

**Vostok
Nafta
Investment
Ltd**

Årsredovisning

2007



Vostok Nafta Investment Ltd

Årsredovisning 2007

Månatlig substansvärdesberäkning

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

Finansiell information för räkenskapsåret 2008

Företaget kommer att publicera följande rapporter:

Delårsrapport för första kvartalet: 21 maj 2008

Delårsrapport för första halvåret: 20 augusti 2008

Delårsrapport för de första nio månaderna:

19 november 2008

Bokslutskommuniké: 11 februari 2009

Distribuering av årsredovisningen: april 2009

Årsstämma 2008: 14 maj 2008

Årsstämma 2009: maj 2009

Årsredovisning 2007

| | |
|----|--|
| 04 | ”Om tio år kommer vi vara lyckliga” – Ryssland under det kommande decenniet |
| 11 | VD-ord |
| 14 | Vostok Naftas aktieportfölj |
| 18 | Black Earth Farming |
| 22 | Fallstudie: Utsikterna för europeisk biodiesel |
| 31 | TNK-BP |
| 32 | Kontakt East Holding |
| 35 | Övriga innehav |
| 47 | Vostok Nafta-aktien |
| 50 | Företagsinformation |
| 52 | Flerårsöversikt |
| 54 | Styrelse, koncernledning och revisorer |
| 56 | Förvaltningsberättelse |
| 59 | Resultaträkning – koncernen |
| 60 | Balansräkning – koncernen |
| 61 | Förändringar i eget kapital – koncernen |
| 62 | Kassaflödesanalys – koncernen |
| 63 | Finansiella nyckeltal – koncernen |
| 64 | Resultaträkning – moderbolaget |
| 65 | Balansräkning – moderbolaget |
| 66 | Förändringar i eget kapital – moderbolaget |
| 67 | Noter till bokslutet |
| 87 | Revisionsberättelse |
| 88 | Bolagsstyrningsrapport |
| 94 | Styrelsens rapport om intern kontroll avseende finansiell rapportering |
| 96 | Förkortningar och termer som förekommer i årsredovisningen |

Innehåll

Innehåll

Vostok Nafta har varit en aktiv investerare i Ryssland och dess grannländer i över ett decennium. Faktum är att vår historia går tillbaka till början av 1995 – när vår grundare Adolf H Lundin köpte sina första aktier på den då nyfödda aktiemarknaden i Moskva och därigenom planterade fröet till vad som något mer än ett år senare kom att bli Vostok Nafta. Under åren som har gått sedan vårt bolags bildande har vi sett hur Ryssland transformerat sig självt på ett flertal sätt.

Vår förra årsredovisning innehöll en text i vilken Christopher Granville använde sig av backspegeln för att blicka tillbaka på de tio år som passerat sedan Vostok Nafta blev ett publikt noterat bolag. Så, vi vet nu alla vad som ligger bakom oss – och vilka oöverträffade värden som skapats i Ryssland, och för Vostok Naftas aktieägare, under det senaste decenniet. Vi vet att dagens Ryssland på många sätt är en helt väsensskild varelse jämfört med det Ryssland vi upplevde under mitten av 1990-talet, och vi är evigt tacksamma för att ha haft den stora förmånen att på nära håll kunna följa de monumentala förändringar som ägt rum inom samtliga delar av det ryska samhället under denna tidsperiod.

Hur viktig historien och de lärdomar vi kan dra från den än må vara är det nu dags att blicka framåt och försöka se hur Ryssland återigen kommer att transformera sig självt under det kommande decenniet. Detta kristallkuleperspektiv kommer helt klart att hjälpa oss skapa vår framtida investeringsstrategi, för att på så sätt säkerställa att Vostok Nafta kan fortsätta att leverera den höga avkastning som våra aktieägare kommit att förvänta sig från oss.

Vid tidpunkten för denna årsredovisnings tillkomst tycks det som om en överraskande stor del av den globala hjorden av förstäsiggpåare springer i samma riktning när de med en röst förkunnar att vi snabbt närmar oss en global ekonomisk nedgång. Så, är detta verkligen sant? Och var kommer Ryssland att finna sin plats i detta ekonomiska pussel?

För att vi bättre ska kunna förstå de utmaningar och möjligheter som Ryssland, och till viss del också resten av världen, står inför under de närmaste tio åren och därefter samlade vi i slutet av mars 2008 tre ledande experter på rysk politik och makroekonomi i Moskva för ett rundabordssamtal.

Dmitri V. Trenin ("DT") är deputy director vid the Carnegie Moscow Center, senior associate vid the Carnegie Endowment och ordförande vid the Moscow Center's

Foreign and Security Policy Program. Han har författat ett flertal publikationer om Ryssland – såsom *The End of Eurasia: Russia on the border of Geopolitics and Globalization* (2002) och *Getting Russia Right* (2007).

Al Breach ("AB") arbetade i Ryssland under 11 år från mitten av 1996, som ekonom och analyschef vid investmentbankerna Brunswick UBS, UBS och Goldman Sachs och, under sin inledande period i Ryssland, vid tankesmedjan RECEP. Han har författat en lång rad rapporter om den ryska ekonomin och är välciterad i många sammanhang.

Christopher Granville ("CG") är managing director för Trusted Sources, en oberoende analysfirma som specialiserar sig på tillväxtmarknaderna. Han har det övergripande ansvaret för bolagets analysprodukt och är samtidigt direkt ansvarig för den ryska analysen – vilken varit hans fokus sedan 1991, först som brittisk diplomat och sedan under tio år som investeringsstrateg för flera Moskva-baserade investmentbanker.

Låt oss inte förlora någon tid när vi nu lyckats samla dessa distingerade herrar för ett utförligt samtal om Rysslands väg framåt, utan låt oss kasta oss rakt in i en diskussion om den pågående fasen i förändringarna inom Kremles ledarskikt – och om vad maktöverlämnandet från Vladimir Putin till Dmitry Medvedev kommer att betyda för framtiden för Rysslands politiska system, samt för utvecklingen inom det ryska samhället under de kommande tio åren.

CG: Vad vi ser nu är hur den ryska eliten samlar sig runt en moderniseringsidé – en idé om hur landet måste sluta sig samman för ta sig vidare från Sovjetunionens kollaps och de svåra umbäranden och vedermödor som följde på den kollapsen och som sedan varade under ett decennium eller något längre. Den huvudsakliga politiska poäng som jag skulle vilja sätta fokus på här är de facto den som går ut på att det ryska politiska systemet är ett system som kan beskrivas som det "Stora Tältet". Detta system skiljer sig från de konventionella arrangemang som har utvecklats under seklernas gång i Väst-europa och Nordamerika, där det finns en lojal opposition och där eliten är uppdelad i klart definierade konfigurationer – traditionellt två, men det kan finnas flera. I detta system är maktskiften, från en konstellation till en annan, garanterade. Det är dock helt klart inte alls samma system som det vi har i Ryssland, där den ledan-

"Om tio år kommer vi vara lyckliga" – Ryssland under det kommande decenniet

"Om tio år kommer vi vara lyckliga" – Ryssland under det kommande decenniet

de eliten – det ”Stora Tältet” – alltid kommer att suga upp de bästa idéerna. Om några av den marginaliserade oppositionens aktörer skulle ha en bra idé, vilket de givetvis kommer att ha, och har idag, skulle den med största sannolikhet stjälas och inkluderas i ett allomfattande politiskt konsensus.

I denna modell läggs en enorm börda på eliten. För att systemet ska fungera måste eliten ha en fantastiskt stark känsla för det samhälleliga, och avstå från den naturliga instinkten att vara girig – och vara villig att applicera en viss självförnekelse inför de oerhörda möjligheter att korrumpas som finns inbyggt i ett sådant system.

Man kan lätt se framför sig ett scenario i vilket regeringens nuvarande popularitet skulle kunna omintetgöras, även om de gör allting rätt – då allmänhetens förväntningar på högre levnadsstandard och realinkomster med största sannolikhet kommer att vara högre ställda än det aktuella utfallet av tillväxten i dessa två faktorer. I takt med att populariteten avtar kommer frestelsen att förändra konstitutionen, och därmed förlora legitimitetens hörnstenar, helt klart att utgöra ett hot mot hela systemet.

Jag är av åsikten att eliten så här långt har visat tecken på en tillräcklig patriotism. Hur girig den än må vara tycks det fortfarande inte som om den är ens i närheten av spektrets ytterligheter – där prioritet nummer ett är att sko sig själv och glömma landet. Mot bakgrund av det ser jag att dessa arrangemang är mer eller mindre förenliga med en lyckosam modernisering av landet.

DT: Skiften i maktapparaten topp är absolut nödvändiga för att detta system ska fungera, och president Putin var en av de få som förstod det från första början. Hans position i frågan var orubblig, trots att han utgjorde en liten minoritet inom eliten och inom hela landet när han gjorde klart att han inte ville stanna onödigt länge på sin post. Det var min första poäng. Nästa sak som slog mig med maktöverlämningsprocessen var den enkelhet med vilken den genomfördes – då konventionell visdom säger att man för att kunna överföra denna typ av makt vid detta vägskäl i historien måste vara redo att se blod flyta – antingen bildligt eller verkligt. Så här långt har det inte skett, och chansen för att det inte heller ska hända är god – istället tycks det som om maktöverlämnandet denna gång faktiskt skulle kunna komma att bli ett fredligt sådant inom det existerande systemet. Det finns dock fortfarande osäkerheter som ligger framför oss, och jag tror att både Putin och Medvedev ser dessa

osäkerheter – likväl som alla andra gör det. En av dessa osäkerheter består i en reell förändring av konstitutionen, då Putin i ett försök att bevara ett system som han uppenbarligen bryr sig om nu ändrar lagens mening – medan han fortfarande håller sig till lagtexten.

Jag skulle vilja använda ordet ”Kungadöme” för att beskriva den nya politiska period vilken tar sin början i och med att Medvedev efterträder Putin. Det här är en period där Putin kommer att spela rollen av den stödjande regenten, någon som stödjer Medvedev under hans start. Jag ser ingen anledning för Putin att försöka försvaga Medvedev eller för honom att hålla Medvedev på mattan – då jag tror att han är genuint intresserad av att Medvedev lyckas. Jag har intrycket av att Medvedev verkligen vill ha sitt nya jobb. Han är inte en politiker, men återigen – detta är inte tiden för konventionella politiker av västerländskt snitt i Ryssland. Medvedev ser helt klart att hans uppdrag som Rysslands näste president är att ta kommandot och leda moderniseringen av landet.

