### Kuzbass Fuel Company

Kuzbasskaja Toplivnaja Kompanija (KTK) är en av de största producenterna av energikol i Kuzbassregionen i västra Sibirien. KTK är ett vertikalt integrerat bolag med egen energiförsörjning, distributionskanal samt ett eget transportnätverk. VD Igor Prokudin, som äger mer än hälften av KTK, är väl ansedd inom den ryska kolindustrin med sina 37 års erfarenhet. Energitol används i huvudsak av kolkraftverk, som utgör majoriteten av efterfrågan. Den ryska marknaden för energikol drivs av ett kapacitetsunderskott tillsammans med kraftsektorns ökande användning av kol. Den inhemska efterfrågan för energikol förväntas växa från 130 miljoner ton 2006 till 290 miljoner ton 2020<sup>1</sup>. I Ryssland kommer i genomsnitt 20 procent av landets el från kolkraftverk, vilket väntas öka till 30 procent 2020. Den nivån är fortfarande under det nuvarande globala snittet på 40 procent<sup>2</sup>. Ryssland är världens tredje största exportör av kol och ryska producenter åtnjuter en konkurrensfördel med sina låga produktionskostnader, där KTK är bland de mest effektiva. Avregleringen av den ryska gasmarknaden väntas också ha en gynnsam effekt på priset för energikol, då en fast relation av gas till kol gäller för att producera en likvärdig mängd el. KTK producerade under 2007 4,1 miljoner ton kol, vilket resulterade i en försäljning på 150 miljoner USD. För 2008 väntas omsättningen öka till 300 miljoner USD med en rörelsemarginal på 26 procent. KTK har även planer på att utöka den årliga produktionen med 18 procent per år, till 11 miljoner ton år 2013. KTK:s reserver uppgår till 293 miljoner ton kol, motsvarande 53 års produktion vid nuvarande produktionsstakt. Samtidigt finns potential att utöka reserverna med nästan 3 gånger, allteftersom bolaget utvecklar djupare belägna koldepåer<sup>3</sup>.

#### Investeringar

Under perioden uppgick nettoinvesteringar i finansiella tillgångar till 5,21 MUSD (168,52).

Större nettoförändringar i portföljen under det senaste kvartalet var som följer:

#### Köp (aktier)

|   |            |                      |
|---|------------|----------------------|
| + | 4 073 300  | Black Earth Farming  |
| + | 39 030 000 | Surgutneftegaz pref  |
| + | 25 000     | Kuzbass Fuel Company |

#### Försäljningar (aktier)

|   |         |                      |
|---|---------|----------------------|
| - | 253 397 | Lebedyan Exp Can Reg |
| - | 382 970 | Kemerovo Azot        |

#### Portföljstruktur

En uppställning av koncernens aktieportfölj till marknadsvärde per den 30 september 2008 visas på nästa sida. Vostok Naftas största investering är Black Earth Farming som motsvarar 17,20% av portföljvärdet. Övriga stora innehav är TNK-BP Holding pref (11,16%) och Kuzbassrazrezugol (8,50%).

