

**Vostok  
Nafta  
Investment  
Ltd**

**Tremånaders-  
rapport**

**2009**

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

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

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

- Periodens resultat blev –38,72 miljoner US-dollar (MUSD) (160,76 för perioden 1 januari 2008–31 mars 2008). Resultat per aktie blev under perioden –0,53 USD (3,49).
- Koncernens substansvärde uppgick till 275,48 MUSD den 31 mars 2009 (31 december 2008: 247,89), motsvarande 2,99 USD per aktie (5,39). Givet en växelkurs SEK/USD om 8,2557 var motsvarande värden 2 274,27 miljoner svenska kronor (MSEK) respektive 24,71 SEK.
- Under perioden 1 januari 2009–31 mars 2009 minskade substansvärdet per aktie i USD med 44,44%. Exklusive effekterna av nyemissionen skulle utvecklingen ha varit –15,58%. Under samma period ökade RTS-index med 9,14% mätt i USD.
- Under perioden har Vostok Nafta genomfört en nyemission, i vilken 46,020,901 aktier emitterades mot en likvid av 12 SEK per aktie. Netto efter transaktionskostnader inbringade emissionen 66,20 MUSD (537,86 MSEK). Antalet utestående aktier per utgången av mars 2009 uppgick till 92,041,802.
- Vostok Naftas rapporterade substansvärde per aktie per den 30 april 2009 uppgick till 3,85 USD (30,96 SEK). Justerat för förändringar av det verkliga värdet i Tinkoff Credit Systems och Vosvik/Kontakt East, uppgick Vostok Naftas substansvärde per aktie per den 30 april 2009 till 3,71 USD (29,81 SEK).

#### Bakgrund

Vostok Nafta Investment Ltd registrerades i Bermuda den 5 april 2007 med registreringsnummer 39861. Vostok Naftas depåbevis (SDB) är från den 4 juli 2007 noterade på NASDAQ OMX Nordic Exchange Stockholm, Mid Cap-segmentet, under kortnamnet VNIL SDB.

Per den 31 mars 2009 består koncernen av ett bermudianskt moderbolag, ett helägt bermudianskt dotterbolag, två helägda cypriotiska dotterbolag, tre helägda ryska dotterbolag samt ett helägt svenskt dotterbolag.

Från och med 1 januari 2009 kommer Vostok Nafta att rapportera sin verksamhet i två segment:

- Portfolio Investments: vilket är Koncernens investeringar i intresseföretag och finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen samt lånefordringar.
- Venture Capital Investments: vilket kommer att omfatta investeringar i rörelsedrivande företag i vilka Koncernen äger mer än 50 procent av rösterna. Per den 31 mars 2009 utgjordes Koncernens enda investering inom segmentet av ZAO Baikal Energy. Eftersom segmentet inte uppfyller de kvantitativa tröskelnivåer som krävs för att det ska rapporteras och upplysas om separat, gör Vostok Nafta inte någon separat rapportering om segmentet i denna rapport.

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 –20,54 MUSD (86,32), där en förändring av verkligt värde av aktieinnehavet i Tinkoff Credit Systems har påverkat resultatet med –8,00 MUSD.

Resultat från investeringar i intresseföretag var –11,24 MUSD (70,45), vilket inkluderar en förändring av verkligt värde av aktieinnehavet i Vosvik/Kontakt East med –4,20 MUSD. Resultat från lånefordringar uppgick till –4,55 MUSD (1,23), vilket huvudsakligen utgörs av valutakursförluster vid omvärdering av lånefordringar denominerade i ryska rubler till USD. Utdelningsintäkter har redovisats med 3,98 MUSD (3,27).

Rörelsekostnader, netto (definierat som övriga rörelseintäkter minus rörelsekostnader) för perioden blev –1,49 MUSD (–1,49).

Finansnettot uppgick till –4,30 MUSD (0,33).

Periodens nettoresultat efter skatt blev –38,72 MUSD (160,76).

Redovisat eget kapital uppgick till 275,48 MUSD per 31 mars 2009 (31 december 2008: 247,89) vilket även motsvarar substansvärdet vid samma tidpunkt.

#### Nyemission samt återbetalningar av lån

I februari 2009 slutförde Vostok Nafta en nyemission, i vilken 46 020 901 aktier emitterades mot en likvid av 12 SEK per aktie. Netto efter transaktionskostnader inbringade emissionen 66,20 MUSD.

Efter nyemissionen återbetalade Företaget 15,25 MUSD av utestående lån. Efter periodens utgång har också den utestående kortfristiga obligationen om 10 miljoner EUR återbetalats. Per den 31 mars 2009 uppgick koncernens upplåning, vilken i sin helhet är hänförlig till det kortfristiga obligationslånet, till ett belopp om 14,01 MUSD.

#### Likviditet

Koncernens likvida medel definierade som kassa och bankbehållning korrigerad för ej förfallna likvider för genomförda köp och försäljningar uppgick per den 31 mars 2009 till 26,27 MUSD (31 december 2008: 29,20). Justeras även för Företagets utestå-

# Tremånadersrapport avseende perioden 1 januari 2009–31 mars 2009

ende obligation om 10 miljoner EUR, vilken blev återbetald den 15 april 2009, uppgick likvida medel per den 31 mars 2009 till 12,26 MUSD.

### **Moderbolaget**

Moderbolaget tillhandahåller koncernens dotterbolag finansiering på marknadsmässiga villkor. Resultatet för perioden uppgår till 1,48 MUSD (2,55).

### **Årsstämma**

Årsstämma i Vostok Nafta Investment Ltd hölls den 14 maj 2009.

På stämman hade aktieägarna att ta ställning till ett antal ärenden, bl a beslutades följande:

- Resultaträkningen och balansräkningen samt koncernresultaträkningen och koncernbalansräkningen antogs. Av dessa framgick bl.a. att förlusten för räkenskapsåret 1 januari–31 december 2008 uppgick till 279 836 TUSD. Styrelsens förslag att inte betala någon utdelning antogs.
- Åtta styrelseledamöter omvaldes, nämligen Al Breach, Per Brilioth, Paul Leander-Engström, Torun Litzén, Ian H. Lundin, Lukas H. Lundin, William A. Rand och Robert J. Sali. Lukas H. Lundin valdes till ordförande för styrelsen.

PricewaterhouseCoopers AB omvaldes som bolagets revisorer.

### **Ledningens rapport**

Den ryska ekonomin fortsatte att krympa under det första kvartalet 2009 och preliminära siffror från ekonomiministeriet pekar på en nedgång med 9,5 procent. Bakgrunden till utvecklingen är densamma som beskrevs i vår förra rapport: en avsaknad av global likviditet samt en avstannad investeringsvilja i den privata sektorn (som ett resultat av rubelns värdering innan devalveringen). Fallet i den ekonomiska aktiviteten har börjat lätta som en följd av att kredit-

marknaderna stabiliserats (från såväl interna som externa källor), att lagercykeln går mot sitt slut samt att statens investeringar ökat. Inflationen, som nu ligger på en nivå kring 11 procent i årstakt, har börjat falla – vilket i sin tur lett till att Centralbanken kunnat sänka räntenivån, vilket är positivt då det kommer att leda till en nystart för såväl utlåning som ekonomisk aktivitet i landet. Men trots allt är den positiva utvecklingen ännu inte kraftfull nog för att helt och fullt kunna motverka ett fall för helåret, som nu spås hamna runt 6 procent.

De »gröna skott« av aktivitet som kunnat skymtas i USA och Kina har också kommit att dämpa fallet i oljepriset. En ekonomisk återhämtning och den ständiga efterfrågan på olja är det som kommer att lyfta oljepriset från de nedpressade nivåerna på kort sikt. Att OPEC:s nedskärningar i produktionen blivit större än vad som allmänt förväntats har minskat utbudet och reducerat de kortsiktiga riskerna för mycket låga oljepriser under en utdragen period. På längre sikt är vi övertygade om att ett oljepris som går tillbaka till nivåer kring 100 USD/fat kommer att drivas dit av problem på utbudssidan – på grund av en kombination av geologisk mognad och geopolitiska utmaningar.

Oljepriset bidrar till hjälpa värderingen av rubeln och därför också rubelkreditmarknaderna. Det ryska banksystemet gör dock att återflödet av krediter är frustrerande långsamt. Även om banksystemet utvecklats oerhört under de senaste tio åren är det fortfarande inte utrustat för att på ett smidigt sätt hantera de stora förändringar i externa flöden som den globala finanskrisen gav upphov till. Den externa utlåningen till de ryska företagen, direkt och indirekt genom det inhemska banksystemet har abrupt förändrats under det senaste året och vi känner fortfarande effekterna av att detta flöde nu torkat ut.

De ryska företagens belåning var aldrig av samma

omfattning som vi kunnat se i andra delar av Östeuropa, men 2009 är ett år då stora delar av de utestående lånen förfaller. Hittills har ungefär en tredjedel av dessa lån förnyats, medan resten betalats tillbaka. Vissa rekonstruktioner sker, även om inga mer omfattande konkurser (ännu) ägt rum. Utan att ha tillgång till all data tycks det ändå som om obligationsinnehavare lidit mer än aktieägare – detta är ett tillväxtmarknadsfenomen som beror på en svag kurslagstiftning och procedurer kring denna, samt på betydelsen av de sittande bolagsledningarna (vilka ofta är samma personer som utgör de största aktieägarna). De utländska bankernas vilja att förnya lånen kommer dock att förbättras i takt med att oljepriset rör sig högre.

Ryska tillgångspriser har också vaknat till liv. Efter en uppgång med 75 procent sedan botten har tillgångspriserna genomgått en normaliseringsprocess efter den överreaktion på nedsidan som vi bevittnade under hösten. Återigen är det dock värt att poängtera att en återgång till de nivåer som vi såg för 12 månader sedan kommer att kräva att de »gröna skotten« i världsekonomin växer sig tydliga tecken på åtminstone vår, om än inte full blom. Under tiden tycks det som om flödena på världens aktie- och råvarumarknader ger stöd åt utvecklingen i Ryssland, då internationella investerare omvärderar Ryssland som ett resultat av en minskad riskvilja.