Min tredje poäng är att Putin och Medvedev lever, antingen undermedvetet eller medvetet, efter uttalandena från Pjotr Stolypin från början av det förra seklet, när han sa: ”Ge oss 20 år av lugn och ro”. Om man räknar från dag ett av Putins period i Kreml, som var den 1 januari 2000, och blickar mot strategin fram till år 2020 är det exakt den 20-årsperiod som Stolypin ansåg var absolut nödvändig för 100 år sedan, och som Medvedev och Putin fortfarande anser är absolut nödvändig för att förvandla Ryssland till ett modernt land. Jag tror att de styrs av en mycket stor förståelse för att om inte Ryssland tar fart på allvar, kommer landet troligtvis att gå under. Det enda sätt på vilket man kan hålla samman ett land av Rysslands storlek, Rysslands mångfald och med Ryssland geopolitiska position, insprängt mellan Kina och den muslimska världen, är genom att helt och hållet modernisera det. Detta är sant för såväl den ekonomiska sfären som för den sociala och politiska.

Den avgörande frågan i modellen med det ”Stora Tältet” är hur stort detta tält kommer att vara? Hur lätt kommer det att vara för människor utifrån att få tillträde? Vad är villkoren för ett inträde – och hur mycket mångfald kommer att tolereras och uppmuntras inom tältet. På medellång till lång sikt ser jag hur nya strukturer kommer att dyka upp inom tältet, där några fraktioner bildas och vissa grupper kommer att föra fram olika intressen och idéer.

Jag håller med Christopher när han säger att bördan på eliten är enorm i detta system. Ska jag vara helt ärlig är jag inte säker på att den nuvarande eliten har den kritiska

”Om tio år kommer vi vara lyckliga” – Ryssland under det kommande decenniet

massa av ingredienser som behövs för att hantera dessa bördor. Men Ryssland är ett land som leds av en mycket ung elit, och det kommer att dyka upp nya människor i tältet hela tiden, och i många fall kommer dessa nya människor att vara extremt välutbildade, extremt motiverade och mycket framgångsrika. De kommer att kunna skapa en starkare elit än den som idag styr inifrån tältet.

Mitt näst sista inlägg berör det faktum att nationalismen blir allt mer tydligt framträdande i dagens Ryssland.

Detta återspeglas av det faktum att de personer som leder Ryssland tror på konkurrens, och att många av dem är redo att konkurrera hämningslöst med varandra – eftersom det är så de ser att världen fungerar. De konkurrerar som individer och som företag, men de konkurrerar också på ett nationellt plan, vilket givetvis reflekteras i Rysslands utrikespolitik – något som jag är säker på att vi kommer att få tillfälle att prata mer om längre fram i dagens samtal.

Eliten är mycket viktig inom ett system som det ”Stora Tältet”, men – och detta är min sista poäng i anslutning till detta specifika ämne – det är av absolut avgörande betydelse att denna elit lyckas föra det bredare samhället med sig, huruvida de lyckas skicka signalen till hela samhället att alla båtar kommer att stiga – och att de kommer att stiga ganska högt. Det ryska systemet är ett auktoritärt system, men ett auktoritärt system som har stöd av de styrda. Om Putin och Medvedev är framgångsrika i sina ansträngningar att fästa en allt större betydelse vid den sociala dimensionen kommer regimen att ses som legitim – vilket kommer att ge Ryssland en bättre chans att omvandla och modernisera sig självt.

AB: Vad jag skulle vilja tillägga utöver det som hittills sagts, och detta kan framstå som uppenbart – men jag tror ändå att det är viktigt att nämna, att problemet med modellen med det ”Stora Tältet” är att det är en modell som är stabil, men inte särskilt flexibel. Detta eftersom man måste förhandla inom tältet, där man inte har den genomlysning av de olika faktorerna och grupperna genom vilka debatten kan bli mer öppen, explicit och inkluderande. Man har inte heller ett väl överenskommet valsysteem genom vilket man kan få till stånd en politisk förändring av policyer, vilket är en demokratis verkliga styrka. Denna stabilitet är i sig själv bra på många sätt på kort sikt, då det ger stöd till vad som nu är ett relativt väl fungerande system och ett starkt ekonomiskt momentum. Baksidan av myntet är att ett oflexibelt system kan bli ett verkligt handikapp på längre sikt, när man behöver

göra förändringar som skadar vissa delar av intressegrupperna. En trend mot att välja enklare lösningar skulle därför kunna infinna sig: där eliten istället för att fatta de nödvändiga, svårare besluten skulle kunna välja den enkla vägen, exempelvis genom att dra på sig budgetunderskott på ett eller annat sätt för att kunna bibehålla kortsiktig tillväxt och social stabilitet – eller genom att använda sig av ”administrativa metoder” för att hantera inflationen i landet. Det skulle förstås göra hela systemet mer sårbart för förändringar i den globala ekonomin eller i den sociala dynamiken.

Under de kommande tio åren tycks denna stabila men relativt sköra modell vara användbar för att möta de utmaningar som landet står inför. Men faran är att även om moderniseringen kommer att bli framgångsrik så riskerar hela systemet att bli mer sklerotiskt över tiden.

Som ett resultat kan en större kris infinna sig om ett par decennier eller så – då behovet av ett system med mer flexibilitet, genomlysning och öppenhet gör sig gällande. Utmaningen för Medvedev, Putin med flera består i att gradvis öppna detta system så att det utvecklas till ett mer flexibelt sådant under de kommande decennierna.

Samtidigt som Dmitry Medvedev valdes till president i Ryssland i slutet av mars 2008 fortsatte diskussionen om huruvida Medvedev endast är här för att stanna som president under en fyra år lång valperiod och sedan lämna tillbaka makten till Putin – som då skulle kunna leda Ryssland under ytterligare två valperioder, fram till 2020. Det är dock en diskussion som i stor utsträckning avfärdas av deltagarna vid vårt rundabordsamtal.

DT: Vi vet inte vilken typ av president Medvedev kommer att bli – och det vet inte Putin heller. Jag är säker på att Putin kommer att kliva fram för att axla bördan och rädda systemet om Medvedev av någon anledning skulle misslyckas. I min värld är det dock endast en nödlösning att falla tillbaka på, och inte utgångsscenarioet som Putin har tänkt sig. Jag räknar inte med att Putin kommer tillbaka till Kreml för att ta över efter Medvedev – men han ser helt klart sig själv som en garant för det ryska systemet.

Vår diskussion har så här långt mest kommit att fokusera på frågan om en stabilitet i det nuvarande ekonomiska och samhällliga systemet i Ryssland, samtidigt som den dominerande trenden med avseende på den globala situationen snarare tycks vara

”Om tio år kommer vi vara lyckliga” – Ryssland under det kommande decenniet

den där världen befinner sig i ständig förändring. Vi noterar att länder som inte inser att världen snabbt förändras riskerar att hamna på efterkälken. Frågan är därför om Ryssland kommer att kunna reagera på den ständigt föränderliga världen runt omkring sig medan det ovan nämnda systemet med det "Stora Tältet" fortfarande är på plats?

DT: Jag anser att Putin och Medvedev tillhör två olika historiska eror, och att vi nu befinner oss vid ett vägskäl där två viktiga perioder i Rysslands historia korsar varandra. En era får sitt slut med Putin, medan den andra inleds i samband med att Medvedev tar makten. Jag anser inte att Putin stod för en förändring, hans politik handlade snarare om att stabilisera landet efter en lång period med enorma förändringar. Hans roll i grupperingen med Gorbatjov och Jeltsin var den av en president som kunde konsolidera de viktigaste framgångarna från hans två revolutionära företrädare. Om man tittar på Putins agenda så tog den sitt avstamp i att han ville hålla Ryssland samman – och har sedan dess handlat om att bekämpa separatism, att bekämpa oligarkernas inflytande och kommunisterna, liberalerna och väst. Medvedev måste vara en moderniserande president, eftersom det inte finns någon mer stabilisering att åstadkomma. Allt har redan stabiliserats i Ryssland, och fortsätter man att stabilisera kommer resultatet endast att bli stagnation.

I fortsättningen kommer allt att vara beroende av huruvida de personer som kontrollerar det "Stora Tältet" kommer att kunna dra nytta av den talang som finns i det ryska samhället, om de kommer att kunna exploatera denna talang för "det ryska samhällets bästa" eller inte. Medvedev måste försäkra sig om att det verkligen händer – då stabilisering inte längre är vad den ryska politiken handlar om.

Jag skulle nu vilja lämna över ordet till dig Al Breach. Vi sitter här samtidigt som vi befinner oss mitt uppe i globala kreditproblem som vissa analytiker anser kommer att leda till en mycket bredare kris för världsekonomin. Jag är övertygad om att våra aktieägare skulle vilja veta lite mer om din syn på hur den globala makroekonomiska situationen samt hur den mer rysslandsspecifika situationen kommer att utvecklas under de kommande åren.

AB: Det finns tydliga historiska jämförelser att göra när man tittar på Ryssland idag. "Upphämtningstillväxt" –

definierad som en snabb tillväxt om över sex procent, driven av en kombination av betydande produktivetsförbättringar som ett resultat av att utländsk teknologi importeras, snabb ansamling av kapital och ett skifte från rural till urban arbetskraft har tidigare setts i länder som Japan, Korea, efterkrigstidens Tyskland, Frankrike, Italien med flera och har historiskt sett varat under cirka tre decennier. Kina, Indien, Ryssland och ett relativt stort antal länder ser just nu ut att befinna sig i en sådan period av snabb tillväxt, med åtminstone ett decennium eller mer kvar. Jag anser att detta ger vid hand att vi kommer att se en fortsatt stark BNP-tillväxt, samtidigt som jag ser hur priset på de flesta råvaror kommer att kvarstanna på historiskt höga nivåer.

Visst, det råder inga tvivel om att den nuvarande avmattningen i den amerikanska ekonomin innebär att den globala tillväxtstorn drabbas av motvind – men lägre realräntor i det korta perspektivet, minskade kapitalflöden till USA och de starkare balansräkningarna för länderna inom tillväxtmarknadssfären innebär dock att någon dramatisk kursavvikelse inte kommer att ske. En global recession är möjlig, men den ter sig mycket otrolig från min horisont.