## Vostok Nafta Investment Ltd. – Niomånadersrapport 2008

1. RAO UES of Russia, General Scheme for allocating power capacity until 2020.

2. World Coal Institute

3. Företagsestimater.

| Antal aktier | Företag                                    | Marknadspris, USD | Marknadsvärde, USD | Andel av portföljen |
|--------------|--|-------------------|--------------------|---------------------|
| 4 924 850    | Caspian Services Inc                       | 1,25              | 6 156 063          | 1,12%               |
| 5 789 903    | Kherson Oil Refinery                       | 0,01              | 45 635             | 0,01%               |
| 2 025        | Orsk Refinery stam                         | 30,00             | 60 750             | 0,01%               |
| 538          | Orsk Refinery pref                         | 10,00             | 5 380              | 0,00%               |
| 45 596 616   | TNK-BP Holding pref                        | 1,35              | 61 555 432         | 11,16%              |
| 100 000      | Yakutgazprom                               | 0,05              | 5 000              | 0,00%               |
|              | <b>Oljepriset, totalt</b>                  |                   | <b>67 828 259</b>  | <b>12,30%</b>       |
| 966          | Alrosa Co Ltd                              | 13 000            | 12 558 000         | 2,28%               |
| 6 000 000    | Fortress Mining Corp                       | 0,47              | 2 821 200          | 0,51%               |
| 31 274       | Gaisky GOK                                 | 550,00            | 17 200 700         | 3,12%               |
| 1 849 088    | Poltava GOK                                | 5,69              | 10 524 020         | 1,91%               |
| 64 852       | Priargunsky Ind stam                       | 320,00            | 20 752 640         | 3,76%               |
| 11 709       | Priargunsky Ind pref                       | 88,00             | 1 030 392          | 0,19%               |
| 1 442 400    | Shalkyia Zink GDR                          | 0,30              | 432 720            | 0,08%               |
| 1 444 045    | Uchalinsky GOK                             | 5,00              | 7 220 225          | 1,31%               |
|              | <b>Råvarusupercykeln, totalt</b>           |                   | <b>72 539 897</b>  | <b>13,15%</b>       |
| 3 000        | Bekabadcement                              | 650,00            | 1 950 000          | 0,35%               |
| 39 000       | Gornozavodsk Cement                        | 200,00            | 7 800 000          | 1,41%               |
| 1 600 000    | Kamkabel                                   | 0,50              | 801 600            | 0,15%               |
| 6 564        | Podolsky Cement                            | 107,44            | 705 255            | 0,13%               |
| 40 000       | Sibcement                                  | 50,00             | 2 000 000          | 0,36%               |
| 7 523 047    | Steppe Cement                              | 2,40              | 18 030 152         | 3,27%               |
| 1 200 000    | Tuimazy Concrete                           | 6,00              | 7 200 000          | 1,31%               |
|              | Volga Nash Dom, lån                        |                   | 1 465 000          | 0,27% 2)            |
|              | <b>Rysk infrastrukturexpansion, totalt</b> |                   | <b>39 952 007</b>  | <b>7,24%</b>        |
| 25 000       | Kuzbass Fuel Company                       | 400,00            | 10 000 000         | 1,81%               |
| 106 634 053  | Kuzbassrazrezugol                          | 0,44              | 46 918 983         | 8,50%               |
| 2 618 241    | Kyrgyzenergo                               | 0,06              | 168 688            | 0,03%               |
| 551 273 416  | RusHydro                                   | 0,03              | 15 986 929         | 2,90%               |
| 17 000       | RSC Energia                                | 200,00            | 3 400 000          | 0,62%               |
| 7 139 701    | Systemseparation                           | 0,23              | 1 670 652          | 0,30% 1)            |
|              | <b>Rysk energiomstrukturering, totalt</b>  |                   | <b>78 145 252</b>  | <b>14,16%</b>       |
| 1 765 000    | Agrowill Group                             | 1,99              | 3 519 300          | 0,64%               |
| 30 888 704   | Black Earth Farming                        | 3,07              | 94 892 477         | 17,20% 1)           |
| 272 106      | Dakor                                      | 22 93             | 6 240 614          | 1,13%               |
|              | <b>Jordbruk, totalt</b>                    |                   | <b>104 652 391</b> | <b>18,97%</b>       |
| 16 008 321   | Eastern Bio Holding AB                     | 0,14              | 2 298 075          | 0,42%               |
| 11 004 813   | RusForest                                  |                   | 22 364 301         | 4,05% 1,3)          |
|              | RusForest, lån                             |                   | 20 426 755         | 3,70% 4)            |
|              | IVLPS-Nebelsky                             |                   | 2 920 125          | 0,53% 4)            |
|              | Tuba-Les, OOO                              |                   | 1 284 855          | 0,23% 4)            |
| 10 000 000   | Tisko AB                                   | 0,09              | 861 330            | 0,16%               |
| 885 934      | Tinkoff Credit Systems                     |                   | 30 000 000         | 5,44% 3)            |
|              | Tinkoff Credit Systems, lån                |                   | 18 675 002         | 3,39% 2)            |
|              | Egidaco                                    |                   | 7 026 500          | 1,27%               |
| 50 000       | Vosvik (tidigare Kontakt East)             |                   | 36 462 970         | 6,61% 1,3)          |
| 623 800      | Waymore Holding Ltd                        | 16,34             | 10 195 162         | 1,85%               |
|              | <b>Det som fungerar i väst..., totalt</b>  |                   | <b>152 515 075</b> | <b>27,65%</b>       |
| 1 320 000    | Bashneft Pref                              | 5,00              | 6 600 000          | 1,20%               |
| 290 000      | KazMunaiGas Ex GDR                         | 15,50             | 4 495 000          | 0,81%               |
| 85 000       | Mobile Telesys SP AD                       | 53,36             | 4 535 600          | 0,82%               |
| 39 030 000   | Surgutneftegaz pref                        | 0,23              | 8 976 900          | 1,63%               |
| 18 730       | Transneft pref                             | 610,00            | 11 425 300         | 2,07%               |
|              | <b>Kortfristiga affärer, totalt</b>        |                   | <b>36 032 800</b>  | <b>6,53%</b>        |
|              | <b>Totalt</b>                              |                   | <b>551 665 680</b> | <b>100,00%</b>      |