Omställningen i bedömningen av tillgångspriser och de därav resulterande värderingarna följer ofta en typisk cykel. Således sågs inledande förbättringar på kreditmarknaden och sedan följde storbolagsaktierna efter. Nu börjar vi se att intresse och volymer också visar sig inom segmentet små och medelstora bolag, då sentimentet förbättras och köpare som är ohämmade av illikviditet och med längre tidshorisonter kommer in. Inom det onoterade segmentet släpar omvärderingar ofta efter den allmänna marknaden,

då köpare och säljares uppfattning om värde ligger längre från varandra och anpassningsprocessen att hitta en gemensam nivå tar längre tid. Således har värderingar av privata investeringar ännu inte sett liknande förbättringar som den generella marknaden.

Följaktligen har nya beräkningar av verkliga värden lett till justeringar av det bokförda värdet för ett par av våra onoterade innehav vid utgången av kvartalet. Medan ryska tillgångspriser och värderingar generellt har förbättrats på senare tid, förblir den makroekonomiska omgivningen i allmänhet – och för både Tinkoff Credit Systems och Kontakt East Holding i synnerhet – utmanande. Med tanke på den osäkerhet som finns över de ekonomiska utsikterna tror vi att ett försiktigt förhållningssätt fordras, varför mer varsamma antaganden om den framtida utvecklingen har lett till reducerade verkliga värden på investeringarna.

Även om de nuvarande kortsiktiga utsikterna fortfarande är osäkra finns det skäl till försiktig optimism. Givet våra investeringskriterier och vår tidshorisont finns det också anledning att vara optimistiska. Vi har för avsikt att vara omsorgsfulla när det gäller nya investeringar, och har använt de första månaderna i år för att försiktigt addera till de positioner där vi vill öka vår procentuella ägarandel. Sett till värderingarna – om det är över vinst eller bokvärde – fortsätter Ryssland att placera sig längst ned i tabellerna jämfört med andra marknader. Därför fortsätter vi att hålla utkik efter möjligheter och utvärdera dem allteftersom de uppkommer – med ett tydligt fokus i vårt investeringsarbete.

#### Vostok Naftas portföljutveckling

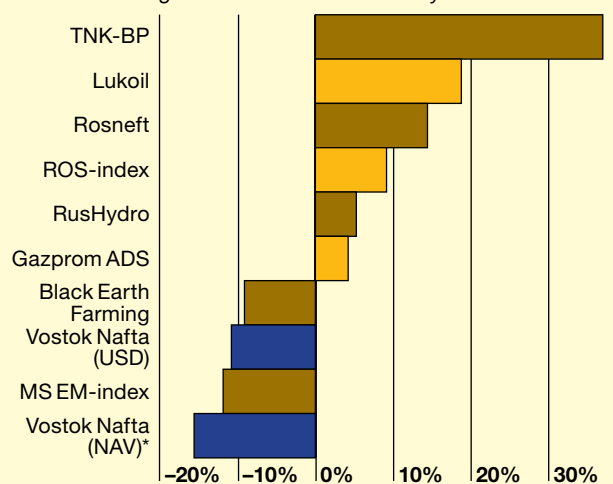
Vostok Naftas substansvärde, eller Net Asset Value (NAV), per aktie minskade under perioden 1 januari 2009–31 mars 2009 med 44,44%. Exklusive effekterna av nyemissionen skulle utvecklingen ha varit

15,58%. Under samma period ökade RTS-index med 9,14% mätt i USD.

#### Utveckling i procent, 1 januari–31 mars 2009

Senast betalade pris på relevant aktiebörs

\* NAV-utvecklingen är exklusive effekter av nyemission



#### Black Earth Farming

Black Earth Farming (BEF) fortsätter att växa och stärka sin operativa plattform. Under början av 2009 har företaget fortsatt att sälja grödor ur dess lager som vid utgången av 2008 uppgick till cirka 335 tusen ton grödor under lagring. Tack vare BEF:s investeringar i lagringsanläggningar kan tidpunkten för försäljningen hanteras på ett mer optimerat sätt. Samtidigt har vårplanteringen av bolagets fjärde skörd påbörjats. BEF har ingen avsikt att spendera kapital på att plöja trädesåker under 2009, vilket bör ha positiva effekter för resultatet på kort sikt.

Det ryska jordbruksministeriet uppgav i april att de förutspår spannmålsskörden 2009 till cirka 85 till 90 miljoner ton, en 20-procentig minskning från

2008. Den slutliga globala vetearealen för 2009 års skörd är fortfarande osäker och kommer att bero på stora skördar som ännu inte planterats i Kanada, Argentina och Australien. Dock kommer den globala arealen för spannmålsodling sannolikt att minska under 2009, eftersom data över vinterplantering i USA och Storbritannien visade på nedgångar. Därutöver kommer den globala produktiviteten sannolikt att vara lägre eftersom lantbrukare skalar ner sin användning av gödsel och växtskyddsmedel på grund av svagare sädespriser. Torra har drabbat flera länder, däribland Argentina och Ukraina, med förlorade skördar och minskad produktion per hektar som följd. I Kina har 43 procent av landets odlingar av höstvete påverkats negativt av torkan. Efterfrågebilden är vag eftersom effekterna på efterfrågan på jordbruksprodukter av den globala ekonomiska nedgången är fortfarande oklara. Generellt brukar efterfrågan på livsmedel vara mindre elastisk än de flesta övriga andra varor. Sädespriserna förblir svaga – priserna på vete är ner 46 procent på årsbasis i mitten av april 2009 – men katalysatorerna för prisuppgångar både på kort och på lång sikt kvarstår.

I februari uppgraderades bolagets aktier till handel på First North Premier, som är ett nytt segment på First North, reserverat för företag som gör ett medvetet beslut att följa högre normer för informationsutlämnande och redovisningsnormer än de vanliga First North-reglerna. Företag på Premier har åtagit sig att följa de viktigaste marknadsreglerna för informationsutlämnande. Redan från början har det alltid funnits en hög målsättning för bolaget i fråga om öppenhet, marknadskommunikation och bolagsstyrning vilket denna uppgradering bekräftar.

## RusForest

I början av maj 2009 meddelade Varyag Resources att man kommer att förvärva Vostok Naftas andel på 50 procent av RusForest i utbyte mot nyemitterade aktier i Varyag. Efter slutförandet av transaktionen, blir RusForest helägt av Varyag och Vostok Nafta kommer att äga 44,4 procent av aktiekapitalet och rösterna i Varyag. Förvärvet är ett led i omstruktureringen av Varyag för att ändra sin affärsstrategi och struktur från ett private equity-bolag till ett fullfjädrat skogsbolag. Som en följd avser Varyag att byta namn till RusForest och Aleksandr Williams, för närvarande VD för förvaltningsbolaget Taiga Capital Ltd, kommer att utses till VD. Företaget planerar också att inleda processen för att ansöka om notering på Nasdaq OMX Stockholm.

RusForest har nått en betydande storlek, genom att kontrollera cirka 1 miljon hektar skogsmark och en årlig tillåten avverkningsrätt på 1,6 miljoner kubikmeter. Dessutom har stora framsteg gjorts när det gäller bolagets konsoliderade sågvirkeskapacitet, vilket med tiden kommer att öka till cirka 400 tusen kubikmeter. Företaget är nu i ett skede där fokus kan flyttas från förvärv och tillväxt av landtillgångarna mot att slutföra projekt och förbättra den operationella effektiviteten. För att utnyttja konkurrensfördelarna med att ha tillgång till ett överflöd av billig råvara och låga energikostnader, syftar RusForest till att öka produktiviteten och effektiviteten i hela dess värdekedja. En organisationsstruktur för att stödja detta mål kommer sannolikt att vara till nytta för bolaget.

Under 2008 utnyttjade RusForest 49 procent av koncernens årliga avverkningsrätt, och avsikten är att successivt öka denna siffra till cirka 80 procent, eller 1 miljoner kubikmeter år 2010. Produktionen av sågvirke planeras också att utökas till cirka 400 tusen kubikmeter på årsbasis, efter färdigställande

och driftsättning av sågverken Boguchansky och Magistralny. Den planerade ökningen av avverkningsvolymerna kommer att möjliggöra en större intern tillgång av råmaterial, vilket minskar kostnaderna och riskerna i tillförsel. Att uppnå dessa ökningar i produktionskapaciteten är viktigt för RusForest att matcha produktionen av sågvirke, då Ryssland avser att införa exporttullar på rundvirke, vilket sannolikt kommer att verkställas på medellång sikt.

## Tinkoff Credit Systems

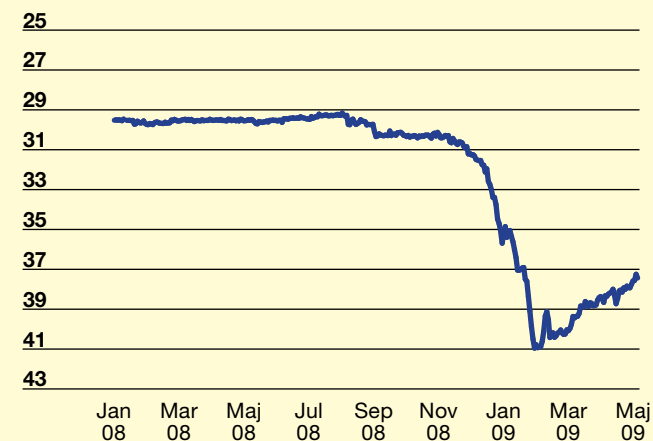
Tinkoff Credit Systems (TCS) vidhåller sin defensiva ställning då marknadsklimatet förblir utmanande. Kreditkortsutgivning har hållits till ett minimum sedan hösten 2008 i syfte att bibehålla kassan men samtidigt upprätthålla verksamheten. Kostnader i samband med förvärv av nya kunder har därför minskat avsevärt, då anställda har överförts till inkasso. Som ett resultat har förhållandet mellan kostnader och intäkter minskat från 82 procent i augusti till 52 procent. Den extrema situationen på marknaden har lättat på konkurrensbilden inom segmentet, vilket har lett till en ytterligare förbättring i TCS:s bruttoavkastning till cirka 80 procent.

Fokus fortsätter att vara på kontant inkasso för att minimera förluster från lån med uteblivna betalningar. Under kvartalet ökade kreditförluster mätt som uteblivna första betalningar. Andelen lån där den första periodiska betalningen inte gjorts, nådde 7,1 procent i februari 2009, en ökning från 5,5 procent i december 2008. Inkassonivåer för lån som förfallit har också minskat och därför kommer avskrivningarna sannolikt att vara betydligt högre än de 12 procent som förväntades i slutet av 2008. Som ett resultat av högre reserveringar för kreditförluster utfärdade bolaget en vinstvarning för det första kvartalet 2009. På den operativa nivån blev utfallet något över plan. Rörelseresultatet var högre än väntat tack

vare ökad avkastning, pågående kostnadsreduktioner och tillbakaköp av obligationer. Dock förväntas TCS enligt preliminära resultat visa en förlust på 39 miljoner RUB på grund av högre reserveringar.