Det ovan nämnda fallet med upphämtningstillväxt, kombinerad med fortsatt undervärderade valutor i Kina, Ryssland och några andra tillväxtmarknadsländer kommer med största sannolikhet att innebära att tillväxtmarknadsblocket fortsätter att öka i betydelse, mätt i deras andel av global BNP. Detta är givetvis viktigt för kapitalmarknaderna, då vi kommer att få se mer kapital flöda in till dessa tillväxtmarknader samtidigt som avkastningen på tillgångsklasser i dessa länder generellt borde vara högre än de i den utvecklade delen av världen. Bolag i de utvecklade länderna som har ett fokus på tillväxtmarknaderna kommer också att bli klara vinnare i detta scenario.

Om vi tittar specifikt på Ryssland så kunde landets utgångspunkt knappast vara bättre. Ryssland har en av de bästa – om inte den bästa – statsbalansräkningarna i världen, landet har ett stort dubbelt överskott med en budget som är i balans för 2008 vid oljepriser om under 50 USD/fat, landet har en acceptabel ekonomisk struktur med relativt öppna marknader och en tämligen kapitalistisk uppbyggnad etc, och det finns ett betydande ekonomiskt momentum som gör det möjligt för denna tillväxt att vara uthållig. Detta, i kombination med framtidsprognosen, betyder att Ryssland är i en utmärkt position för att kunna dra nytta av det decennium som ligger framför oss.

"Om tio år kommer vi vara lyckliga" – Ryssland under det kommande decenniet

Förutom en världsomspännande avmattning är den största risken för Ryssland under den period vi har framför oss att regeringen skjuter landet i foten, genom en felaktig ekonomisk politik. Ryssland har just nu ett starkt ekonomiskt momentum, men det kan snabbt gå förlorat i ett sådant scenario. Skulle vi få se allt mer av statsdominerande policyer och/eller policyer riktade mot utländskt inflytande kan det komma att förorsaka ett förtroenderas som i sin tur leder till att detta momentum evaporerar. Om det skulle inträffa samtidigt som oljepriserna faller skulle konsekvenserna kunna komma att märkas snabbare än vad som generellt antagits. Detta scenario ter sig dock inte särskilt troligt – då regeringen i allmänhet framstår så som varande pragmatisk och hårdhudad när det kommer till det ekonomiska området. Men ju längre oljepriserna håller sig kvar på dagens historiskt höga nivåer, desto enklare blir det att uppnå ekonomisk tillväxt – och därmed blir också risken större för att allvarliga felaktigheter begås inom det ekonomiska policyområdet.

Ryssland har en ekonomi som är mycket beroende av landets råvarusektor, vad är egentligen statusen när det gäller den sedan länge diskuterade diversifieringen av den ryska ekonomin – kommer detta att vara ett dominerande tema under det kommande decenniet?

CG: Jag tror att det är viktigt att påpeka att man inte ska ignorera sina egna huvudsakliga styrkeområden. Tanken om att det inte är bra nog för ett land att producera olja och mineraler från marken är ganska skev enligt mitt sett att se på detta. Råvarusektorerna är de facto beroende av mycket avancerade teknologier och ett oerhört know-how. Den moderna världen handlar inte bara om människor som tillverkar avancerad utrustning.

AB: Ska man vara ärlig så har faktiskt de åtgärder som redan vidtagits för att skapa en diversifiering inom den ryska ekonomin, och som framför allt består av en hög beskattning av olje- och gassektorn för att man på så sätt ska kunna leverera budgetstabilitet som i sin tur leder till inhemsk tillväxt i form av en ökad efterfrågan på bilar, banktjänster, telekommunikation etc. – hittills varit mycket framgångsrika. Jag håller dock helt och hållet med Christopher: att Ryssland har denna otroliga resurs bestående av olja och gas vid en tid då energipriserna skjuter i höjden, och att då samtidigt kämpa med att uppnå en procentig ökning av oljeproduktionen

(de senaste siffrorna visar till och med att den sjunker) – det är helt klart en bortkastad möjlighet för Ryssland. Det är intressant att dra lärdom från Rysslands metall- och gruvindustri, där vi har sett hur bolag som är verkligt konkurrenskraftiga på den globala arenan växt fram. Diversifiering är bra om den inträffar, och den kommer att inträffa i Ryssland, men man ska låta ekonomin fokusera på det den är bra på och på de områden inom vilka det finns en komparativ fördel. Detta är förstås något som vi alla känner till, men av någon märklig anledning tycks det lätt falla i glömska.

DT: Politik kan helt klart störa det ekonomiska tänkandet. Vad är det som driver den ryska moderniseringen? Det handlar i dagsläget i alla fall inte om att bli en effektiv global spelare för sakens skull, utan om att återföra Ryssland till kategorin stormakter. Och det är det som oroar mig – att Ryssland kommer att låta politiken störa det ekonomiskt sunda resonemanget på alltför många sätt, bara för att kunna bevisa att landet fortfarande är en supermakt med nationella jätteföretag som kan mäta sig med de andra storspelarna i affärsvärlden.

Vi har hittills pratat en hel del om de stora företagen, men hur ser det egentligen ut för de små företagen – finns det inte en risk att dessa inte kommer att tillåtas att växa och blomma ut i ett Ryssland där det tycks så viktigt att skapa nationella jätteföretag?

CG: Som Dmitri så elegant uttryckte det så är det den moderniserande eliten som måste föra resten av samhället med sig framåt. Och i de flesta framgångsrika ekonomier är det de små företagen som skapar arbetstillfällen och utgör drivkraften för en betydande tillväxt, med den där påföljande framväxten av en blomstrande medelklass. De små företagens tillväxt är därför extremt viktig för att Ryssland ska kunna bli ett rikare land – och för att en hälsosam medelklass ska kunna etablera sig över hela landet. Detta är också av mycket stort intresse för investerarkollektivet, då det finns oerhörda möjligheter att generera vinster och tillväxt inom denna sektor – och då särskilt när det gäller den onoterade private equity-delen.

Det är på det sättet som ett samhälle kan föras framåt, och det sätt på vilket medelklassen kan växa fram och börja utnyttja av sina rättigheter och kräva mer än att bara vara konsumenter – utan också att få sin röst hörd och i slutändan även erövra sina politiska rättigheter.

”Om tio år kommer vi vara lyckliga” – Ryssland under det kommande decenniet

AB: Jag tror att bilden på det här området är mycket ljusare än den som allmänt målas upp i den västerländska pressen. Det finns uppenbara bevis på att de små företagen växer, och att de växer snabbt. Vi har sett en snabb tillväxt i antalet små bolag, och i deras storlek. Och detta trots att det finns problem som dålig administration och korruption. Vi måste dock komma ihåg att det tar tid för de stora liberaliseringsbesluten – alla de strukturella reformer som genomfördes under 1990-talet och under Putins första mandatperiod – att bära frukt. I Storbritannien har vi sett hur de strukturella förändringar som genomfördes under Thatchers tid vid makten burit frukt under 1990-talet och 2000-talet. Det är mot den bakgrunden som jag ser ett betydande momentum inom detta område framöver, och som jag ser att finns många anledningar att vara optimistisk. Det är inte bara inom den icke naturresurs-relaterade sektorn som denna utveckling har betydelse: Det skulle vara fantastiskt om vi också kunde få se hur medelstora råvarubolag fick växa sig starka utan att de togs över av deras större konkurrenter. Det finns ett betydande utrymme här för mindre företag att genomföra de projekt som existerar under radarn och är för små för att Gazprom eller något av de större bolagen ska vilja tas sig an dem. Produktivitetsökningar kommer oftare från de små företagen än från de större, och tillväxten för de små och medelstora bolagen inom denna sektor är helt klart ett sätt för Ryssland att fortsätta att öka sin totala produktion på råvarusidan.

DT: På samma sätt som Putins grepp inte sträckte sig särskilt långt från Moskva kommer inte heller Medvedevs att göra det. Frågan är förstås därför hur de mer än 80 "mini-Kreml" som finns runt Ryssland kommer att reagera på de förändringar som sker. Några av dessa regionala regeringar kommer ofrånkomligen att visa prov på en mer framåtblickande attityd till företagssektorn än andra.

Jag skulle vilja komma tillbaka till det "förändringens år" som vi befinner oss mitt uppe i när det gäller den ryska toppolitiken. När Medvedev nu tar över efter Putins åtta år vid makten, vad är det då han måste åstadkomma för att han ska kunna stanna kvar vid makten under mer än en mandatperiod? Vad kommer han att bedömas efter, och hur kan han försäkra sig om att Ryssland verkligen reformeras – istället för att falla ner i ett farligt tillstånd av stagnation?

DT: Jag hoppas att Medvedev kommer att bedömas mot bakgrund av hur lyckosam han är när det gäller att implementera några av de "slogans" som han presenterat. Han talar om domstolsväsendets oberoende – vilket är vad människor förväntar sig att höra från en utbildad jurist. Skulle domstolsväsendet om fyra år vara i samma skick som det är idag kommer det ryska folket inte att anse att han har lyckats. Han kommer också att bedömas efter hur öppet hans system och hans presidentskap är – hur långt förbi de ständigt uppdykande aktörerna det kommer att sträcka sig. Hur välkommande kommer hans administration vara mot de som erbjuder nya idéer och nytt tänkande? Det finns just nu ett stort antal människor som ser början på en ny era i landet – människor som inte tidigare haft något med regeringen och Kreml att göra, men som nu vill vara med. De här människorna gör inte detta för pengar, utan för att hjälpa till för landets bästa. Det finns en oerhört stor goodwilltillgång som Medvedev kommer att kunna dra nytta av. Men han måste agera ganska snabbt för att mobilisera det nödvändiga stödet. Om han får detta stöd och om hans administration ses som en framåtblickande sådan, då kommer han att ha överbryggat det gap som existerade under Putins tid – gapet mellan Kreml och den utbildade och framgångsrika del av det ryska folket som inte utgjorde en del av Putins system.

AB: Putin stabiliserade Ryssland och såg till att landet uppnådde en fantastisk fiskal och finansiell ställning. Han påbörjade också arbetet med att skapa de nödvändiga institutionerna för att kunna fördela detta välstånd över hela landet. Vad som nu behöver hända under Medvedevs första mandatperiod är att moderniseringen verkligen äger rum – och med detta menar jag infrastrukturprojekt så som stora vägprojekt, stora järnvägsprojekt och modernisering av flygplatser etc. Det är något som man helt klart kan se fram emot som något som med största sannolikhet kommer att utgöra en tillväxtmotor i det korta perspektivet – liksom ett viktigt tema för investerarkollektivet. Det finns många anledningar att vara optimistisk, men den utveckling som beskrivits ovan är givetvis inte utan administrativa utmaningar.