## Vostok Naftas portfölj per den 30 september 2008

1. Dessa aktier är i balansräkningen upptagna som investering i intressebolag.
2. Dessa investeringar är i balansräkningen upptagna som lånefordringar.
3. Denna investering redovisas i balansräkningen till anskaffningskostnad.
4. Delar av dessa investeringar är i balansräkningen upptagna som Fordringar på närstående.

**Det som fungerar i väst... 27,65%**

Tinkoff Credit Systems 8,83%  
RusForest 7,75%  
Vosvik (Kontakt East) 6,61%

**Kortfristiga affärer 6,53%**

Transneft 2,07%

**Oljepriset 12,30%**

TNK-BP 11,16%

**Råvarusuper-cykeln 13,15%**

Priargunsky Ind 3,95%  
Gaisky GOK 3,12%  
Alrosa Co 2,28%

**Rysk infrastruktur-expansion 7,24%**

Steppe Cement 3,27%

**Jordbruk 18,97%**

Black Earth Farming 17,20%

**Rysk energi-omstrukturering 14,16%**

Kuzbassrazrezugol 8,50%  
RusHydro 2,90%

**Investeringsmakroteman**

Vostok Naftas investeringsportfölj per den 30 september 2008

**Resultaträkningar – koncernen**

| (TUSD)  | 1 jan 2008–<br>30 sep 2008 | 1 jan 2007–<br>30 sep 2007 | 1 jul 2008–<br>30 sep 2008 | 1 jul 2007–<br>30 sep 2007 |
|---|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| <b>Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen</b> |                            |                            |                            |                            |
| Resultat från investeringar i intresseföretag   | -157 448                   | 39 559                     | -311 910                   | 37 944                     |
| Utdelningsintäkter  | -137 524                   | 60 500                     | -138 273                   | 26 878                     |
| Ränteintäkter från lånefordringar   | 4 669                      | 9 544                      | -                          | 1 470                      |
| Övriga rörelseintäkter  | 4 946                      | -                          | 2 074                      | -                          |
| Totala rörelseintäkter  | 76                         | 268                        | 44                         | -                          |
| Rörelsens kostnader   | -285 281                   | 109 871                    | -448 065                   | 66 292                     |
| Rysk kupongskattkostnad på utdelningsintäkter   | -6 188                     | -3 320                     | -2 450                     | -1 888                     |
| Rörelseresultat   | -733                       | -1 425                     | -27                        | -514                       |
| <b>Finansiella intäkter och kostnader</b>   |                            |                            |                            |                            |
| Ränteintäkter   | -292 202                   | 105 126                    | -450 542                   | 63 890                     |
| Räntekostnader  | 1 705                      | 809                        | 380                        | 705                        |
| Valutakursvinster/-förluster, netto   | -4 936                     | -2 754                     | -3 482                     | -996                       |
| Övriga finansiella kostnader  | -1 452                     | 442                        | -2 014                     | 451                        |
| Totala finansiella intäkter och kostnader   | -1 550                     | -153                       | 12                         | -62                        |
| Resultat före skatt   | -6 233                     | -1 656                     | -5 104                     | 97                         |
| Skatt   | -298 435                   | 103 470                    | -455 646                   | 63 987                     |
| Periodens resultat  | 2 278                      | 421                        | 2 002                      | 380                        |
| Resultat per aktie (USD)  | -296 157                   | 103 891                    | -453 644                   | 64 367                     |
| Resultat per aktie efter utspädning (USD)   | -6,44                      | 2,26                       | -9,86                      | 1,40                       |
| Resultat per aktie efter utspädning (USD)   | -6,44                      | 2,26                       | -9,86                      | 1,40                       |