## Rubel mot Euro/US-dollarborg

1 januari 2008–11 maj 2009. Källa: Bloomberg



Den ryska rubeln bottnade mot Euro/US-dollarborg i februari 2009, då kapitalutflödena lättade och oljepriset fann sitt fotfäste. Valutakursrörelserna under 2008 orsakade en redovisningsförlust på 10,5 miljoner USD samt en bruten lånerestriktion som var fastställd i USD. Under april 2009, röstade obligationsinnehavarna för bolagets förslag till omstrukturering av obligationen, där obligationsinnehavarnas kassaflöden accelereras på bekostnad av aktieägarna som kommer att skjuta upp och underordna sin kupong. Som ett resultat påverkas inte TCS:s kassaflöden av obligationsomstruktureringen. Bolaget har inga lån att refinansiera förrän 2011, eftersom kassaflödet från rörelsen är tillräckliga för att betala av skulder tack vare den höga bruttoavkastningen.

### **TNK-BP Holding**

TNK-BP:s produktion för de fyra första månaderna 2009 visade på uppmuntrande tecken med tanke på den rådande situationen inom sektorn. Företaget producerade 1,38 miljoner fat olja per dag i april, vilket var en ökning med 1,3 procent från året innan. Som jämförelse kan nämnas att den totala ryska produktionen på 9,8 miljoner fat per dag var närmast oförändrad från 2008. Produktionen hos TNK-BP stärktes av Uvat-projektet i västra Sibirien som togs i bruk i februari. Genomströmningen i TNK-BP:s raffinaderier för de första månaderna av 2009 ökade med 3 procent på årsbasis, jämfört med en nedgång med 1 procent för den ryska industrin totalt. Inhemsk efterfrågan på oljeprodukter minskade 13 procent, till lägsta nivån på 4 år medan exporten ökade med 15 procent till ett fyraårshögsta. Kollapsen av den inhemska efterfrågan, exemplifierat av en 40 procent minskning i rysk bilförsäljning, och en svagare rubel skickade de inhemska priserna tumlande. Därmed har fördelen, på en EBITDA per fat basis, för olja från lägre beskattad nerströmsverksamhet över råexport som setts under de senaste åren, minskat under början av 2009. Totalt ökade ryska exporten av råolja med 4,1 procent, vilket innebär att varje marginalfat olja i Ryssland inte längre gick till nerströmsverksamhet som tidigare, utan till råexport.

Trots de utmanande förutsättningarna, är TNK-BP ett starkt kassagenererande bolag, där en betydande del av kassaflödena fördelas till aktieägarna. Viktor Vekselberg, styrelseledamot i TNK-BP och ordförande i Renova-gruppen, kommenterade nyligen TNK-BP:s utdelningspolicy: »Vi har en etablerad utdelningspolicy, vilket innebär att betala ut 40 procent av nettovinsten. Vi har ingen anledning att ändra på den.« Han försäkrade att aktieägarna i TNK-BP, »inklusive minoritetsägarna, kommer att få all utdelning.«

### **Kontakt East Holding**

Den ryska reklamsektorn minskade kraftigt under första kvartalet 2009, där tidiga uppskattningar tyder på en negativ årlig tillväxt på cirka 30 procent. Utvecklingen under resten av 2009 är fortfarande mycket oklar. Kontakt Easts Gula Sidorna kände effekterna av nedgången senare än annonsmarknaden i allmänhet, men under första kvartalet 2009, drabbades företaget hårt av nedgången.

Gula Sidorna upplevde en försäljningsminskning med hela 49 procent jämfört med första kvartalet 2008. Kontantinsamling var starkt under januari och februari, men började sjunka i mars. På senare tid tycks nedgången ha planat ut, men det är för tidigt att säga om marknaden har stabiliserats. För att motverka nedgången i intäkter, har ytterligare besparingar genomförts. I slutet av andra kvartalet 2009, kommer Gula Sidorna att ha skurit ned back office-personalen till cirka 100 anställda, en minskning från cirka 250 i slutet av 2008. Uppsägningarna har också gjort det möjligt för besparningar av andra indirekta kostnader. Inte oväntat har uppsägningarna resulterat i en hög arbetsbelastning på ledningen och resten av organisationen, och det är naturligtvis en besvikelse för de anställda under dessa utmanande tider. Med dessa kostnadsbesparingar inräknat borde Gula Sidorna nå lönsamhet på going-concern basis vid en årlig försäljning av 250 miljoner RUB, eller 52 procent under försäljningen 2008.

En del av nedgången i försäljningen kan också vara hänförlig till den pågående omstruktureringen av försäljningsorganisationen, där en mindre och mer »västerländsk« organisation och affärsprocesser blir etablerade. Ledningen är dock fast övertygad om att det är nödvändiga åtgärder för att bygga för framtiden. De genomförda försäljnings- och kostnadsbesparingar har resulterat i ett slankare och mer effektivt Gula Sidorna, som bör vara väl positionerat

för lönsam tillväxt. En viktig prioritering under det andra kvartalet är att kapitalisera på den starka trenden för Gula sidornas onlineprodukter.

Avito – Kontakt Easts Consumer eCommerce-verksamhet som erbjuder annonstjänster – lanserade en ny marknadsföringskampanj under första kvartalet. Kampanjen har varit framgångsrik, då nyckeltal för webbplatsen ser bra ut och trafik tillväxten har varit stark.

De ekonomiska resultaten för Kontakt East-gruppen var betydligt lägre än prognoserna, till följd av den betydande nedgången i Gula Sidornas intäkter. Detta kompenseras endast delvis av lägre kostnader inom Gula Sidorna, Consumer eCommerce och koncernens huvudkontor. Under första kvartalet 2009 köpte Vosvik AB, som ägs av Vostok Nafta och Kinnevik, köpte samtliga aktier från minoritetsägare i Kontakt East och äger därefter 100 procent av Kontakt East. För att finansiera investeringar i Consumer eCommerce och omstruktureringen inom Gula Sidorna, tillförde Vostok Nafta och Kinnevik 7,5 miljoner kronor var i finansiering av Kontakt East i form av ett konvertibelt skuldebrev under första kvartalet 2009.

### **Transneft**

Chefen för den reglerade Federala Tariff Tjänsten (FTT) Sergey Novikov sa i april att den genomsnittliga tariff som Transneft ålägger oljebolagen kommer »mycket sannolikt« att höjas från 1 juni. Transneft hade begärt en fyroprocentig tariffökning vid halvårsskiftet. En sådan ökning i juni skulle öka bolagets estimerade EBITDA 2009 till 6 miljarder USD, nästan exakt 2008 års nivå trots rubeldeprieceringen (Transnefts avgifter sätts i rubel). EBITDA-marginalen skulle därmed nå imponerande 62 procent.

En viktig drivkraft för Transnefts värde är dess investeringsprogram, då bolaget efter slutförandet

av de pågående projekten, kan skifta kassaflödena till dess aktieägare. Den första etappen av pipelinen mellan östra Sibirien och Stilla havet (ESPO) är snart fullbordad vilket är positivt eftersom det kommer att förvandla projektet till att bli intäktsgenererande. Trots rapporter om att den beräknade kostnaden för projektet nu kommer att uppgå till 491 miljarder RUB, upp från 450 miljarder RUB som VD Nikolai Tokarev uppskattade i januari, demonstrerar FTT sin vilja att kompensera Transneft för sina investeringar och högre kostnader för låneåtaganden med högre avgifter.

### Priargunsky

Priargunsky (PGHO), Rysslands dominerande bolag inom uranbrytning, släppte en god uppsättning siffror för 2008 och första kvartalet 2009. För helåret 2008 har bolaget ökat intäkterna med 27 procent från året innan till 8,1 miljarder RUB. Rörelseresultatet ökade med 40 procent till 510 miljoner RUB och nettoresultatet ökade med 50 procent från året innan till 264 miljoner RUB. Således förblev nettomarginalen kvar på ungefär 2 procent med en rörelsemarginal på 6 procent. Resultatet för första kvartalet 2009 ser också stabilt ut, med en omsättning som ökade med 19 procent till 2,0 miljarder RUB och rörelseresultatet steg från 120 miljoner RUB 2008 till 348 miljoner RUB 2009. PGHO totala skuld uppgick till 2,4 miljarder RUB i slutet av mars 2009. Det uranpris som företaget realiserar på sin produktion regleras till cirka 25 USD per lb  $U_3O_8$ , vilket är lika med deras kontanta kostnader, så vinsten kommer från försäljning av kol och el på marknaden. I jämförelse har PGHO:s konkurrenter i väst meddelat om kontrakt med långsiktiga priser på cirka 50 USD per lb under kvartalet

Företaget producerar cirka 3 000 ton urankoncentrat per år. Förra året blev det en del av Atomredmedzoloto (ARMZ), det ryska holdingbolaget för

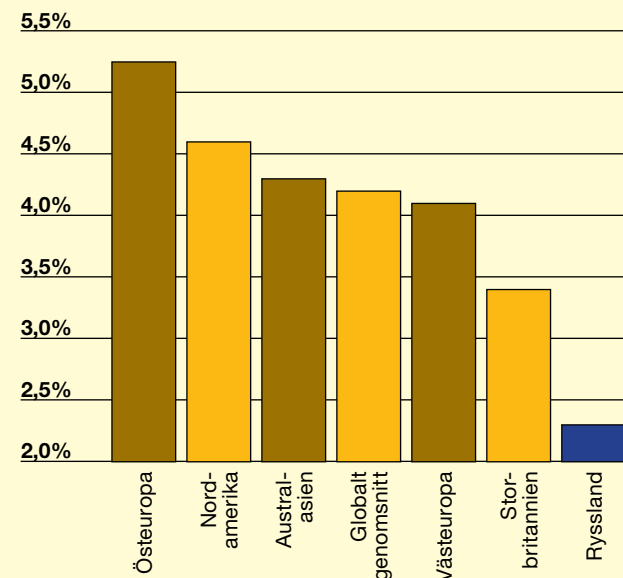
uranbrytning, som skapades av det statligt ägda bolaget Atomenergoprom. Efter regeringarnas ambitioner om att skapa en helt integrerad kärnkraftsbolag har Atomenergoprom, vars modell bygger på franska Areva, skapats för att konsolidera den civila kärnkraftssektorn i Ryssland. PGHO är den viktigaste ryska gruvtillgången inom koncernen och kommer sannolikt att kunna realisera högre priser på sin produktion för att finansiera de investeringar som krävs för att utöka sin produktion till 5 tusen ton på medellång sikt.