Som beskrivits ovan är den ryska ekonomin fortfarande i stor utsträckning beroende av råvarusektorerna, Med ett oljepris som nu parkerat sig kring nivån 100 USD/fat, finns det någon reell risk för att en situation uppstår där nya, gröna alternativ dyker

"Om tio år kommer vi vara lyckliga" – Ryssland under det kommande decenniet

upp och där Ryssland därför kommer att få se sig omsprunget av andra aktörer?

AB: Den uppenbara risken för den ryska ekonomin, och en av få anledningar jag kan se till varför den inte skulle kunna fortsätta att växa med höga ensiffriga tal under de närmaste åren (det tycks idag troligt att det är den tillväxttakt som vi kommer att få se) – är en global ekonomisk sättning som skulle få råvarupriserna att falla kraftigt, en händelse som i sådana fall snabbt skulle märkas i den ryska ekonomin. Jag är personligen inte oroad över en global sättning, och efterfrågan på råvaror från världens tillväxtmarknader uppvisar knappast några tecken på att vika. Då Ryssland har drivit en sådan konservativ budgetpolitik och samlat på sig enorma reserver har landet en betydande eldkraft för att kunna motverka externa svagheter med hjälp av dessa pengar. Så, för att summera denna diskussion vill jag säga att jag anser att den risk som beskrivits ovan i allmänhet har överdrivits. Skulle Ryssland komma att stå som förlorare på grund av betydande framsteg för de gröna teknologier som kan innebära att oljan och gasens roll i världen plötsligt blir mindre viktig. Jag tror att det är en verklig risk i det längre perspektivet, på 20 års sikt eller så. Ju längre oljepriset ligger på dagens nivåer, ju starkare kommer trenden mot användandet av alternativa bränslen att vara. Jag ser dock ingen anledning till att vi ska oroa oss över det under de närmaste tio åren.

Hur påverkar den ofta alltför negativa bild av Ryssland som målas upp i västmedier landets ekonomi, och är bristen på förtroende något som Ryssland har anledning att oroa sig för?

AB: I ett finansiellt nötskal kan man säga att Rysslands situation idag helt och hållet handlar om tillväxt och att satsa pengar på olika typer av projekt – stora och små såväl som mycket långsiktiga sådana. Frågan om förtroende är därför av yttersta vikt, som investerare måste du ha förtroende för att du verkligen kommer att kunna skörda frukterna av de pengar du investerat. Den dåliga publicitet som Ryssland får, oavsett om den är berättigad eller inte – och jag tror att det är en kombination – är viktig, eftersom den utan tvekan i det långa loppet påverkar människors vilja att investera pengar i Ryssland.

DT: De ryska myndigheterna har ännu inte på allvar tänkt igenom anledningarna till den skeptiska attityd som de

ställs inför i väst. Faktum är förstås att Ryssland har en bedrövlig pr-strategi. Ett klassiskt exempel på hur man kan underminera sin egen position genom att inte fästa någon uppmärksamhet vid den internationella opinionen var effekterna av gaskrisen mellan Ryssland och Ukraina i början av 2006 – som skapade en helt onödig och självförvållad skada. Ryssland tog steget in i en verklig utrikespolitisk policykatastrof genom att utan förbehåll strunta i den allmänna opinionen.

Det framstår tydligt för oss alla att Ryssland ser sig självt som en av världens supermakter – vilket från tid till annan lett till konflikter med såväl väst som med Rysslands grannländer. Hur kan vi förvänta oss att Rysslands utrikespolitik förändras under de kommande tio åren? Hur kommer bilden av Ryssland i världen och hur Ryssland ser på sig självt att förändras?

DT: Jag tror att Ryssland hittat en uthållig situation i det att man är ensam samtidigt som man är en moderniserande och integrerande stormakt. Jag förväntar mig inte att den situationen kommer att förändras. Det kommer att vara mycket viktigt huruvida balansen mellan nationalism och integration i Rysslands utrikespolitik består eller ej. På den politiska arenan ser jag mycket konkurrens framöver, med större delen av världen – särskilt med Europa och USA. För mig framstår detta dock inte som ett särskilt dåligt scenario. Jag föreställer mig Rysslands relationer med resten av världen som ett förhållande mellan obundna medlemmar som har vissa intressen som kolliderar med varandra, och vissa gemensamma intressen.

Så, hur kommer Ryssland att se ut om tio år?

CG: Jag hörde när president Putin skämtade vid ett möte med the World Economic Forum här i Moskva år 2002. Han blev tillfrågad av någon hur han såg Ryssland om tio år. Hans svar var minnesvärt – på samma gång retande och ironiskt medan det ändå avslöjade allvaret i hans ambitioner för landet. Han sa: "Jag tror att om tio år kommer vi vara lyckliga".

"Om tio år kommer vi vara lyckliga" – Ryssland under det kommande decenniet

Under 2007 separerades den stora Gazprom-positionen från den övriga portföljen genom uppdelningen av "gamla" Vostok Nafta Investment Ltd i Vostok Gas Ltd och "nya" Vostok Nafta Investment Ltd.

De aktieägare som så önskade fick därmed möjlighet att erhålla bättre exponering mot den icke-Gazprom-relaterade delen av portföljen genom det "nya" Vostok Nafta än vad som var möjligt med det tidigare upplägg.

Affärsidén kvarstår dock – nämligen att uppnå en hög avkastning för våra aktieägare genom huvudsakligen portföljinvesteringar i aktier i Ryssland och dess grannländer.

Vi kan genomföra investeringar i såväl noterade som onoterade bolag. Sedan vårt bildande har vi kunnat skapat tillräckliga värden inom den publikt noterade delen av vår aktieportfölj, även om skiljelinjen mellan noterade och onoterade bolag ofta varit suddig på grund av en bristfällig ägarstyrningsstandard, för att vi ska ha kunnat ha huvuddelen av portföljen placerad i noterade aktier.

Vi har dock hela tiden varit noga med att inte äga bolag där vi inte kan tillföra något värde, vilket innebär att vi inte har suttit på aktier som såväl institutioner som privatpersoner själva kan äga. Under de senaste åren har den publika ryska aktiemarknaden utvecklats väsentligt med avseende på såväl kvalitet som djup, vilket i sin tur har lett till högre värderingar – och därmed gjort det allt svårare att uppnå den avkastningsnivå som vi tror att våra aktieägare kommit att förvänta sig från oss.

Sökandet efter en högre avkastning har lett till att vi investerat i ett allt större antal onoterade bolag inom segmentet "private equity". Den pipeline av affärer som vi för närvarande analyserar består i en högre utsträckning än tidigare av situationer som ännu inte är noterade. Den fundamentala process genom vilken vi utför vårt investeringsarbete tar ofta sin början i en mycket stark tematisk övertygelse, från vilken vi försöker genomföra aktieinvesteringar som ger en hög avkastning. Våra två favoritteman, vilka vi också delar med de övriga bolagen inom "The Lundin Group of Companies", är dels det tema som innebär att vi tror på ett oljepris som fortsätter att stiga med tiden – samt det tema som handlar om tron på en lång "supercykel" för metallråvarorna. Oljepristemat var ett tema som i mycket stor utsträckning dominerade portföljen för tio år sedan, och det är fortfarande ett

tema som vi tror starkt på – men nuförtiden får vi kämpa lite för att finna tillgångar som passar in i vår investeringsportfölj inom denna sektor. Detta beror framför allt på den starka koncentrationen av regionens oljetillgångar till ett fåtal stora och dominerande aktörer. Bilden för metallråvarorna är en annan, och här finns större utrymme för oss att finna intressanta investeringar – särskilt inom den halvpublika världen och bland de mindre bolagen.

De övriga tre makroteman som vi investerar i enligt med är mer "Vostokspecifika": rysk energiomstrukturering, rysk infrastrukturexpansion och "Det som fungerar i väst fungerar också i öst".

Rysk energiomstrukturering är givetvis ett tema som är centralt så som varande den främsta värdeskaparen för Gazprom, i och med avregleringen av det ryska gaspriset och den fullständiga liberaliseringen av Rysslands energimarknad. Detta driver inte bara gaspriset, utan också priset på energikol samt elpriset i Ryssland. Vi föredrar att få vår exponering mot detta tema genom att investera i bolag som producerar energikol, men vi är också ägare i bolag verksamma inom vattenkraft och uranbrytning.

Alla investerar just nu i ny kapacitet i Ryssland: inhemsk industri, utländska bolag, fastighetsföretag och, sist men inte minst – den ryska staten, som just tillkännagivit ett enormt program för att uppgradera landets transportnätverk. Som investerare i Ryssland vill man givetvis ha en exponering mot denna del av den växande ryska ekonomin. Vostok Nafta får den exponeringen genom våra investeringar i flera cementbolag, och i ett bolag som tillverkar betongblandare.

Slutligen temat med det långa och, vilket jag medger, något skruvade namnet "Det som fungerar i väst fungerar också i öst". Detta är en något omodern beskrivning, och kanske är "rysk normalisering" en bättre beskrivning av vår iver att investera i ledningsgrupper som har västerländsk erfarenhet och som byggts upp kring affärsmodeller som ännu inte nått sin topposition i Ryssland. Här finner vi sektorer och affärsområden där vi har mindre tidigare erfarenhet än inom olje- och gruvsektorerna. Vad som då händer i vår investeringsprocess är helt enkelt att tröskelnivån för den avkastning vi kräver av våra investeringar stiger – och om investeringen lever upp till denna högre tröskelnivå kommer vi att genomföra den.

Jordbruk, media, gula sidorna, konsumentfinansie-

VD-ord

VD-ord

ring – för att nämna några omåden... en potentiellt hög avkastning är den gemensamma nämnaren för dem alla. Vi har sett en viss omsättning i portföljen under den andra halvan av 2007, och vi förväntar oss att detta ska fortsätta även framöver. Några av de makroekonomiska teman som ligger oss varmt om hjärtat har fått mer uppmärksamhet än andra, vilket har lett till att en del av våra investeringar nu nått en korrekt värdering. Denna omsättning i portföljen, i kombination med att vi tar vårt bolags belåning till den nivå om mellan 15 och 20 procent som vi normalt haft i Vostok Nafta, kommer att bidra till finansieringen av de nya investeringar som vi förväntar oss att genomföra under 2008.