Vostok Nafta Investment Ltd. – Niomånadersrapport 2008

# Resultaträkningar – koncernen

**Balansräkningar – koncernen**

| (TUSD)   | Not | 30 sep 2008    | 31 dec 2007    |
|--|-----|----------------|----------------|
| <b>ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR</b>   |     |                |                |
| <b>Materiella anläggningstillgångar</b>                                    |     |                |                |
| Kontorsinventarier   |     | 553            | 545            |
| <b>Totala materiella anläggningstillgångar</b>                             |     | <b>553</b>     | <b>545</b>     |
| <b>Finansiella anläggningstillgångar</b>                                   |     |                |                |
| Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen |     | 351 539        | 565 043        |
| Investeringar i intresseföretag  |     | 155 197        | 248 213        |
| Lånefordringar   |     | 20 425         | 9 138          |
| <b>Totala finansiella anläggningstillgångar</b>                            |     | <b>527 161</b> | <b>822 394</b> |
| <b>OMSÄTTNINGSTILLGÅNGAR</b>   |     |                |                |
| Likvida medel  |     | 89 488         | 27 528         |
| Fordringar på närstående   | 2   | 31 215         | 4 894          |
| Obetalda aktieaffärer  |     | 4 562          | 3 172          |
| Skattefordringar   |     | 259            | 98             |
| Övriga kortfristiga fordringar   |     | 2 445          | 601            |
| Uppskjuten skattefordran   |     | 1 958          | -              |
| <b>Totala omsättningstillgångar</b>  |     | <b>129 927</b> | <b>36 293</b>  |
| <b>TOTALA TILLGÅNGAR</b>   |     | <b>657 641</b> | <b>859 232</b> |
| <b>EGET KAPITAL (inklusive periodens resultat)</b>                         |     |                |                |
|  |     | 507 291        | 803 954        |
| <b>LÅNGFRISTIGA SKULDER</b>  |     |                |                |
| Uppskjuten skatteskuld   |     | -              | 1 358          |
| <b>Totala långfristiga skulder</b>   |     | <b>-</b>       | <b>1 358</b>   |
| <b>KORTFRISTIGA SKULDER</b>  |     |                |                |
| <b>Räntebärande kortfristiga skulder</b>                                   |     |                |                |
| Upplåning  |     | 149 491        | 50 438         |
| <b>Icke räntebärande kortfristiga skulder</b>                              |     |                |                |
| Skatteskuld  |     | 111            | 106            |
| Skulder till närstående  | 2   | 259            | 586            |
| Obetalda aktietransaktioner  |     | -              | 1 677          |
| Övriga kortfristiga skulder  |     | 234            | 141            |
| Upplupna kostnader   |     | 255            | 972            |
| <b>Totala kortfristiga skulder</b>   |     | <b>150 350</b> | <b>53 920</b>  |
| <b>TOTALT EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>                                     |     | <b>657 641</b> | <b>859 232</b> |
| <b>STÄLLDA PANTER OCH ANSVARSFÖRBINDELSER</b>                              |     |                |                |
| Ställda pantar   |     | 506 736        | 813 256        |
| Ansvarsförbindelser  |     | -              | -              |