### Anläggningsmaterial

Aprilstatistik från Russian Railways, som står för 85 procent av den totala transportlasten, visade att segmentet för anläggningsmaterial fortsätter att vara svagt. Volymen transporterat byggmaterial var ned 39 procent på årsbasis, jämfört med en 15 procents nedgång av volymerna i allmänhet. Nedgången i byggmaterialvolymerna har avtagit något från 50 till 60 procents minskningstakt under början av 2009. Siffror över industriproduktionen för februari 2009 visar också på betydande produktionsminskningar; cementproduktionen var ned 34 procent från 2008 och fortsatte att sjunka kraftigt i mars. Kortsiktig efterfrågan på anläggningsmaterial som cement fortsätter att hämmas av brist på krediter, vilket hejdar byggnadsprojekt. Som en följd ligger kapacitetsutnyttjandet på runt 35 till 40 procent, med cement priser som förväntas ligga på i genomsnitt 50 till 60 USD per ton under 2009. Revideringar av statsbudgeten, till följd av lägre prognoser för ekonomisk tillväxt bör dock komma till ett slut då oljepriset finner en botten. För att upprätthålla sitt politiska kapital har regeringen utökat sociala utgifter för att motverka de negativa ekonomiska effekterna för konsumenterna, på bekostnad av fasta investeringar såsom infrastruktur.

### Investeringar i infrastruktur, % av BNP

1990–2007. Källa: Världsbanken, OECD, Renaissance Capital



Den långsiktiga bilden för cement förblir dock övertygande eftersom det finns ett uppdämt behov från de viktigaste slutmarknaderna; bostäder och kommersiellt byggande samt utveckling av infrastruktur. Den ryska regeringen sägs redo bibehålla volymen färdigställda bostadsbyggen under 2009 på samma nivå som förra året då den låg på 63 miljoner kvadratmeter. Därutöver har Rysslands infrastruktur lidit av år av underinvesteringar i jämförelse med andra delar av världen, vilket illustreras av bilden ovan. Tillståndet för transportnätet är ökänt och ett antal initiativ är på gång för att motverka situationen – även om tidpunkten fortfarande är oklar. Dessa omfattar utveckling av mineraltillgångar i Sibirien, Sakhalinprojekten, moderniseringen av östra Ryssland, och flera stora internationella evenemang inklusive 2014 vinter-OS i Sochi.



Samtidigt är cementutbudet också relativt begränsat. Branschen kännetecknas av stora hinder för inträde, där det viktigaste är kapital. Kostnaden för installation och idrifttagande av en cementfabrik varierar med dess specifikationer. Baserat på tidigare aviserade projekt rörande investeringar och kapacitet, kan en genomsnittlig kostnad av ny kapacitet uppskattas till cirka 200 USD per ton, vilket är högt. Regionen har också ett begränsat utbud av kalksten som är en viktig insatsvara i produktionen. Med tanke på att cement är ganska tungt i förhållande till sitt värde, är det ekonomiskt omöjligt att transportera längre sträckor. Hamnkapacitet är också starkt begränsat vilket hämmar importen. Dessa egenskaper leder till en segmenterad bransch, där producenter är inriktade på lokala marknader och därför har regionala oligopol med begränsad konkurrens, vilket i sin tur minskar risken för »priskrig«. Med tanke på den nuvarande marknaden, har en majoritet av de tidigare aviserade kapacitetsökningarna skjutits upp. När efterfrågan sålunda återhämtar sig – vilket det så småningom kommer att göra – riskerar industrin att återvända till förhållandena för ett år sedan, där kapacitetsunderskott täcks genom import, motiverad av exceptionellt höga priser.

#### Värderingsjämförelse av Vostok Naftas cementbolag

		Produktion miljoner ton	EV/EBITDA 2009E	EV/Output 2009E
<b>Sibirskiy Cement</b>	<b>Ryssland</b>	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>125</b>
<b>Gornozavodsk Cement</b>	<b>Ryssland</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>20</b>
<b>Steppe Cement</b>	<b>Kazakstan</b>	<b>1,1</b>	<b>4,8</b>	<b>95</b>
<b>Podolsky Cement</b>	<b>Ukraina</b>	<b>1,8</b>	<b>7,4</b>	<b>127</b>
<b>Genomsnitt utvecklade marknader</b>			<b>5,9</b>	<b>154</b>
<b>Genomsnitt tillväxtmarknader</b>			<b>7,2</b>	<b>148</b>

Källa: UBS, Royal Capital, Bloomberg

#### **Steppe Cement (Kazakstan)**

Steppe Cement genomförde under det gångna kvartalet en nyemission. Emissionen innebar att de aktieägare som fanns upptagna i aktieboken på avstämningsdagen den 14 april 2009 fick köpa sin pro-rataandel av de 40 000 000 nya aktier med ett nominellt värde om 0,01 USD som bolaget gav ut till ett emissionspris om 25 brittiska pence – vilket motsvarade en rabatt om cirka 25 procent jämfört med det då rådande marknadspriset. De nya aktierna representerade cirka 35 procent av aktiekapitalet före emissionen, och cirka 26 procent av aktiekapitalet efter emissionen. Nettointäkterna från emissionen kommer framförallt att användas för att återbetala en del av bolagets banklån, samt till rörelsekapital efter det att bolagets finansiella position har påverkats av en marknadsavmattning i Kazakstan på grund av den globala ekonomiska avmattningen.

Enligt bolagets ledning beror det på cementprisets dynamik i Kazakstan, och därmed bolagets förmåga att generera kassaflöden, huruvida Steppe Cement återigen måste komma tillbaka till sina aktieägare för nya pengar. Som förväntat borde bolaget ha tillräckliga resurser för att bidra sin verksamhet på ett nor-

malt sätt under de kommande 15 till 18 månaderna om cementpriset håller sig kvar på de nivåer kring 47 USD/ton (netto efter moms och transportkostnader) som rådde under de tuffa månaderna det första kvartalet 2009. Det operativa kassaflödet borde också bidra med medel för att hantera lånesituationen. Bolagets prognos är att de kommer att tillåta bolaget att:

- Täckta såväl räntebetalningar som amorteringar av den del av skulden som förfaller, om cementpriset stiger över 55–58 USD/ton
- Att täcka endast räntebetalningarna om cementpriset håller sig runt 51 USD/ton
- Att inte ge något bidrag till lånehanteringen om cementpriset faller under 45 USD/ton

Ledningen har också indikerat att den tillfrisknande byggmarknaden i Kazakstan redan pressat upp priset på cement till nivåer kring 50 USD/ton, med förväntningar om en fortsatt ökning till nivåer omkring 55 USD/ton i sommar.

#### **Alrosa**

Alrosa meddelade att man kommer att minska sin planerade produktion 2009 med 22 procent då den globala finanskrisen försvagar efterfrågan på juveler. Företaget, som tidigare förväntades att behålla produktionen oförändrad i år från de 2,4 miljarder USD som producerades under 2008, har nu beslutat att sänka detta belopp till 1,9 miljarder USD diamanter, mätt i 2008 års priser. Målet för 2009 för försäljning av rådiamanter fastställdes till 1,6 miljarder USD, vilket är en 37 procentig minskning från 2008. VD Vybornov förutspådde att Alrosas nettovinst kommer att minska med mer än 40 procent, från 113,1 miljoner USD till 65,6 miljoner USD under 2009.

Den globala diamant marknaden håller på att omformas till följd av den nuvarande krisen, då tidigare marknadsledaren De Beers i Sydafrika har

drabbats hårt. Marknadspriserna för rådiamanter har sjunkit 75 procent från sin topp vilket De Beers, som är förbjudna att bilda lager enligt ett EU-avtal om antitrustregler, har hastat för att minska produktionen och stänga gruvor. Produktionen uppges ha minskat med 90 procent på årsbasis under första kvartalet 2009. Som ett resultat har Alrosa har blivit en prissättare av globala diamantpriser. Dess beslut om produktion och försäljning kommer att avgöra värdet av diamanter i ringar och smycken i butikerna under många år framöver.

Sedan hösten 2008 har Alrosa dragit sig tillbaka från marknaden och sålde sin produktion till statens reservfond, Gokhran, enligt uppgift fortfarande till 2008 års priser. Den statliga fonden ger prisstöd till marknaden, men också stöd till Alosas volymer för att undvika uppsägningar vid bolagets gruvor. De inköp av guld och diamanter som görs av Gokhran uppgår till endast 1,34 miljarder USD till nuvarande priser. Därför har Alrosa försökt att kickstarta efterfrågan genom att sälja juveler via långtidskontrakt till grossistköpare i Belgien, Israel, Indien och på andra håll. Enligt dessa avtal, av vilka sex har undertecknats, sätts priserna vid ett mellanskäl mellan toppen i augusti förra året och vintern, och fastställs för en period av flera år.

### **Kol**

De tidiga förväntningarna på att de globala kolpriserna skulle återhämta sig när efterfrågan återigen börjar klättra i början av 2009 har inte materialiserat sig ännu, och de årliga förhandlingarna mellan leverantörer och konsumenter av såväl koks som energikol visade sig utgöra ett hinder för dessa förhoppningar. Då det nya marknadsåret för kolsektorn inleddes först i april sker den största delen av världshandeln med kol ännu till förbetalda kontraktsvillkor – eller på spotmarknaden. Som ett resultat av det var de

globala volymerna svaga i april. Den sydafrikanska exporten föll oväntat med 24 procent på årsbasis, vilket är det största fallet sedan juli 2008 – med ett pris som är 44 procent lägre på årsbasis, vid 58,50 USD/ton. Som ett resultat av en avbruten strejk vid ett colombianskt järnvägsbolag och minskade väderstörningar i Australien kan priset på energikol komma att pressas ner mot 55 USD/ton.