Tillräckligt har skrivits om effekterna på den globala ekonomin från subprime-krisen i USA för att det inte ska vara nödvändigt att ha någon mer omfattande diskussion kring ämnet i denna rapport. Kommer krisen att leda till en långsammare amerikansk tillväxt, och kanske till och med en negativ tillväxt under de kommande kvartalen? Svaret på den frågan är ja. Kommer den att leda till en kollaps för den globala efterfrågan? Nej, troligtvis inte. Den på senaste tiden så avfärdade teorin om den ekonomiska affärscykeln tycks åter vara aktuell, och vi går nu mot en svagare period, vilket kommer att drabba de typiskt cykliska sektorerna, som upplevt ett antal mycket goda år. Med risk för att vara inkonsekvent ser vi dock inte någon risk för en längre avmattning, om ens någon, när det gäller priset på många av råvarorna – inklusive olja, koppar och zink. Den fortsatt höga prisnivån är en effekt av utbudsproblem, problem som till viss del tas i tu med i och med att investeringar i ny produktionskapacitet kommer till stånd – även om dessa investeringar ännu inte har bidragit till någon reell ökning av produktionen. Efterfrågan på olja behöver inte bara kvarstå på dagens nivå, utan de facto minskas för att de existerande utbudskällorna ska kunna möta det behov som föreligger.

Mot denna bakgrund ser vi att Ryssland väl kommer att kunna stå emot den kommande ekonomiska avmattningen. En kortsiktig försvagning av råvarupri- serna, exempelvis om priset på olja faller till nivåer om mellan 65 och 70 USD/fat i en momentumdriven nedgång där man kortsiktigt försöker diskontera en veritabel kollaps i efterfrågan, skulle kunna få som effekt att Rysslands BNP-tillväxt faller till nivåer kring 5 procent – från dagens 8 procent. En sådan utveckling

skulle faktiskt kunna ha en positiv effekt på den svår- vunna kampen mot inflationen i landet. Ett flertal år med en BNP-tillväxt om mellan 7 och 8 procent har fört med sig tecken på en överhettning – vilket framför allt syns på inflationen, som uppgick till 12,6 procent i årstakt under januari 2008.

Det inhemska sparandet i Ryssland, särskilt det offentliga, är också tillräckligt högt för att det ska kunna verka som en dämpande faktor på den trista utvecklingen kring världens utvecklade marknader på kort till medellång sikt.

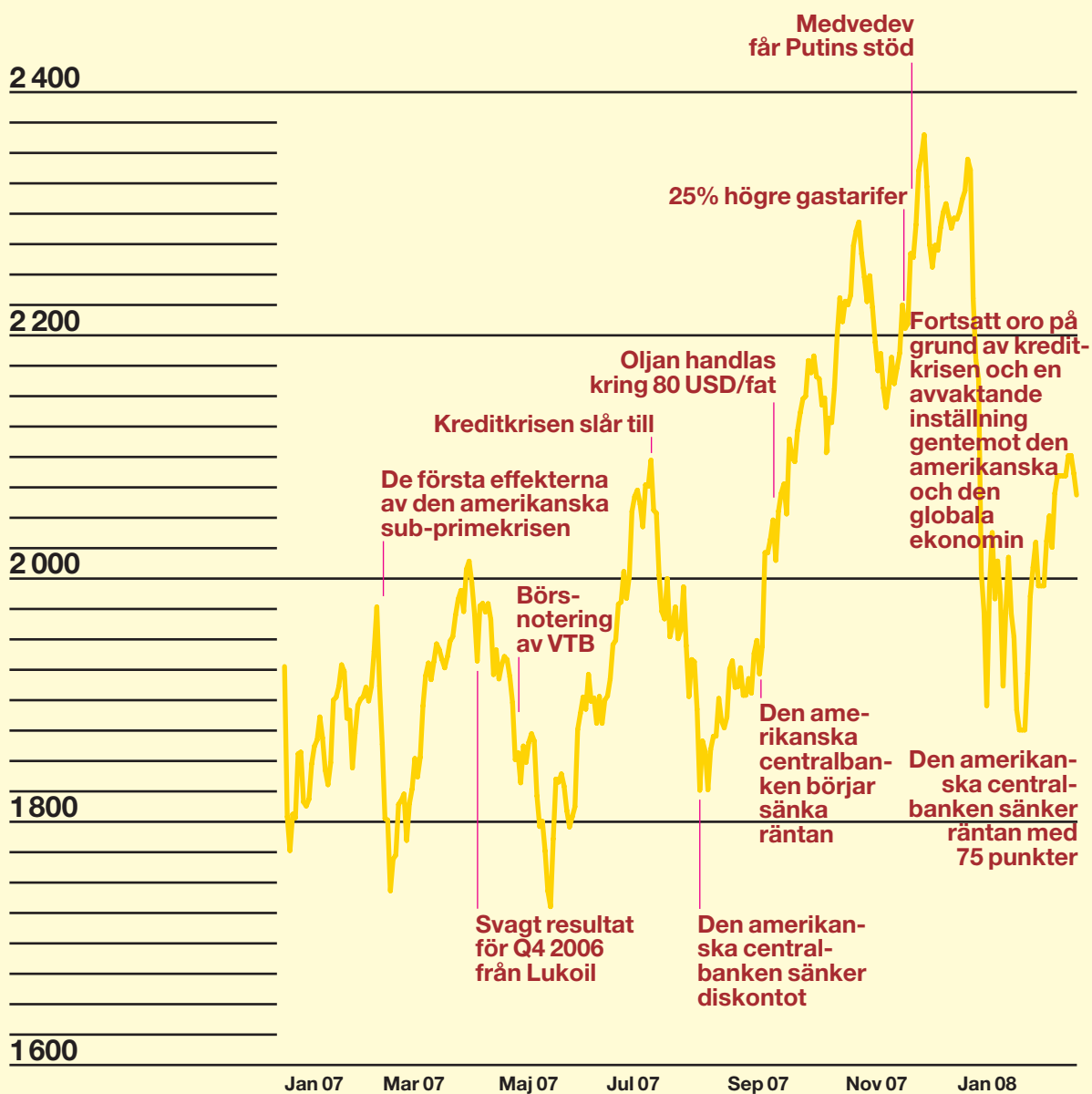
Generellt sett leder en högre inflation till att margina- lerna för råvaruexportörerna krymper, vilket innebär att man som investerare måste göra en mer selektiv urgallring för att hitta vinnarna inom dessa sektorer. Bolag som har ett inhemskt fokus, inte bara på kost- nader utan också på intäkter, kommer uppenbarligen att stå som vinnare i relativa termer.

Ytterligare en tydligt framträdande effekt av den allt hetare makroekonomiska situationen i Ryssland är rubelns tilltagande styrka. Rysslands centralbanks ovilja att använda en starkt valuta som ett inflations- bekämpande hjälpmedel har sin bakgrund i omtanken om de inhemska industriernas konkurrenskraft. Med en ny rysk president utsedd i mars 2008 kan vi eventuellt förvänta oss mer dramatiska åtgärder kring den stärkta rubeln, kanske också i kombination med åter- upptagna ansträngningar för att genomföra fortsatta strukturella reformer.

Vi ser fram emot resten av 2008 och de nästföljande åren. Vi har den pipeline av affärer, den finansiella kapacitet och den personalstyrka som behövs för att vi ska kunna leva upp till våra aktieägares höga för- väntningar. Adolf Lundins gamla målsättning att göra investeringar som skulle kunna "trefaldigas i värde på två år" är något som vi fortfarande i högsta grad lever efter.

Per Brilioth
Verkställande direktör

VD-ord



RTS-indexutveckling, januari 2007–februari 2008

Koncernens substansvärde uppgick till 803,95 MUSD den 31 december 2007, motsvarande 17,47 USD per aktie. Givet en växelkurs SEK/USD om 6,4683 var motsvarande värden 5 200,22 miljoner svenska kronor (MSEK) respektive 113,00 SEK.

Under perioden 1 januari 2007–31 december 2007 ökade substansvärdet per aktie i USD med 108,72% (exklusive effekt av emissionslikvid: +51,29%). Under samma period ökade RTS-index med 19,23% mätt i USD.

Under 2007 har positiva värdeförändringar i aktieinnehaven, tillsammans med nya investeringar som finansierats med likvid från nyemission samt belåning, resulterat i ett högre portföljvärde, 822,39 MUSD jämfört med 387,18 MUSD vid slutet av föregående år.

Under 2007 uppgick nettoinvesteringar i finansiella

tillgångar till 151,86 MUSD. Större investeringar under året var tillskottet av aktier i Kuzbassrazrezugol, köpet av ca en halv procents ägarandel i Alrosa, samt en ökad exponering mot den ryska kraftsektorn genom köp av aktier i ett antal vattenkraftverk; Dagestan Genco, Volshkaya GES, Zeiskaya GES och Sayano Sushenskaya GES.