Vostok Nafta Investment Ltd. – Niomånadersrapport 2008

# Balansräkningar – koncernen

## Förändringar i eget kapital – koncernen

| (TUSD)   | Aktie-<br>kapital | Övrigt till-<br>skjutet kapital | Balanserat<br>resultat | Totalt   |
|--|-------------------|---------------------------------|------------------------|----------|
| Eget kapital per 31 december 2006                    | -                 | -                               | 385 043                | 385 043  |
| Periodens resultat 1 januari 2007–31 december 2007   | -                 | -                               | 282 765                | 282 765  |
| Summa totalt redovisade intäkter och kostnader       |                   |                                 |                        |          |
| 1 januari 2007–31 december 2007                      | -                 | -                               | 282 765                | 282 765  |
| Personaloptionsprogram:                              |                   |                                 |                        |          |
| - värde på anställdas tjänstgöring                   | -                 | 125                             | -                      | 125      |
| Likvid från utgivande av teckningsoptioner           | -                 | -                               | 476                    | 476      |
| Genom ägartillskott tillförda tillgångar och skulder | -                 | -                               | -10 903                | -10 903  |
| Utnyttjande av emitterade teckningsoptioner          | 46 021            | -                               | -46 021                | -        |
| Erhållet från nyemission                             | -                 | 146 351                         | -                      | 146 351  |
| Valutakursdifferenser                                | -                 | -                               | 97                     | 97       |
| Eget kapital per 31 december 2007                    | 46 021            | 146 476                         | -56 351                | 136 039  |
| Periodens resultat 1 januari 2008–30 september 2008  | -                 | -                               | -296 157               | -296 157 |
| Summa totalt redovisade intäkter och kostnader       |                   |                                 |                        |          |
| 1 januari 2008–30 september 2008                     | -                 | -                               | -296 157               | -296 157 |
| Personaloptionsprogram:                              |                   |                                 |                        |          |
| - värde på anställdas tjänstgöring                   | -                 | 329                             | -                      | 329      |
| Valutakursdifferenser                                | -                 | -                               | -835                   | -835     |
| Eget kapital per 30 september 2008                   | 46 021            | 146 805                         | 314 537                | 507 291  |

## Vostok Nafta Investment Ltd. – Niomånadersrapport 2008

# Förändringar i eget kapital – koncernen

**Kassaflödesanalys – koncernen**

(TUSD)

|   | 1 jan 2008–<br>30 sep 2008 | 1 jan 2007–<br>30 sep 2007 | 1 jan 2007–<br>31 dec 2007 |
|---|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| <b>Kassaflöde från årets verksamhet</b>   |                            |                            |                            |
| Resultat före skatt   | -298 435                   | 103 470                    | 283 154                    |
| Justering för:  |                            |                            |                            |
| Skatter   | -                          | -                          | -                          |
| Ränteintäkter   | -2 871                     | -809                       | -1 225                     |
| Räntekostnader  | 3 458                      | 2 755                      | 3 709                      |
| Valutakursvinster   | 1 452                      | -442                       | -538                       |
| Avskrivningar   | 107                        | 54                         | 78                         |
| Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen          | 157 448                    | -39 559                    | -158 407                   |
| Resultat från investeringar i intresseföretag   | 137 523                    | -60 500                    | -123 693                   |
| Övriga icke-kassaflödespåverkande poster  | -755                       | 105                        | 1 127                      |
| Förändringar i kortfristiga fordringar  | -29 453                    | -1 884                     | -8 444                     |
| Förändringar i kortfristiga skulder   | 3 119                      | 2 818                      | -59                        |
| Kassaflöde använt i verksamheten  | -28 407                    | 6 008                      | -4 298                     |
| <b>Investeringar i finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen</b> |                            |                            |                            |
| Försäljning av finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen         | 341 461                    | 91 717                     | 219 482                    |
| Ökning av lånefordringar  | -                          | -2 930                     | -9 126                     |
| Investeringar i dotterföretag   | -                          | -6 181                     | -6 181                     |
| Erhållna räntor   | 2 871                      | 809                        | 1 225                      |
| Betalda räntor  | -4 112                     | -1 002                     | -606                       |
| Betald skatt  | 3 315                      | -466                       | -1 975                     |
| Totalt kassaflöde använt i årets verksamhet   | -37 586                    | -163 167                   | -162 984                   |
| <b>Kassaflöde använt för investeringar</b>  |                            |                            |                            |
| Investeringar i kontorsinventarier  | -89                        | -157                       | -303                       |
| Försäljning av kontorsinventarier   | -                          | -                          | 3                          |
| Totalt kassaflöde använt för investeringar  | -89                        | -157                       | -300                       |
| <b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>  |                            |                            |                            |
| Erhållet från upplåning   | 149 635                    | 49 800                     | 49 750                     |
| Återbetalning av lån  | -50 000                    | -                          | -                          |
| Erhållet från nyemission  | -                          | 146 350                    | 146 350                    |
| Genom ägartillskott tillförda tillgångar och skulder  | -                          | -10 903                    | -10 903                    |
| Erhållet från försäljning av teckningsrätter  | -                          | 476                        | 476                        |
| Totalt kassaflöde från finansieringsverksamheten  | 99 635                     | 185 723                    | 185 673                    |
| Förändring av likvida medel   | 61 960                     | 22 399                     | 22 389                     |
| Likvida medel vid periodens början  | 27 528                     | 5 124                      | 5 124                      |
| Kursdifferens i likvida medel   | -                          | 442                        | 15                         |
| Likvida medel vid periodens slut  | 89 488                     | 27 965                     | 27 528                     |