Med den globala ekonomin fångad i en djup recession och med den bestående osäkerheten kring den framtida ekonomiska hälsan är kolmarknadens aktörer långsamma när det gäller att underteckna sina årliga leveranskontrakt för marknadsåret 2009-2010. På kokssidan har Nippon Steel och BMA kommit överrens om ett pris på 128 USD/ton för det år som inleds den 1 april, vilket är nästan 60 procent lägre än förra årets kontraktspris om 300 USD/ton. Denna minskning kom att utgöra ett dramatiskt slut på sex års oavbruten prisuppgång, om sammanlagt 500 procent. På energikolssidan har det schweiziska gruvbolaget Xstrata och det japanska kraftbolaget Chubu kommit överrens om ett pris på 70 USD/ton för det år som börjar i april – vilket är 44 procent lägre än förra årets pris om 125 USD/ton. De övriga koreanska och japanska kraftbolagen har dock ännu inte kommit överrens, och dessa trycker nu på för ett pris som ligger kring 60 USD/ton.

De ryska energikolexportörerna har haft hälsosamma marginaler under de senaste fyra åren. 2009 lär dock bli ett provningarnas år och även åren 2010–2012 kan komma att bli tuffa för vissa ryska energikolsproducenter, som återigen blir marginalproducenter.

Medan den industriella energiefterfrågan i Europa fortfarande är pressad har kol blivit en konkurrenskraftig energikälla jämfört med gas som kostar kring 8 USD/mmBTU – vilket lett till ett nytt köpintresse från de europeiska kraftbolagen under det första

kvartalet 2009. Frågan för närvarande är dock om kolet kan behålla sin andel av marknaden i Europa i skenet av ett allt svagare gaspris?

En annan fråga som är aktuell är huruvida kostnadsstrukturen för ryskt kol gör det möjligt att stå emot trycket från nya lågkostnadsleverantörer från Colombia, Indonesien och Australien. Hittills har efterfrågetillväxten från vissa länder i Europa (Polen, Tyskland och Turkiet) bidragit till att skapa ett visst hopp för de ryska leverantörerna, särskilt som det sydafrikanska kolet i allt större utsträckning söker sig till den växande indiska marknaden och det colombianska kolet fokuseras på efterfrågan från Sydamerika och USA. Stillahavsmarknaden, där Ryssland fortsätter att bygga ut infrastrukturen för att fånga den asiatiska efterfrågetillväxten, har visat sig vara mycket konkurrensutsatt – med de etablerade aktörerna från Indonesien och Australien som tävlar med priset för att behålla sina marknadsandelar. På den inhemska marknaden pressas priset av: – 6 procent lägre elektricitetsefterfrågan i årstakt under de senaste månaderna, – En möjliga försening i avregleringen av gaspriserna och – Ett överskjutande utbud från kokssidan. Då denna marknad inte heller ger just något stöd innebär det att producenterna av energikol kommer att behöva fokusera mer på en ökad kostnads kontroll istället för produktionstillväxt under åren 2009 till 2010.

### **SystemSeparation**

Under kvartalet inleddes en strategiförändring i SystemSeparation med ett övergripande mål att genom investeringar i nya affärsområden etablera en koncern med tydligt fokus på energi- och miljöteknik. I slutet av mars 2009 tog SystemSeparation det första steget inom ramen för den nya strategin

genom att förvärva träpelletsproducenten Eastern Bio Holding (EBH). För att finansiera färdigställandet av EBH:s produktionsanläggning i Ystad samt i övrigt stärka den finansiella ställningen beslutade styrelsen i april att genomföra en företrädesemission. Efter förvärvet bedrivs verksamhet inom två affärsområden; Power Chemical som tillverkar additiv för kraftverk samt Biomass Fuels som utgör det förvärvade EBH. Avsikten är förvärva ytterligare verksamheter inom miljöteknik som antingen kompletterar nuvarande affärsområden eller som bildar nya separata affärsområden. Potentiella nya förvärv kommer att vara fokuserade mot Ryssland och Östeuropa då miljöfrågor i dessa regioner är i ett tidigt skede och därmed är konkurrensen måttlig.

### **Ukraina**

Den ukrainska ekonomin har börjat uppvisa tidiga tecken på att ansträngningarna från landets parlament och centralbank (NBU) för att begränsa den ekonomiska krisen givit resultat. Först och främst syns detta på att växelkursen för den ukrainska hryvnian har stabiliserats efter den senaste attacken i mitten av februari. Nu visar aprilsiffrorna för inflationen att NBU:s försiktiga monetära politik, den nuvarande stabiliteten hos hryvnian samt ett minskat uttag från privatpersoners bankkonton lett till en minskad intern prispress. Enligt Ukrainas statliga statistikkommitté har KPI-ökningstakten minskat till 0,9 procent i månadstakt, i april, jämfört med 1,4 procent i mars. Detta ledde till att inflationstakten under de fyra första månaderna 2009 landade på 6,9 procent, jämfört med 13,1 procent för ett år sedan – med en inflation i årstakt som föll till 15,6 procent i april, jämfört med 18,1 procent i mars. Den huvudsakliga utlösande faktorn bakom inflationsfallet var en märkbar minskning av icke-matrelaterad KPI och service-KPI, medan prisökningarna på mat

samtidigt förblir relativt höga. I april föll också PPI-ökningen i månadstakt till 0,4 procent, jämfört med 1,1 procent i mars – med en avtagande ökningstakt inom nästan alla sektorer, förutom sockerproduktion (+8 procent på månadsbasis) och raffinering (+6,3 procent på månadsbasis).

Det faktum att tecknen tyder på att de Ukrainska myndigheterna än så länge håller den dramatiska ekonomiska situationen i landet under relativ kontroll bidrog till att Ukraina kunde fortsätta att försäkra sig om stöd från IMF. Efter förseningen i utbetalningen av den andra delen av det tvååriga stand-by-avtalet som tillkännagavs i februari efter det att IMF kommit att bli allt mer besvikna på de krisåtgärder som Ukraina vidtog (inklusive det ofrånkomliga galopperande budgetunderskottet), kom de gemensamma ansträngningarna från parlamentet, kabinettet och NBU att leda till att Ukraina godtog undantagslagarna – och därmed kunde IMF återvända till landet. På grund av detta kom IMF i början av maj att godkänna den omedelbara utbetalningen av den andra delen om 2,8 miljarder USD av lånet (vilket innebär att Ukraina totalt lånat 7,3 miljarder USD av IMF). Dessa pengar ska användas för att kunna betala ränta på Ukrainas utestående externa statsskuld för att frigöra budgetmedel som kan bidra till Ukraina lyckas möta sina pensionsåtaganden och andra inhemska åtaganden. Efter att ha gått igenom Ukrainas ekonomiska ställning valde IMF att ha överseende med uppställda kriterier som var kopplade till den centrala regeringens kassareserver, statsbudgeten (det reviderade ekonomiska programmet har nu som mål att budgetunderskottet ska ligga på fyra procent av BNP under 2009, jämfört med en budget i balans som tidigare låg i prognoserna), valutakursrestriktioner, begagnandet av flera olika valutor samt importrestriktioner.

De ledande politiska krafterna lyckades till och

med tona ned den återkommande maktkampen mellan de olika grenarna av den politiska makten i Ukraina – presidenten, kabinettet och parlamentet, medan dessa fokuserade på att leva upp till IMF:s krav. Klyftan kom dock åter att vidgas på ett drastiskt sätt när parlamentet med en överväldigande majoritet (401 ledamöter av 450) röstade för att hålla presidentval den 25 oktober 2009 – och då man ignorerade presidentens eget förslag om att valet istället skulle hållas den 17 januari 2010, vilket skulle ha varit i enlighet med de tillägg till konstitutionen som gjordes under 2006. Även om parlamentets åtgärd ökade graden av konfrontation med president Yuschenko och ökade förväntningarna på att den senare skulle komma att upplösa parlamentet innan hans makt att göra så upphör ett halvår före valet, var den sittande presidentens enda åtgärd hittills att överklaga parlamentets resolution till konstitutionsdomstolen – och allt detta för att kunna upprätthålla diskussionerna med IMF. Konstitutionsdomstolen slog slutligen fast att parlamentets resolution kring presidentvalet inte var giltig. Nu måste parlamentet fastställa ett nytt datum för valet – på det sätt som fastslagits i landets konstitution.

Slutligen, även om detta är något som utländska investerare och inhemska marknadsaktörer under en längre tid förväntat sig ska ske, trädde en betydande del av marknadslagstiftningen (den som handlar om aktiebolag) i kraft den 29 april 2009 – sex månader efter det att den godkändes och offentliggjordes. Den nya bolagslagstiftningen, som fullt ut är anpassad till de principer om bolagsstyrning som relevanta EU-direktiv slagit fast och som sedan fått tillägg från OECD, ersätter den helt förlegade lagen som varit i kraft sedan 1991 och ger Ukraina ett omfattande regelverk med avseende på att etablera, hantera, slå samman, dela upp och likvidera aktiebolag. Dessutom ger lagen ett skydd för minoritets-

aktieägare. Även om de existerande aktiebolagen (inklusive samtliga idag noterade inhemska bolag) fortfarande har två år på sig, till april 2011, att se till att deras bolagsordningar är förenliga med den nya lagstiftningen ser investerarna den nya lagens regelverk kring bolagens genomlysning samt skydd för minoritetsägarna som en betydande framgång. Dessa inkluderar, men är inte begränsade till:

- Sammanlagd röstning som den enda metoden för att välja Supervisory Board-medlemmar för publika aktiebolag
- Obligatorisk aktieåterköp i de fall en aktieägare röstar emot en förändring i aktiekapital, en fusion eller en split, förändring i bolagsstatus, eller någon betydande transaction (involverande över 25 procent av bolagets tillgångar)
- Utköp till andra aktieägare till marknadspris krävs från den som köper över 50 procent av ett bolag
- Ett antal regler som syftar till att förhindra illegala attacker på bolag (till exempel obligatorisk röstning med röstsedlar på vid bolagsstämmor i publika aktiebolag; krav på att bolagsstämmorna äger rum i samma geografiska område som bolaget är beläget i, etc).