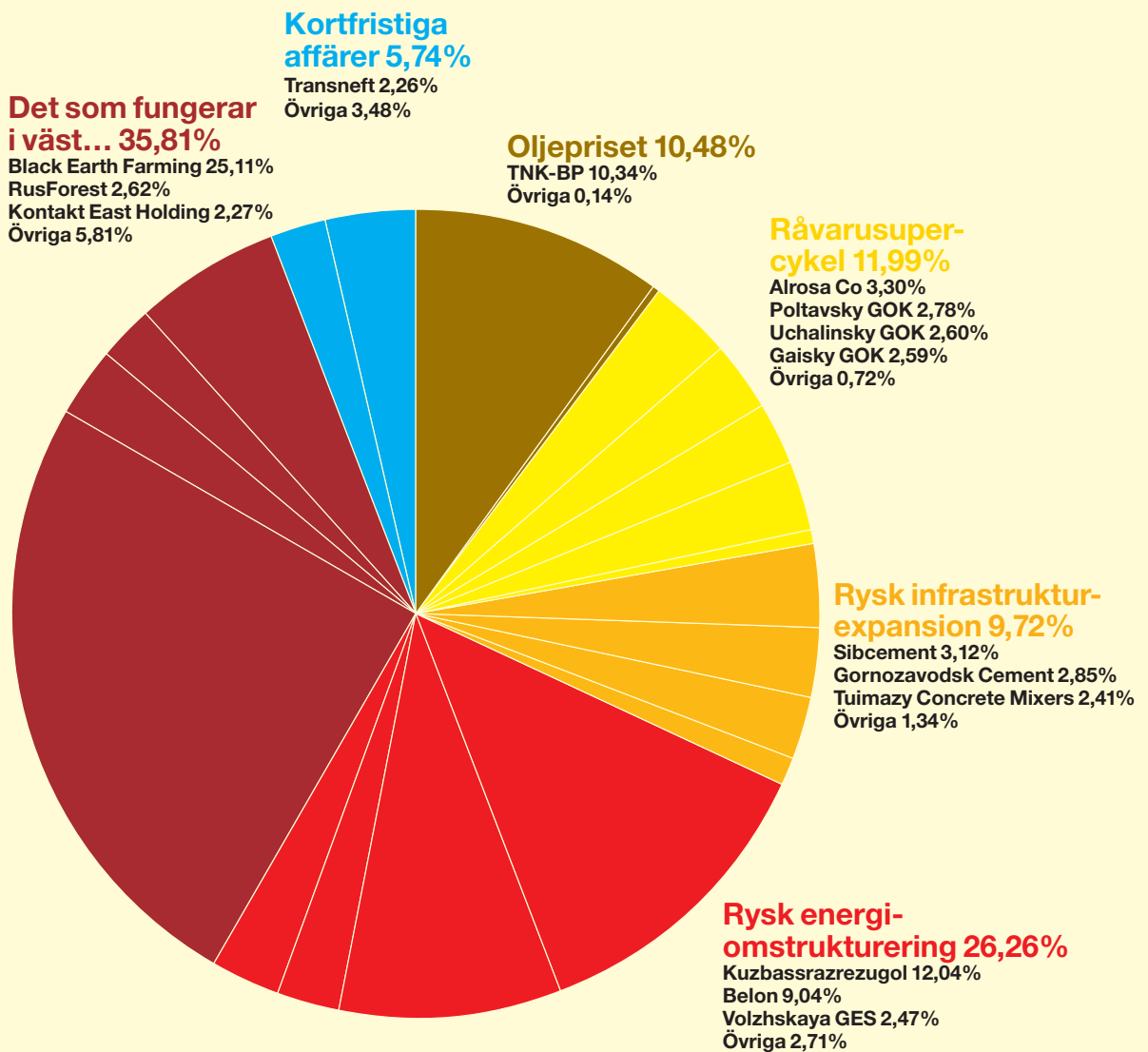
Större försäljningar under året utgjordes av exit i Raspadskaya, Rosneft, Mechel samt Luganskteplovoz. Vostok Naftas största investering per den 31 december 2007 var Black Earth Farming med en andel av 25,11 % av portföljvärdet. Övriga stora innehav var Kuzbassrazrezugol (12,04%) och TNK BP Holding pref (10,34%).

Vostok Naftas aktieportfölj

Vostok Naftas aktieportfölj

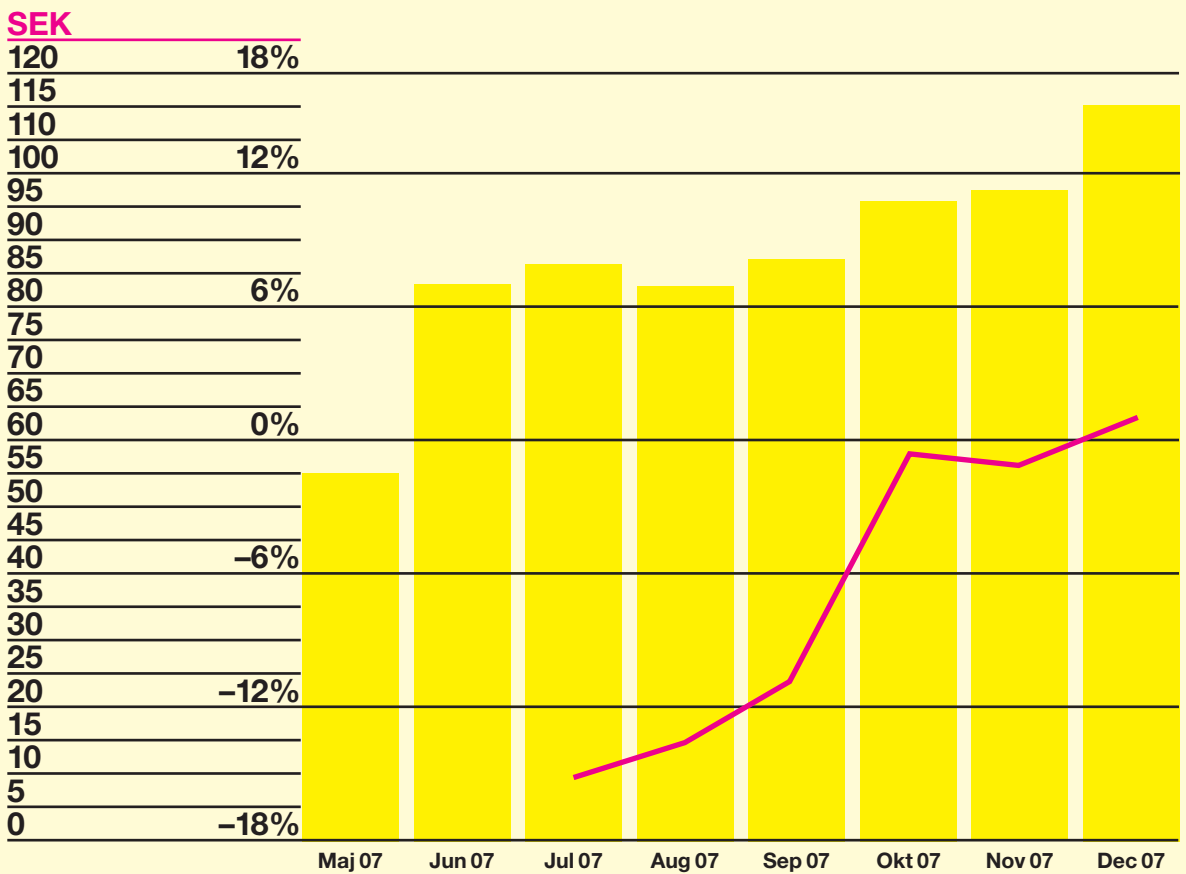
| Antal aktier | Bolag | Marknads-kurs, USD | Marknads-värde, USD | Andel av portföljen | Procent av utestående aktier |
|------------------------------------|-------------------------------------|--------------------|---------------------|---------------------|------------------------------|
| Oljepriset | | | | | |
| 233 250 | Caspian Services Inc, | 3,25 | 758 063 | 0,09% | 0,46% |
| 5 789 903 | Kherson Oil Refinery | 0,05 | 283 705 | 0,03% | 4,40% |
| 2 025 | Orsk Refinery stam | 35,00 | 70 875 | 0,01% | 0,06% |
| 538 | Orsk Refinery pref | 29,70 | 15 979 | 0,00% | 0,05% |
| 45 468 616 | TNK-BP Holding pref | 1,87 | 85 026 312 | 10,34% | 10,10% |
| 100 000 | Yakutgazprom | 0,15 | 15 000 | 0,00% | 0,01% |
| | Oljepriset, totalt | | 86 169 934 | 10,48% | |
| Råvarusupercykel | | | | | |
| 966 | Alrosa Co Ltd | 28 000,00 | 27 048 000 | 3,30% | 0,48% |
| 31 274 | Gaisky GOK | 680,00 | 21 266 320 | 2,59% | 5,06% |
| 1 516 055 | Poltavsky GOK GDR | 15,06 | 22 831 788 | 2,78% | 1,08% |
| 9 000 | Priargunsky Industrial stam | 515,00 | 4 635 000 | 0,56% | 0,53% |
| 1 200 | Priargunsky Industrial pref | 320,00 | 384 000 | 0,05% | 0,29% |
| 275 000 | Shalkiya Zinc | 4,00 | 1 100 000 | 0,13% | 0,49% |
| 1 124 045 | Uchalinsky GOK | 19,00 | 21 356 855 | 2,60% | 2,95% |
| | Råvarusupercykel, totalt | | 98 621 963 | 11,99% | |
| Rysk infrastrukturexpansion | | | | | |
| 39 000 | Gornozavodsk Cement | 600,00 | 23 400 000 | 2,85% | 5,03% |
| 1 600 000 | Kamkabel | 5,07 | 8 112 000 | 0,99% | 4,12% |
| 151 000 | Sibcement | 170,00 | 25 670 000 | 3,12% | 0,50% |
| 1 200 000 | Tuimazy Concrete Mixers | 16,50 | 19 800 000 | 2,41% | 14,60% |
| | Volga - Nash Dom lån | | 2 930 000 | 0,36% | |
| | Rysk infrastrukturexpansion, totalt | | 79 912 000 | 9,72% | |
| Rysk energiomstrukturering | | | | | |
| 929 700 | Belon | 80,00 | 74 376 000 | 9,04% | 8,08% |
| 72 500 000 | Dagestan Regional | 0,19 | 13 775 000 | 1,67% | 1,38% |
| 231 434 053 | Kuzbassrazrezugol | 0,43 | 99 053 775 | 12,04% | 3,79% |
| 2 618 241 | Kyrgyzenergo | 0,06 | 168 688 | 0,02% | 0,27% |
| 300 000 | Sayano Shushenskaya GES | 1,80 | 540 000 | 0,07% | 0,02% |
| 6 167 161 | Systemseparation | 0,25 | 1 523 289 | 0,19% | 20,54% |
| 20 903 442 | Volzhskaya GES | 0,97 | 20 276 339 | 2,47% | 0,71% |
| 12 570 000 | Zeiskaya GES Pref | 0,50 | 6 285 000 | 0,76% | 5,54% |
| | Rysk energiomstrukturering, totalt | | 215 998 091 | 26,26% | |
| Det som fungerar i väst... | | | | | |
| 161 952 | Armada | 20,50 | 3 320 016 | 0,40% | 1,35% |
| 26 715 404 | Black Earth Farming Ltd | 7,73 | 206 510 073 | 25,11% | 21,47% |
| 272 107 | Dakor | 26,76 | 7 282 400 | 0,89% | 4,79% |
| 375 000 | Kemerovo Azot | 37,25 | 13 968 750 | 1,70% | 5,51% |
| 2 940 000 | Kontakt East Holding AB | 4,30 | 12 636 120 | 1,54% | 31,77% |
| 1 470 000 | Kontakt East Holding AB BTA | 4,10 | 6 022 443 | 0,73% | 31,77% |
| 11 004 813 | RusForest Ltd | | 21 521 056 | 2,62% | 50,00% |
| 2 000 000 | Sistema | 1,64 | 3 280 000 | 0,40% | 0,02% |
| | Tinkoff Credit System lån | | 6 207 844 | 0,75% | |
| | Tinkoff Credit System WTS | | 2 000 000 | 0,24% | |
| 523 800 | Waymore Holding (TKS) | 22,38 | 11 720 549 | 1,43% | 5,82% |
| | Det som fungerar i väst..., totalt | | 294 469 251 | 35,81% | |
| Kortfristiga affärer | | | | | |
| 1 000 000 | Bashneft pref | 10,75 | 10 750 000 | 1,31% | 2,89% |
| 488 000 | Gazprom Neft ADR | 21,00 | 10 248 000 | 1,25% | 0,05% |
| 27 800 | Tatneft ADR | 120,00 | 3 336 000 | 0,41% | 0,03% |
| 1 200 000 | Tatneft pref | 3,60 | 4 320 000 | 0,53% | 0,81% |
| 9 378 | Transneft pref | 1 980,00 | 18 568 440 | 2,26% | 0,60% |
| | Kortfristiga affärer, totalt | | 47 222 440 | 5,74% | |
| | Totalt | | 822 393 679 | 100,00% | |