Vostok Nafta Investment Ltd. – Niomånadersrapport 2008

# Kassaflödesanalys

## – koncernen



## Finansiella nyckeltal – koncernen

|   | jan–sep 2008 | jan–sep 2007 |
|---|--------------|--------------|
| Räntabilitet på sysselsatt kapital, % (01)                          | -38,54       | 20,50        |
| Soliditet, % (02)   | 77,14        | 92,30        |
| Eget kapital/aktie, USD (03)  | 11,02        | 13,58        |
| Resultat/aktie, USD (04)  | -6,44        | 2,26         |
| Resultat/aktie efter full utspädning, USD (05)                      | -6,44        | 2,26         |
| Substansvärde/aktie, USD (06)                                       | 11,02        | 13,58        |
| Vägt genomsnittligt antal aktier för perioden                       | 46 020 901   | 46 020 901   |
| Vägt genomsnittligt antal aktier för perioden efter full utspädning | 46 020 901   | 46 020 901   |
| Antal aktier vid periodens slut                                     | 46 020 901   | 46 020 901   |

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.

Vostok Nafta Investment Ltd. – Niomånadersrapport 2008

# Finansiella nyckeltal – koncernen

**Resultaträkning – moderbolaget**

| (TUSD)                                    | 1 jan 2008–<br>30 sep 2008 | 5 apr 2007–<br>30 sep 2007 |
|---|----------------------------|----------------------------|
| Rörelsens kostnader                       | -2 613                     | -1 748                     |
| Rörelseresultat                           | -2 613                     | -1 748                     |
| Finansiella intäkter och kostnader        |                            |                            |
| Ränteintäkter                             | 10 582                     | 3 232                      |
| Valutakursvinster/-förluster, netto       | -101                       | 13                         |
| Totala finansiella intäkter och kostnader | 10 481                     | 3 245                      |
| Periodens resultat                        | 7 868                      | 1 497                      |

Vostok Nafta Investment Ltd. – Niomånadersrapport 2008

# Resultaträkning – moderbolaget

**Balansräkning – moderbolaget**  
(TUSD)

30 sep 2008

31 dec 2007

**ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR****Finansiella anläggningstillgångar**

|   |                |                |
|---|----------------|----------------|
| Aktier i dotterbolag                            | 377 695        | 377 695        |
| Lån till koncernföretag                         | 158 303        | 150 795        |
| <b>Totala finansiella anläggningstillgångar</b> | <b>535 998</b> | <b>528 490</b> |