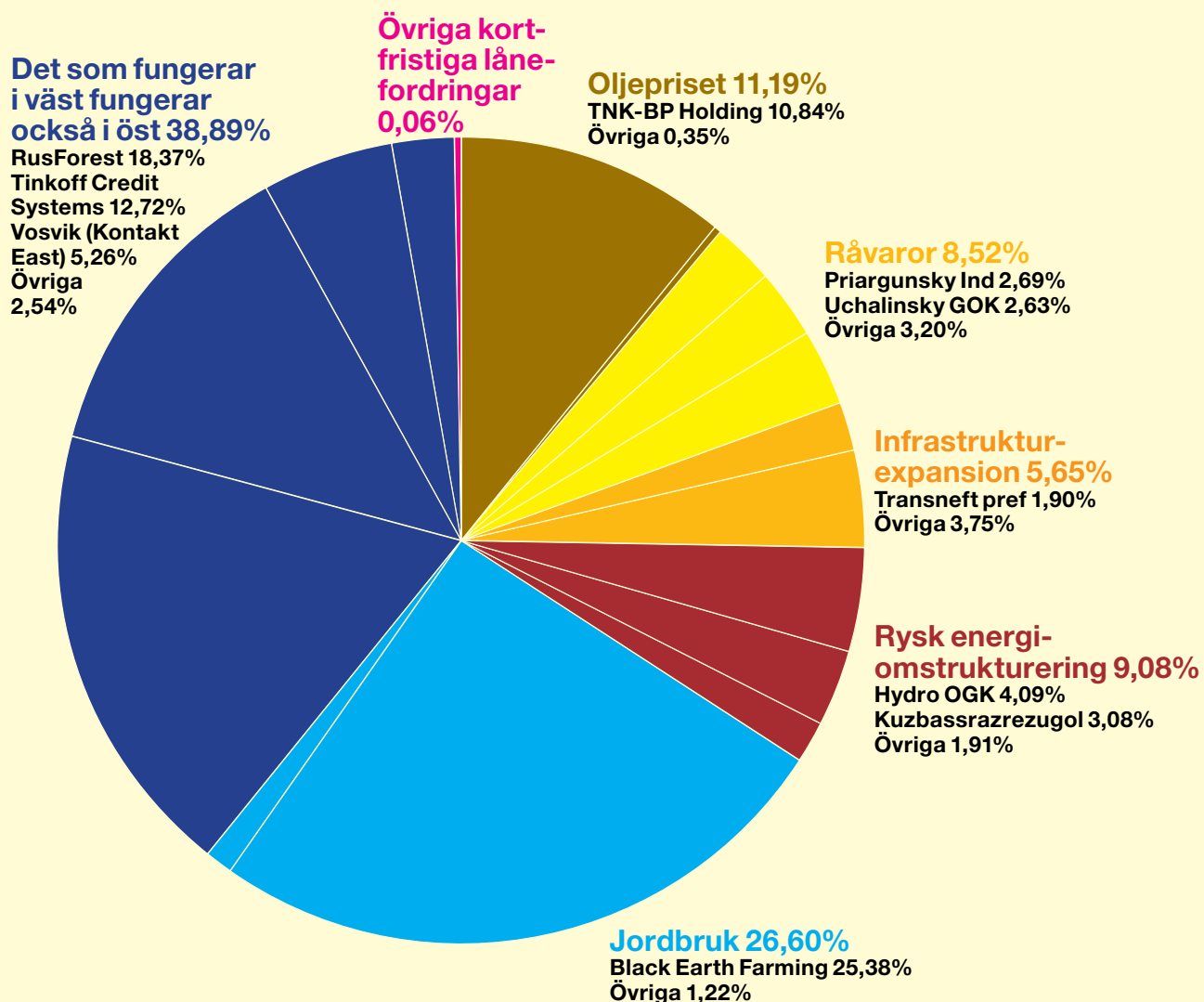
#### Investeringar

Under perioden uppgick nettoinvesteringar i finansiella tillgångar till -2,56 MUSD (3,29).

#### Portföljstruktur

En uppställning av koncernens investeringsportfölj till marknadsvärde per den 31 mars 2009 visas nedan. Vostok Naftas största investering är Black Earth Farming som motsvarar 25,38% av portföljvärdet. Övriga stora innehav är RusForest (18,37%) och Tinkoff Credit Systemts (TCS, 12,72%).

#### Investeringsmakroteman Vostok Naftas investeringsportfölj per 31 mars 2009



Antal aktier	Företag	Marknadsvärde, USD	Andel av portföljen
5 364 850	Caspian Services	912 025	0,35% 1
5 789 903	Kherson Oil Ref	7 193	0,00% 1
2 025	Orsk Refinery stam	14 681	0,01% 1
538	Orsk Refinery pref	3 228	0,00% 1
45 596 616	TNK-BP Holding pref	28 269 902	10,84% 1
100 000	Yakutgazprom	1 000	0,00% 1
	<b>Oljepriset, totalt</b>	<b>29 208 029</b>	<b>11,19%</b>
966	Alrosa	1 932 000	0,74% 1
6 000 000	Fortress Minerals	1 093 415	0,42% 1
31 274	Gaisky GOK	2 814 660	1,08% 1
1 849 088	Poltava GOK	2 449 025	0,94% 1
68 804	Priargunsky Ind stam	6 880 400	2,64% 1
11 709	Priargunsky Ind pref	134 654	0,05% 1
1 442 400	Shakiya Zinc GDR	72 120	0,03% 1
1 444 045	Uchalinsky GOK	6 859 214	2,63% 1
	<b>Råvaror, totalt</b>	<b>22 235 488</b>	<b>8,52%</b>
3 000	Bekabacement	300 000	0,12% 1
187	TKS Concrete	1 506 750	0,58% 1
39 000	Gornozavodsk Cement	1 014 000	0,39% 1
1 600 000	Kamkabel	174 400	0,07% 1
2 200	Machinostroitelny	77 000	0,03% 1
6 564	Podolsky Cement	40 773	0,02% 1
40 000	Sibirskiy Cement	160 000	0,06% 1
7 523 047	Steppe Cement Ltd	3 237 543	1,24% 1
18 730	Transneft pref	4 963 450	1,90% 1
1 200 000	Tuimazy Concrete Mixers	1 800 000	0,69% 1
	Volga Nash Dom, lån	1 465 000	0,56% 3
	<b>Infrastrukturexpansion, totalt</b>	<b>14 738 916</b>	<b>5,65%</b>
	Eastern Bio Holding AB, lån	2 518 857	0,97% 4
1 139	Eastern Bio Holding AB	859 651	0,33% 2
494 273 416	Hydro OGK	10 676 306	4,09% 1
25 000	Kuzbass Fuel Company	500 000	0,19% 1
107 812 491	Kuzbassrazrezugol	8 032 031	3,08% 1
2 618 241	Kyrgyzenergo	168 688	0,06% 1
7 139 701	SystemSeparation AB	934 003	0,36% 2
	<b>Rysk energiomstrukturering, totalt</b>	<b>23 689 536</b>	<b>9,08%</b>

### Vostok Naftas portfölj per 31 mars 2009

# Tremånadersrapport avseende perioden 1 januari 2009–31 mars 2009

Antal aktier	Företag	Marknadsvärde, USD	Andel av portföljen
1 765 000	Agrowill	0	0,00% 1
30 888 704	Black Earth Farming	66 224 319	25,38% 2
272 106	Dakor	3 182 251	1,22% 1
	<b>Jordbruk, totalt</b>	<b>69 406 570</b>	<b>26,60%</b>
17 000	RSC Energia	1 190 000	0,46% 1
23 035 197	RusForest Ltd	24 024 646	9,21% 2
	RusForest Ltd, lån	23 899 552	9,16% 4
5 000 000	TCS/Egidaco obligation 18% 2011	3 311 125	1,27% 1
885 934	TCS/Egidaco Investment Ltd	13 987 059	5,37% 1
	TCS/Egidaco Investment Ltd WTS	1 864 941	0,71% 1
	TCS/Egidaco lån	14 021 449	5,37% 3
547 000	Tisko AB	1 987 710	0,76% 1
1 434 880	Varyag Resources	2 146 481	0,82% 1
50 000	Vosvik AB/Kontakt East Holding	12 786 717	4,90% 2
	Vosvik AB/Kontakt East Holding, lån	944 798	0,36% 4
623 800	Waymore Holding	1 313 645	0,50% 1
	<b>Det som fungerar i väst fungerar också i öst, totalt</b>	<b>101 478 124</b>	<b>38,89%</b>
	Övriga kortfristiga lånefordringar	150 882	0,06% 4
	<b>Övriga kortfristiga lånefordringar, totalt</b>	<b>150 882</b>	<b>0,06%</b>
	<b>Totalt</b>	<b>260 907 544</b>	<b>100,00%</b>

1. Dessa aktier är i balansräkningen upptagna som finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen.
2. Dessa investeringar är i balansräkningen upptagna som investeringar i intressebolag.
3. Dessa investeringar är i balansräkningen upptagna som långfristiga lånefordringar.
4. Dessa investeringar är i balansräkningen upptagna som kortfristiga lånefordringar.

(TUSD)	1 jan 2009– 31 mar 2009	1 jan 2008– 31 mar 2008
<b>Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen</b>	<b>-20 535</b>	<b>86 321</b>
Resultat från investeringar i intresseföretag	-11 242	70 454
Resultat från lånefordringar	-4 554	1 231
Utdelningsintäkter	3 978	3 273
Övriga rörelseintäkter	258	15
<b>Totala rörelseintäkter</b>	<b>-32 095</b>	<b>161 294</b>
<b>Rörelsens kostnader</b>	<b>-1 746</b>	<b>-1 501</b>
Rysk kupongskattkostnad på utdelningsintäkter	-597	-95
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-34 438</b>	<b>159 698</b>
<b>Finansiella intäkter och kostnader</b>		
Ränteintäkter	83	533
Räntekostnader	-1 740	-713
Valutakursvinster/-förluster, netto	-2 620	553
Övriga finansiella kostnader	-18	-41
<b>Totala finansiella intäkter och kostnader</b>	<b>-4 295</b>	<b>332</b>
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-38 733</b>	<b>160 030</b>
<b>Skatt</b>	<b>11</b>	<b>729</b>
<b>Periodens resultat</b>	<b>-38 722</b>	<b>160 759</b>
<b>Resultat per aktie (USD)</b>	<b>-0,53</b>	<b>3,49</b>
<b>Resultat per aktie efter utspädning (USD)</b>	<b>-0,53</b>	<b>3,48</b>
<b>Rapport över totalresultat för koncernen</b>		
<b>Periodens resultat</b>	<b>-38 722</b>	<b>160 759</b>
Periodens övriga totalresultat		
Valutaomräkningsdifferenser	29	107
<b>Totalt övrigt totalresultat för perioden</b>	<b>29</b>	<b>107</b>
<b>Totalt totalresultat för perioden</b>	<b>-38 693</b>	<b>160 866</b>
<b>Totalt totalresultat för perioden hänförligt till</b>		
Moderföretagets aktieägare	-38 693	160 866
Minoritet	-	-