Vostok Naftas portfölj per den 31 december 2007



Investeringsmakroteman

Vostok Naftas investeringsportfölj
per den 31 december 2007



Substansvärde (NAV) och premie/rabatt Vostok Nafta

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

Black Earth Farming Limited (BEF) var ett av de första utländska finansierade företagen att göra betydande investeringar i rysk jordbruksmark. BEF har tack vare sin tidiga etablering uppnått en stark marknadsposition i regionerna Kursk, Tambov, Lipetsk, Samara, Voronezh och Ryazan i Ryssland. För närvarande kontrollerar BEF över 300 000 hektar av den mycket bördiga jordbruksmarken i svarta jorden-regionen, en ökning med cirka 178 000 hektar sedan början av 2007. Mark under direkt ägande uppgår till 67 200 hektar, medan 16 400 hektar är mark som är föremål för långtidsarrenden.

Under jordbruksåret 2005–2006 genomförde BEF sin första skörd, omfattande cirka 5 900 hektar och totalt 9 000 ton spannmål, företrädesvis korn. Under 2007 har dessa siffror växt till cirka 53 000 hektar och en säljbar skörd överstigande 100 000 ton. De årligen växande skördarna visar på ett tydligt resultat av BEF:s åtgärder för att kontinuerligt och snabbt göra bolagets befintliga jordbruksmark effektivt skördningsbar efter årtal av underutveckling. BEF fokuserar främst på produktion av fem olika grödor: vete, raps, majs, solrosor och korn. För att uppnå högre produktivitet och långsiktig operativ effektivitet utnyttjar BEF planerat växelbruk av jorden, vilket maximerar jordmånens potential och användandet av bolagets maskinpark, samtidigt som hänsyn tas till regionala klimatskillnader. Växelbruk gynnar jordmånerna och förbättrar skörden, samt minimerar behovet av kemiska gödnings- och bekämpningsmedel. Effektivt bruk av jorden är en av BEF:s kommunicerade intäktssdrivande aktiviteter. Bolaget har sammanställt en lista med sex faktorer som kommer att spela en betydande roll för tillväxten av dess framtida intäkter. Dessa sex faktorer är: 1) val av gröda, med utgångspunkt från rådande och förväntade marknadspriser, för att öka lönsamheten i samspel med andra produktionsfaktorer, 2) utvidgning av den besädda markarealen, 3) ökning av avkastningen från jorden genom effektivt jordbruk, 4) förbättringar av skördens kvalitet, vilket bidrar till en pris-premium, främst genom tillgången på bra frö, 5) försäljningstidpunkt – genom att använda lagringshissar (BEF förvärvade nyligen sin första) kan skörden lagras under längre perioder, vilket ger bolaget möjligheten att sälja sin skörd vid tidpunkter med lägre utbud och högre priser. Den sista faktorn, det allmänna prisläget på marknaden, är helt och hållet en extern faktor som

BEF ej kan påverka, utan den beror istället på de regionala och lokala utbuds- och efterfrågebalanserna. I december 2007 introducerades BEF framgångsrikt på OMX First North i Stockholm, i ett erbjudande som övertecknades flera gånger. Genom introduktionen tillfördes BEF 1 920 miljoner SEK (brutto) då 38 400 000 svenska depåbevis utgavs (inklusive över-tilldelingsoptionen). I samband med handelslistningen av bolagets aktier noterades BEF:s obligationer på OMX Nordic Exchange.

Det kapital som nu tagits in kommer att användas för att fortsätta förvärven av jordbruksmark och för att utveckla BEF:s jordbruksrörelse. BEF har dock gått in i ett nytt skede av mer begränsade och noga utvalda förvärv av jordbruksmark – där bolaget framförallt koncentrerar sig på att köpa mark som ligger i anslutning till befintliga tillgångar. Denna närhet är viktig i syfte att skapa logistiska fördelar och andra synergier. Samtidigt investerar BEF betydande summor i moderna maskiner och utrustning, i kombination med investeringar i andra operativa förbättringar – som noggrann jordanalys och utbildning av den lokala arbetsstyrkan i modern jordbruksteknik.

Slutligen kan nämnas att BEF för närvarande fokuserar mer på att förbättra sina produktionskostnader och marginaler än att utöka sitt markinnehav. Under 2008 planerar BEF att utöka markinnehavet med cirka 60 000 hektar, men viktigare är att bolaget ämnar effektivisera produktionen och öka bruttomarginalen från 27 procent 2007 till över 40 procent.