**OMSÄTTNINGSTILLGÅNGAR**

|                                     |                |                |
|-------------------------------------|----------------|----------------|
| Kassa och bank                      | 13             | 113            |
| Fordringar på närstående            | -              | 6              |
| Övriga kortfristiga fordringar      | 256            | 261            |
| <b>Totala omsättningstillgångar</b> | <b>269</b>     | <b>379</b>     |
| <b>TOTALA TILLGÅNGAR</b>            | <b>536 267</b> | <b>528 870</b> |

|  |                |                |
|--|----------------|----------------|
| <b>EGET KAPITAL (inklusive periodens resultat)</b> | <b>535 873</b> | <b>527 674</b> |
|--|----------------|----------------|

**KORTFRISTIGA SKULDER****Icke räntebärande kortfristiga skulder**

|  |                |                |
|--|----------------|----------------|
| Skulder till koncernföretag            | 2              | 188            |
| Övriga skulder                         | 265            | 152            |
| Upplupna kostnader                     | 127            | 855            |
| <b>Totala kortfristiga skulder</b>     | <b>394</b>     | <b>1 195</b>   |
| <b>TOTALT EGET KAPITAL OCH SKULDER</b> | <b>536 267</b> | <b>528 870</b> |

**STÄLLDA PANTER och ANSVARSFÖRBINDELSER**

|                     |   |   |
|---------------------|---|---|
| Ställda panter      | - | - |
| Ansvarsförbindelser | - | - |

Vostok Nafta Investment Ltd. – Niomånadersrapport 2008

# Balansräkning – moderbolaget

## Förändringar i eget kapital – moderbolaget

| (TUSD)   | Aktie-<br>kapital | Övrigt till-<br>skjutet kapital | Ackumulerat<br>resultat | Totalt  |
|--|-------------------|---------------------------------|-------------------------|---------|
| Periodens resultat                             | -                 | -                               | 3 222                   | 3 222   |
| Summa totalt redovisade intäkter och kostnader |                   |                                 |                         |         |
| 5 april 2007–31 december 2007                  | -                 | -                               | 3 222                   | 3 222   |
| Personaloptionsprogram:                        |                   |                                 |                         |         |
| - värde på anställdas tjänstgöring             | -                 | 125                             | -                       | 125     |
| Likvid från utgivande av teckningsoptioner     | -                 | -                               | 476                     | 476     |
| Aktieemission                                  | 0                 | -                               | -                       | 0       |
| Utnyttjande av emitterade teckningsoptioner    | 46 021            | -                               | 331 479                 | 377 500 |
| Erhållet från nyemission                       | -                 | 146 351                         | -                       | 146 351 |
|  | 46 021            | 146 476                         | 331 955                 | 524 452 |
| Eget kapital per 31 december 2007              | 46 021            | 146 476                         | 335 177                 | 527 674 |
| Periodens resultat                             | -                 | -                               | 7 868                   | 7 868   |
| Summa totalt redovisade intäkter och kostnader |                   |                                 |                         |         |
| 1 januari 2008–30 september 2008               | -                 | -                               | -                       | -       |
| Personaloptionsprogram:                        |                   |                                 |                         |         |
| - värde på anställdas tjänstgöring             | -                 | 331                             | -                       | 331     |
| Eget kapital per 30 september 2008             | 46 021            | 146 807                         | 343 045                 | 535 873 |

Vostok Nafta Investment Ltd. – Niomånadersrapport 2008

# Förändringar i eget kapital – moderbolaget

## Not 1 Redovisningsprinciper

Denna delårsrapport har upprättats i enlighet med IAS 34 Interim Financial Reporting. Samma redovisningsprinciper och beräkningsmetoder har använts som i framtagandet av årsredovisningen för Vostok Nafta Investment Ltd 2007.

### Investeringar i närstående bolag

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«.

## Not 2 Närståendetransaktioner

Under perioden har Vostok Nafta varit involverat i följande närståendetransaktioner:

- Utgifter för gemensamma tjänster har betalats av Vostok Gas Sverige AB till Vostok Nafta Sverige AB för ett belopp om 0 TUSD.
- Lån till intresseföretag och dess dotterföretag har ökat med 27 729 TUSD. Lån till andra närstående minskade med 212 TUSD. Fordran på närstående som är antingen intresseföretag, företag som kontrolleras av Vostok Naftas personal samt nyckelpersoner i företaget eller i företag som klassificerats som närstående uppgick per den 30 september till 32 628 TUSD, varav 24 631 TUSD avser företagets investering i Rusforest och dess dotterbolag.
- Under perioden återbetalades hela låneskulden till Vostok Gas, uppgående till 118 TUSD.