(TUSD)	31 mar 2009	31 dec 2008
<b>ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR</b>		
<b>Materiella anläggningstillgångar</b>		
Kontorsinventarier	429	510
<b>Totala materiella anläggningstillgångar</b>	<b>429</b>	<b>510</b>
<b>Finansiella anläggningstillgångar</b>		
Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	113 078	134 180
Investeringar i intresseföretag	104 829	115 296
Lånefordringar	15 486	17 384
Uppskjuten skatt	16	14
<b>Totala finansiella anläggningstillgångar</b>	<b>233 409</b>	<b>266 874</b>
<b>OMSÄTTNINGSTILLGÅNGAR</b>		
Likvida medel	25 263	29 198
Lånefordringar	27 514	27 847
Fordringar på närstående	206	60
Obetalda aktieaffärer	1 195	-
Skattefordringar	139	129
Övriga kortfristiga fordringar	2 733	2 538
<b>Totala omsättningstillgångar</b>	<b>57 050</b>	<b>59 772</b>
<b>TOTALA TILLGÅNGAR</b>	<b>290 888</b>	<b>327 156</b>
<b>EGET KAPITAL (inklusive periodens resultat)</b>	<b>275 479</b>	<b>247 893</b>
<b>LÅNGFRISTIGA SKULDER</b>		
Uppskjuten skatteskuld	19	19
<b>Totala långfristiga skulder</b>	<b>19</b>	<b>19</b>
<b>KORTFRISTIGA SKULDER</b>		
<b>Räntebärande kortfristiga skulder</b>		
Upplåning	14 010	77 887
<b>Icke räntebärande kortfristiga skulder</b>		
Skatteskuld	498	498
Obetalda aktietransaktioner	185	-
Övriga kortfristiga skulder	195	171
Upplupna kostnader	502	688
<b>Totala kortfristiga skulder</b>	<b>15 390</b>	<b>79 244</b>
<b>TOTALT EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>290 888</b>	<b>327 156</b>

# Resultaträkningar – koncernen

# Balansräkningar – koncernen

(TUSD)	Aktie- kapital	Övrigt tillskjutet kapital	Balanserat resultat	Totalt
<b>Eget kapital per 1 januari 2008</b>	<b>46 021</b>	<b>146 476</b>	<b>611 457</b>	<b>803 954</b>
<b>Totalt totalresultat för perioden</b>				
<b>1 januari 2008–31 mars 2008</b>	-	-	160 866	160 866
<b>Personaloptionsprogram:</b>				
<b>- värde på anställdas tjänstgöring</b>	-	97	-	97
	-	97	-	97
<b>Eget kapital per 31 mars 2008</b>	<b>46 021</b>	<b>146 573</b>	<b>772 323</b>	<b>964 917</b>
<b>Eget kapital per 1 januari 2009</b>	<b>46 021</b>	<b>146 884</b>	<b>54 988</b>	<b>247 893</b>
<b>Totalt totalresultat för perioden</b>				
<b>1 januari 2009–31 mars 2009</b>	-	-	-38 693	-38 693
<b>Erhållet från nyemission, netto efter transaktionskostnader</b>	46 021	20 180	-	66 201
<b>Personaloptionsprogram:</b>				
<b>- värde på anställdas tjänstgöring</b>	-	78	-	78
	46 021	20 258	-	66 279
<b>Eget kapital per 31 mars 2009</b>	<b>92 042</b>	<b>167 142</b>	<b>16 295</b>	<b>275 479</b>

(TUSD)	1 jan 2009– 31 mar 2009	1 jan 2008– 31 mar 2008	1 jan 2008– 31 dec 2008
<b>KASSAFLÖDE FRÅN ÅRETS VERKSAMHET</b>			
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-38 733</b>	<b>160 030</b>	<b>-557 344</b>
<b>Justering för:</b>			
<b>Ränteintäkter</b>	<b>-83</b>	<b>-533</b>	<b>-2 072</b>
<b>Räntekostnader</b>	<b>1 740</b>	<b>713</b>	<b>6 823</b>
<b>Valutakursvinster/-förluster</b>	<b>2 620</b>	<b>-553</b>	<b>1 511</b>
<b>Avskrivningar</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>136</b>
<b>Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen</b>	<b>20 535</b>	<b>-86 321</b>	<b>363 261</b>
<b>Resultat från investeringar i intresseföretag</b>	<b>11 242</b>	<b>-70 454</b>	<b>180 563</b>
<b>Resultat från lånefordringar</b>	<b>4 554</b>	<b>-1 231</b>	<b>7 093</b>
<b>Utdelningsintäkter</b>	<b>-3 978</b>	<b>-3 273</b>	<b>-9 646</b>
<b>Övriga icke-kassaflödespåverkande poster</b>	<b>433</b>	<b>-891</b>	<b>2 509</b>
<b>Förändringar i kortfristiga fordringar</b>	<b>-1 353</b>	<b>-6 072</b>	<b>2 214</b>
<b>Förändringar i kortfristiga skulder</b>	<b>60</b>	<b>20 241</b>	<b>-2 493</b>
<b>Kassaflöde från/ använt i verksamheten</b>	<b>-2 923</b>	<b>11 703</b>	<b>-7 444</b>
<b>Investeringar i finansiella tillgångar</b>	<b>-2 825</b>	<b>-89 575</b>	<b>-350 516</b>
<b>Försäljning av finansiella tillgångar</b>	<b>2 292</b>	<b>105 330</b>	<b>370 471</b>
<b>Ökning av lånefordringar</b>	<b>-2 023</b>	<b>-12 462</b>	<b>-42 219</b>
<b>Erhållen utdelning</b>	<b>3 381</b>	<b>3 178</b>	<b>8 265</b>
<b>Erhållna räntor</b>	<b>83</b>	<b>1 657</b>	<b>4 942</b>
<b>Betalda räntor</b>	<b>-1 094</b>	<b>-881</b>	<b>-6 073</b>
<b>Betald skatt</b>	<b>-1</b>	<b>-120</b>	<b>-33</b>
<b>Totalt kassaflöde använt i/från årets verksamhet</b>	<b>-3 110</b>	<b>18 830</b>	<b>-22 607</b>
<b>KASSAFLÖDE ANVÄNT FÖR INVESTERINGAR</b>			
<b>Investeringar i kontorsinventarier</b>	<b>-3</b>	<b>-9</b>	<b>-146</b>
<b>Försäljning av kontorsinventarier</b>	<b>28</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Totalt kassaflöde från/ använt för investeringar</b>	<b>25</b>	<b>-9</b>	<b>-146</b>
<b>KASSAFLÖDE FRÅN FINANSIERINGS- VERKSAMHETEN</b>			
<b>Erhållet från upplåning</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>128 119</b>
<b>Återbetalning av upplåning</b>	<b>-63 850</b>	<b>-</b>	<b>-102 000</b>
<b>Erhållet från nyemission</b>	<b>66 201</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Totalt kassaflöde från finansierings- verksamheten</b>	<b>2 351</b>	<b>-</b>	<b>26 119</b>
<b>Förändring av likvida medel</b>	<b>-734</b>	<b>18 821</b>	<b>3 366</b>
<b>Likvida medel vid periodens början</b>	<b>29 198</b>	<b>27 528</b>	<b>27 528</b>
<b>Kursdifferens i likvida medel</b>	<b>-3 201</b>	<b>213</b>	<b>-1 696</b>
<b>Likvida medel vid periodens slut</b>	<b>25 263</b>	<b>46 562</b>	<b>29 198</b>

# Förändringar i eget kapital – koncernen

# Kassaflödesanalys – koncernen

	2009	2008
Räntabilitet på sysselsatt kapital, % (01)	-12,24	17,28
Soliditet, % (02)	94,70	75,77
Eget kapital/aktie, USD (03)	2,99	5,39
Resultat/aktie, USD (04)	-0,53	3,49
Resultat/aktie efter full utspädning, USD (05)	-0,53	3,48
Substansvärde/aktie, USD (06)	2,99	5,39
Vägt genomsnittligt antal aktier för perioden	73 426 606	46 020 901
Vägt genomsnittligt antal aktier för perioden efter full utspädning	73 426 606	46 119 859
Antal aktier vid periodens slut	92 041 802	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.

(TUSD)	1 jan 2009– 31 mar 2009	1 jan 2008– 31 mar 2008
Rörelsens kostnader	-774	-863
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-774</b>	<b>-863</b>
<b>Finansiella intäkter och kostnader</b>		
Ränteintäkter	4 621	3 467
Räntekostnader	-1 319	-
Valutakursvinster/-förluster, netto	-1 052	-58
Övriga finansiella kostnader	-1	-
<b>Totala finansiella intäkter och kostnader</b>	<b>2 249</b>	<b>3 409</b>
<b>Periodens resultat</b>	<b>1 475</b>	<b>2 546</b>
<b>Resultat per aktie (USD)</b>	<b>0,02</b>	<b>0,06</b>
<b>Resultat per aktie efter utspädning (USD)</b>	<b>0,02</b>	<b>0,06</b>



(TUSD)	31 mar 2009	31 dec 2008
<b>ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR</b>		
<i>Finansiella anläggningstillgångar</i>		
Aktier i dotterbolag	102 253	102 253
Lån till koncernföretag	214 073	175 550
<b>Totala finansiella anläggningstillgångar</b>	<b>316 326</b>	<b>277 803</b>
<b>OMSÄTTNINGSTILLGÅNGAR</b>		
Kassa och bank	14 155	3
Fordringar på närstående	-	49
Övriga kortfristiga fordringar	323	280
<b>Totala omsättningstillgångar</b>	<b>14 478</b>	<b>332</b>
<b>TOTALA TILLGÅNGAR</b>	<b>330 804</b>	<b>278 135</b>
<b>EGET KAPITAL (inklusive periodens resultat)</b>	<b>316 000</b>	<b>248 246</b>
<b>KORTFRISTIGA SKULDER</b>		
<i>Räntebärande kortfristiga skulder</i>		
Upplåning	14 010	27 790
<i>Icke räntebärande kortfristiga skulder</i>		
Skulder till koncernföretag	379	1 480
Övriga skulder	2	2
Upplupna kostnader	413	617
<b>Totala kortfristiga skulder</b>	<b>14 804</b>	<b>29 889</b>
<b>TOTALT EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>330 804</b>	<b>278 135</b>

(TUSD)	Aktie- kapital	Övrigt tillskjutet kapital	Ackumulerat resultat	Totalt
<b>Eget kapital per 1 januari 2008</b>	<b>46 021</b>	<b>146 476</b>	<b>335 177</b>	<b>527 674</b>
Periodens resultat	-	-	2 546	2 546
<b>Summa totalt redovisade intäkter och kostnader</b>				
<b>1 januari 2008–31 mars 2008</b>	-	-	2 546	2 546
<b>Personaloptionsprogram:</b>	-	-	-	-
- värde på anställdas tjänstgöring	-	97	-	97
		97	-	97
<b>Eget kapital per 31 mars 2008</b>	<b>46 021</b>	<b>146 377</b>	<b>337 723</b>	<b>530 317</b>
<b>Eget kapital per 1 januari 2009</b>	<b>46 021</b>	<b>146 884</b>	<b>55 341</b>	<b>248 246</b>
Periodens resultat	-	-	1 475	1 475
<b>Summa totalt redovisade intäkter och kostnader</b>				
<b>1 januari 2009–31 mars 2009</b>	-	-	1 475	1 475
<b>Erhållet från nyemission</b>	<b>46 021</b>	<b>20 180</b>	-	<b>66 201</b>
<b>Personaloptionsprogram:</b>				
- värde på anställdas tjänstgöring	-	78	-	78
	46 021	20 256	-	66 279
<b>Eget kapital per 31 mars 2009</b>	<b>92 042</b>	<b>167 142</b>	<b>56 816</b>	<b>316 000</b>

## Balansräkning – moderbolaget

## 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 2008, med undantag som beskrivs nedan.

#### Nya redovisningsprinciper 2009

Omarbetade IAS 1 Utformning av finansiella rapporter tillämpas från den 1 januari 2009. Ändringarna har påverkat koncernens redovisning retroaktivt från den 31 december 2007. Ändringarna medför bland annat att intäkter och kostnader som tidigare redovisats direkt i eget kapital numera redovisas i en separat rapport direkt efter resultatrapporten samt en ny uppställning över förändringar i eget kapital för koncernen.

Från och med den 1 januari 2009 ersätts IAS 14 »Segmentsrapportering« med IFRS 8, »Rörelsesegment«, Den nya standarden kräver att segmentinformationen presenteras utifrån ledningens perspektiv, vilket innebär att den presenteras på det sätt som används i den interna rapporteringen. Vostok Nafta kommer att rapportera sin verksamhet i två segment:

- **Portfolio Investments:** vilket är Koncernens investeringar i intresseföretag och finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen.
- **Venture Capital Investments:** vilket kommer att omfatta investeringar i rörelse drivande företag i vilka Koncernen äger mer än 50 procent av rösterna.

### Not 2 Nyemission samt återbetalning av lån

I februari 2009 slutförde Vostok Nafta en nyemission, i vilken 46 020 901 aktier emitterades mot en likvid av 12 SEK per aktie. Netto efter transaktionskostnader inbringade emissionen 66,20 MUSD. Efter nyemissionen återbetalade Företaget 15,25 MUSD av utestående lån. Efter periodens utgång har också den utestående kortfristiga obligationen om 10 miljoner EUR återbetalats. Per den 31 mars 2009 uppgick koncernens upplåning, vilken i sin helhet är hänförlig till det kortfristiga obligationslånet, till ett belopp om 14,01 MUSD.

### Not 3 Ställda panter

Per den 31 december 2008 var panter ställda som säkerhet för banklån om 50,0 MUSD. De ställda panterna utgjordes av aktieinnehavet i Vosvik AB, samt alla tillgångar som hölls i depå hos Deutsche Bank och HQ Bank. Under perioden har Koncernen återbetalat utestående bankupplåning, varefter de pantsatta tillgångarna återlämnats till Koncernen.

Varken Koncernen eller Företaget hade några ansvarsförbindelser per den 31 mars 2009 eller per den 31 december 2008.

### Not 4 Närstående transaktioner

Under perioden har Vostok Nafta varit involverat i följande närstående transaktioner:

- Utgifter för gemensamma tjänster har fakturerats till Vostok Gas Sverige AB för ett belopp om 131 TUSD (62). Fakturan var per den 31 mars 2009 ännu obetald.
- Utgifter för Investor relations-tjänster har fakturerats Black Earth Farming Ltd med ett belopp om 25 TUSD (-). Fakturan var per den 31 mars 2009 ännu obetald.
- Per den 31 december 2008 hade Koncernen ett lån utestående till Eastern Bio Holding AB till ett belopp om 1 279 TUSD (10 060 TSEK). Under perioden har Koncernen tillhandahållit företaget lån med ytterligare 10 MSEK. Ränteutgifter från lånen har redovisats i resultaträkningen med 88 TUSD. Per den 31 mars 2009 uppgick lånen till Eastern Bio Holding AB till ett belopp om 2 519 TSEK.
- Per den 31 december 2008 uppgick kortfristiga lånefordringar på företag i RusForest-koncernen till ett belopp om 27,71 MUSD (806,97 MRUB). Ett förslag att tillskjuta dessa fordringar (tillsammans med de 23,035,197 aktier som Vostok Nafta innehar i RusForest Ltd) till Varyag Resources i utbyte mot 8 537 640 nyemitterade aktier i Varyag är föremål för beslut vid en extraordinarie bolagstämma i Varyag den 25 maj 2009. Paul Leander-Engström - styrelseledamot i Vostok Nafta – är aktieägare i Varyag Resources.
- Upplåning: per den 31 december 2008 hade Koncernen ett lån om 13,75 MUSD utestående från en grupp långivare som innefattade Simba Investments Ltd, Zebra Holdings Ltd, Paul Leander-Engström och Ture Invest AB. Största aktieägare i Simba Investments Ltd. är Lorito Holdings (Guernsey) Ltd och Zebra Holdings Ltd. Sistnämnda två bolag ägs bägge av en stiftelse vars förmånsstagare är Adolf H. Lundins dödsbo, i vilket Bolagets styrelseordförande Lukas H. Lundin och styrelseledamoten Ian H. Lundin ingår. Paul Leander-Engström är styrelseledamot i Bolaget och delägare och styrelseordförande i Ture Invest AB. Lånet återbetalades i sin helhet i februari 2009.

### Not 5 Händelser efter balansdagen

Den 5 maj 2009 tillkännagav Varyag Resources AB (publ) ett förslag till förvärv av Vostok Naftas intressen i RusForest Ltd-koncernen. Förvärvet betalas genom en apportemission till ett av Vostok Nafta helägt dotterbolag av 8 537 640 aktier i Varyag i utbyte mot 50% av aktierna i RusForest Ltd och fordringar på RusForest Ltd-koncernen som per den 31 december 2008 uppgick till totalt 806,97 MRUB. Apportemissionen är villkorad av att beslut om emissionen fattas vid en extra bolagsstämma som skall hållas i anslutning till årsstämman den 25 maj 2009. Efter slutförandet av förvärvet blir RusForest helägt av Varyag. Vostok Nafta kommer efter affärens genomförande, direkt eller indirekt, att äga 9 703 452 aktier, motsvarande 44,4% av kapital och röster i Varyag.

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

Eftersom dessa länder fortfarande, ekonomiskt sett, befinner sig i en utvecklingsfas påverkas investeringar av ovanligt stora resultatstörningar 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 välgrejade 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 inkompletterat 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 investeringar görs främst i USD, SEK, EUR och RUB. Bolagets räkenskaper upprättas i USD då detta är den funktionella valutan. Detta innebär att valutakursernas fluktuationer kan komma att påverka portföljens substansvärde på olika sätt som inte nödvändigtvis avspeglar realkonsekvenser förändringar i de underliggande tillgångarna.

#### Förvärvs- och avyttringsrisks

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

kan komma att erhålla mindre än det investerade beloppet.

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

Trots att Bolaget anser att det kommer att finnas möjligheter till förmånliga förvärv för Vostok Nafta i framtiden finns det inte någon garanti för att sådana förvärvsmöjligheter någonsin uppstår eller att Bolaget ifall sådana förvärvsmöjligheter uppstod skulle ha tillgängliga resurser för att fullborda sådana förvärv.

#### Redovisningspraxis och annan information

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

#### Bolagsstyrningsrisk

Missbruk av bolagsstyrning är fortfarande ett problem i Ryssland. Minoritetsaktieägare kan bli illa behandlade på olika sätt, bland annat vid försäljning av tillgångar, transferprissättning, utspädning, begränsad tillgång till årsstämmor och begränsning av utomstående investerare att ta plats i styrelser. Vidare är försäljning av tillgångar och transaktioner med närstående vanligt förekommande. Transferprissättning tillämpas allmänt av bolag för värdeöverföring från dotterbolag och utomstående investerare till olika typer av holdingbolag. Det händer att bolag försummar att följa de lagar som reglerar aktiemissioner såsom föranmälan i tillräckligt god tid för utövande av företrädesrätt. Det är även allmänt utbreddt 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, förstärkning, konfiskering av tillgångar och lagstiftningsändringar när det gäller nivån av utländskt ägande. Vidare kan politiska förändringar vara mindre förutsägbara i ett tillväxtland såsom Ryssland än i andra mer utvecklade länder. Sådan instabilitet kan i vissa fall komma att få en negativ inverkan på såväl Bolagets verksamhet som aktiekurs. Sedan Sovjetunionens fall 1991 har den ryska ekonomin från tid till annan uppvisat

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

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

#### Likviditetsrisk

Den ryska marknaden lider från tid till annan av låg likviditet. Detta kännetecknas av hög volatilitet och stor skillnader mellan köp- och säljkurser. Ryska tillgångspriser kan påverkas negativt av bristande likviditet.

#### Kommande rapporttillfällen

Vostok Naftas sexmånadersrapport för perioden 1 januari 2009–30 juni 2009 kommer att publiceras den 19 augusti 2009.

Den 20 maj 2009

Per Brilioth

Verkställande direktör, Vostok Nafta Investment Ltd

Denna rapport har inte varit föremål för granskning av företagets revisorer.

Vostok  
Nafta  
Investment  
Ltd

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

**Vostok Nafta Sverige AB**  
Hovslagargatan 5  
SE-111 48 Stockholm  
Sweden  
Phone +46 8 545 015 50  
Fax +46 8 545 015 54

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