## 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 portföljinnehav. En investering i Vostok Nafta kommer att bli föremål för risker som är förknippade 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 resultatskiftningar och andra faktorer bortom Bolagets kontroll som kan komma att negativt påverka värdet på Vostok Naftas justerade egna kapital. Investeringar bör därför uppmärksammas 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 väreglerade 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.

### Valutarisk

Bolagets ryska investeringar görs i RUB eller USD. Den officiella växelkursen för RUB påverkar därför direkt eller indirekt värdet på investeringarna, men det är inte möjligt att kvantifiera denna påverkan eftersom företaget har olika valutakänslighet. Dessutom har investerare i Bolagets Depåbevis olika basvalutor. Bolagets räkenskaper upprättas i USD då detta är den funktionella valutatan. Sammantaget innebär detta att valutakursernas fluktuationer kan komma att påverka portföljens substansvärde på olika sätt som inte nödvändigtvis avspeglar realekonomiska förändringar i de underliggande tillgångarna. Varje investerare tillråds att göra sin egen analys av den valutarisk som föreligger i Bolagets portfölj.

### Förvärvs- och avyttringsrisik

Förvärv och avyttringar är per definition ett naturligt inslag i Vostok Naftas verksamhet. Samtliga förvärv och avyttringar är förknippade 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 statis-

tik och historiska data bristfälligt. 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 minoritetsaktieägares 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

- 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.

### Kommande rapporttillfällen

Vostok Naftas bokslutskommuniké för perioden 1 januari 2008–31 december 2008 kommer att publiceras den 11 februari 2009.

Den 19 november 2008

Per Brilioth, *verkställande direktör*

### Revisorsrapport över översiktlig granskning av finansiell delårsinformation

#### Inledning

Vi har utfört en översiktlig granskning av bifogade balansräkning för Vostok Nafta Investment Ltd per den 30 september 2008 och till den hörande rapporter över resultat, förändring av eget kapital och förändring i kassaflödet under den niomånadersperiod som slutade per detta datum. Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att upprätta och rättvisande presentera denna finansiella delårsinformation i enlighet med IAS 34. Vårt ansvar är att uttala en slutsats om denna finansiella delårsinformation grundad på vår översiktliga granskning.

#### Den översiktliga granskningens inriktning och omfattning

Vi har utfört vår översiktliga granskning i enlighet med International Standard on Review Engagements 2410, »Review of Interim Financial Information Performed by the Independent Auditor of the Entity«. En översiktlig granskning består av att göra förfrågningar, i första hand till personer som är ansvariga för finansiella frågor och redovisningsfrågor, att utföra en analytisk granskning och att vidta andra översiktliga granskningsåtgärder. En översiktlig granskning har en betydligt mindre omfattning jämfört med den omfattning som en revision enligt International Standards on Auditing i övrigt har. De granskningsåtgärder som vidtas vid en översiktlig granskning gör det följaktligen inte möjligt för oss att skaffa oss en sådan säkerhet att vi blir medvetna om alla viktiga omständigheter som skulle kunna ha blivit identifierade om en revision utförts. Den uttalade slutsatsen grundad på en översiktlig granskning har därför inte den säkerhet som en uttalad slutsats grundad på en revision har.

#### Slutsats

Grundat på vår översiktliga granskning har det inte kommit fram några omständigheter som ger oss anledning att anse att den bifogade finansiella delårsinformationen inte, i allt väsentligt, är upprättad i enlighet med IAS 34.

Göteborg den 19 november 2008

PricewaterhouseCoopers AB

Klas Brand, *Auktoriserad revisor*  
Bo Hjalmarsson, *Auktoriserad revisor*

Vostok  
Nafta  
Investment  
Ltd

**Registered office**  
Codan Services Ltd  
2 Church Street  
P.O. Box HM 666  
Hamilton  
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)