Black Earth Farming

Black Earth Farming

USD/ha

50 000

40 000

30 000

20 000

10 000

0

Black Earth Farming

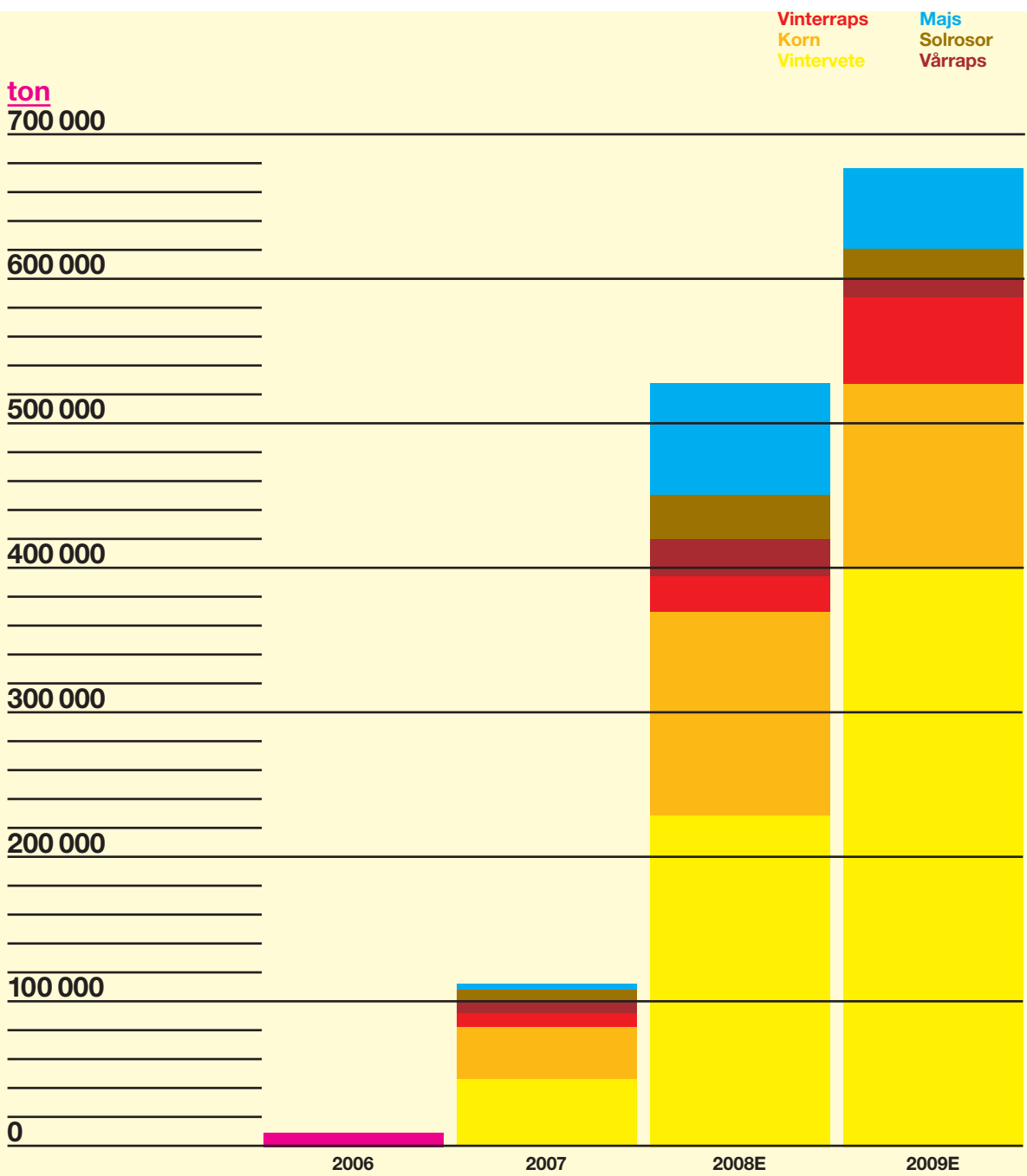
Argentina

Östra USA

Västeuropa

Priser för jordbruksmark, USD per hektar

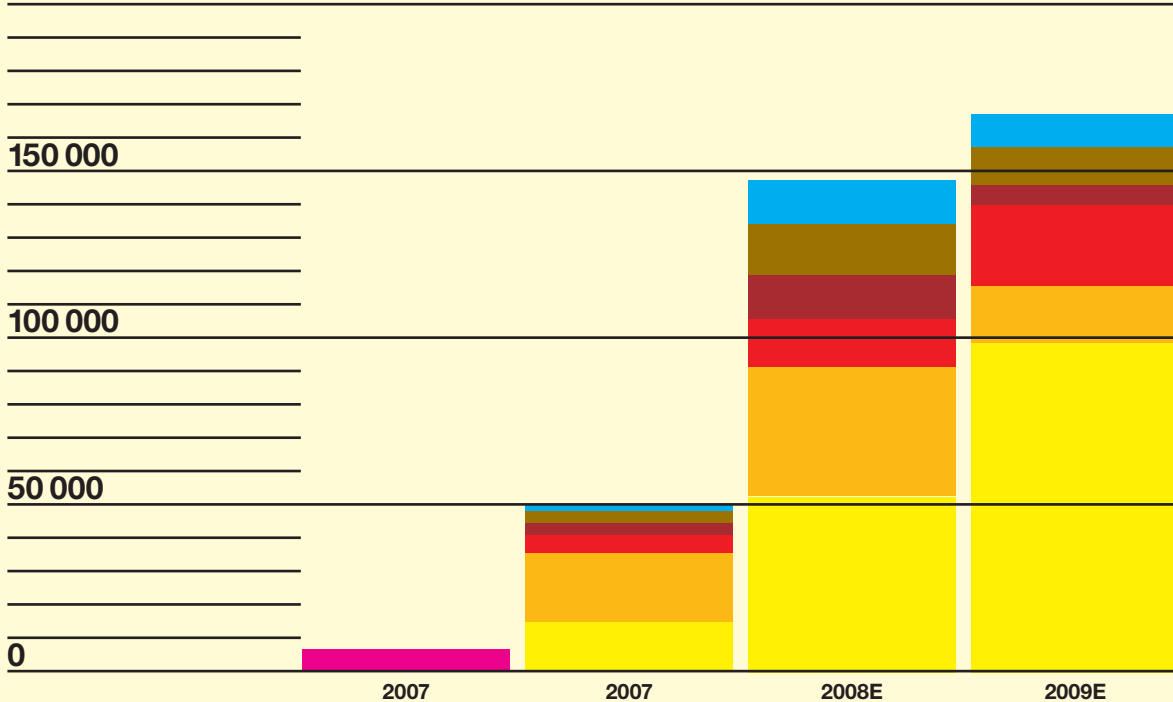
Källor:
United States Department of Agriculture,
Land Values and Cash Rents 2006,
Federal Statistical Office Germany 2006,
Eurostat 2005 och Cresud 2006



Black Earth Farming skördade ton för utvalda grödor

Vinterraps
Korn
Vintervete
Majs
Solrosor
Vårrens

hektar
200 000



Black Earth Farming skördade hektar för utvalda grödor

EU:s biobränsledirektiv

Som en del i en omfattande policy med syfte att bekämpa klimatförändringar har den europeiska kommissionen föreslagit att andelen biobränsle som används inom transportsektorn ska ökas från den nuvarande nivån kring 2 procent till 10 procent fram till år 2020, och detta fastslogs också av EU:s ledare vid det europeiska rådets möte i mars 2007. Detta beslut fattades i syfte att minska Europas beroende av olja och reducera utsläppen av växthusgaser.

EU:s tidigare biobränsledirektiv hade ett frivilligt mål om en biobränsleandel om 5,75 procent i den totala transportbränslemixen år 2010. Det nya målet om en 10-procentig andel är bindande, dock villkorat av att produktionen av biobränsle är uthållig – kanske som ett resultat av att ”den andra generationens” biobränslen blir ett kommersiellt gångbart alternativ.

Villkoret för det nya målet för 2020 är kopplat till den ökande oron för att spridningen av de idag tillgängliga ”första generationens” biobränslen leder till ett alltför stort uppåtriktat tryck på matpriserna. Detta som ett resultat av att de idag tillgängliga teknologierna för framställande av biodiesel och bioetanol använder sig av jordbruksgrödor (så som majs, sockerbetor, palmolja och raps) och att detta inte sker på ett särskilt effektivt sätt när endast 15 procent av biomassan tas tillvara.

Den europeiska kommissionen har föreslagit en preliminär plan för hur andelen biobränsle i transportbränslemixen ska öka (se figur Fallstudie I). Några av medlemsländerna, exempelvis Tyskland och Österrike, har dock beslutat sig för att anta en plan som åstadkommer detta under en kortare tid. Det slutgiltiga målet om en biobränsleandel om 10 procent kvarstår dock även i dessa länders planer, framför allt beroende på att det de facto är omöjligt att öka andelen biomassa i bränslet till över 10-procentsnivån utan att behöva modifiera bilarnas kraftframställningssystem.

De nya mål som slagits fast av EU kräver helt klart en betydande investering i raffinering- och destilleringskapacitet, men också behovet av att säkra en biobränslematerialtillgång framstår för tillfället som en betydande utmaning. Det framstår nu också som allt tydligare att EU-länderna kommer att fokusera på att själva framställa biodiesel, medan bioetanol med största sannolikhet kommer att importeras från Brasilien – ett land som för närvarande har en betydande konkurrensfördel när det gäller produktionskostnaden för bioetanol.

EU-ländernas bränslekonsumtion

För att bättre kunna förstå de framtida trenderna, är det värt att titta lite närmare på de nuvarande bränslekon-

sumtionsmönstren i EU-länderna (se figur Fallstudie II). För närvarande använder EU-länderna generellt mer diesel än bensin, vilket framför allt beror på den utbredda användningen av järnväg och tunga fordon för varutransporter. Det finns dock tydliga avsteg från detta mönster, vilka bland annat utgörs av Storbritannien och Grekland (öländer där ett ekologiskt resonemang ligger bakom beslutet att inte bygga ut ett tätare vägnät) och de nordiska länderna (särskilt Sverige och Finland, där det kalla vintertvådet begränsar användningen av dieselmotorer). Det är uppenbart också så att de nya EU-länderna ligger betydligt efter de gamla EU-länderna när det gäller bränslekonsumtionen per capita.

Den trend som nu allt tydligare framträder är den som innebär att allt mer diesel torde komma att användas, om volymerna finns att tillgå. Först och främst beror detta på att kvaliteten och den ekologiska attraktionskraften hos dieselmotorerna har förbättrats, vilket resulterar i allt fler dieselmotorer i privat användning, vilket är en trend som har potential att leda till en ökning av dieselkonsumtionen – trots att bränsleförbrukningen minskar som en följd av förbättrad bränsleeffektivitet inom de kommersiella transportererna med tåg och tunga fordon. Då de nya EU-länderna gradvis förväntas närma sig per capita-förbrukningen i de gamla medlemsländerna ligger den enda risken för att diesel inte ska komma att utgöra en betydligt större del av den totala framtida bränslemixen i det faktum att den lättare sammansättningen hos det framtida utbudet av olja (mer gaskondensat används) kommer att leda till en minskad avkastning för mellandestillat inom raffinering – och därmed till en minskad tillgång på diesel. Den utveckling som beskrivs ovan har utan tvekan öppnat ytterligare möjligheter med avseende på tillgång/konsumtion av biodiesel inom EU.

EU:s framtida dieselefterfrågan

Vi använder oss av följande två angreppssätt för att beräkna efterfrågan på diesel år 2020 (se figur Fallstudie III). Det första angreppssättet går ut på att vi använder oss av EU:s officiella siffror för dieselkonsumtionen fram till år 2020 (1–2 procent per år för EU-15 och 3–5 procent per år för EU-25/15). De resulterande uppskattningarna för den årliga dieselkonsumtionen är 207–220 miljoner ton per år 2010 och 235–278 miljoner ton per år 2020.

Vid användandet av det andra angreppssättet antar vi att de nya EU-medlemmarna fram till år 2020 når samma nivå som de gamla EU-medlemmarna när det gäller bränslekonsumtionsnivåer och mönster – vilket med tanke på de data som kan studeras i figur Fallstudie II leder till en tämligen konservativ prognos som ger vid hand att konsumtionen vid den tidpunkten torde komma att uppgå till:

Fallstudie: Utsikterna för europeisk biodiesel

Fallstudie: Utsikterna för europeisk biodiesel

– 800 liter per år och per capita, av vilket 70 procent utgörs av diesel, för länder med varmare klimat
– 950 liter per år och per capita, av vilket 50 procent utgörs av diesel, i de nordiska länderna.
Med ett ytterligare antagande, om att EU-områdets befolkning kvarstår oförändrad jämfört med 2005 års nivå, ger detta andra angreppssätt en dieselefterfrågan år 2020 om 274 miljoner ton per år – vilket är i den övre delen av det intervall vi fick fram genom att begagna oss av det första angreppssättet.

EU:s biodieselproduktion och prognos

Vi använder uppskattningarna av den framtida övergripande dieselefterfrågan och EU:s biobränslemål för 2010 och 2020 för att få fram en prognos för den möjliga framtida biodieselefterfrågan.

År 2007 nådde EU:s biodieselproduktion en nivå om 5 miljoner ton per år (se figur Fallstudie IV). Sektorn står för närvarande inför utmaningen att mer än fördubbla produktionen av biodiesel fram till år 2010 (till mellan 12,0 och 12,6 miljoner ton per år), och sedan återigen dubbla den fram till år 2020 (till mellan 23,5 och 27,8 miljoner ton per år).

Denna växande efterfrågan på biodiesel kräver en betydande investering i raffinering/esterifieringskapacitet – mängden tillgängliga råvara (oljebaserade grödor) är dock en mycket viktig framgångsfaktor för att dessa planer ska lyckas.

Odlingsbar mark i Europa

Olika källor ger olika uppskattningar av den totala odlingsbara arealen i Europa och jämförelsen av dessa siffror försvåras av skillnaden mellan de olika sådesslag som detta handlar om, liksom av variationerna i jordkvalitet och åkerparametrar. Siffrorna för den potentiellt tillgängliga jordbruksmarken är särskilt svåra att uppskatta.

Enligt Eurostats uppgifter (se figur Fallstudie V), uppgår EU:s landbank av odlingsbar mark för närvarande till mindre än 90 miljoner hektar. EU:s subventionspolitik försvårar dock en korrekt ekonomisk bedömning av den tillgängliga arealen, och den här nämnda siffran kan därför de facto vara alltför optimistisk.

Som ett resultat kan adderandet av odlingsbar mark i Ukraina och Ryssland, länder som båda ligger geografiskt nära EU och som har goda järnvägsförbindelser med EU-länderna, komma att visa sig vara avgörande för att försörja Europa med biodiesel eller med råvaran för dess framställning.

Jordbruksbehoven för EU:s biodieselproduktionsmål

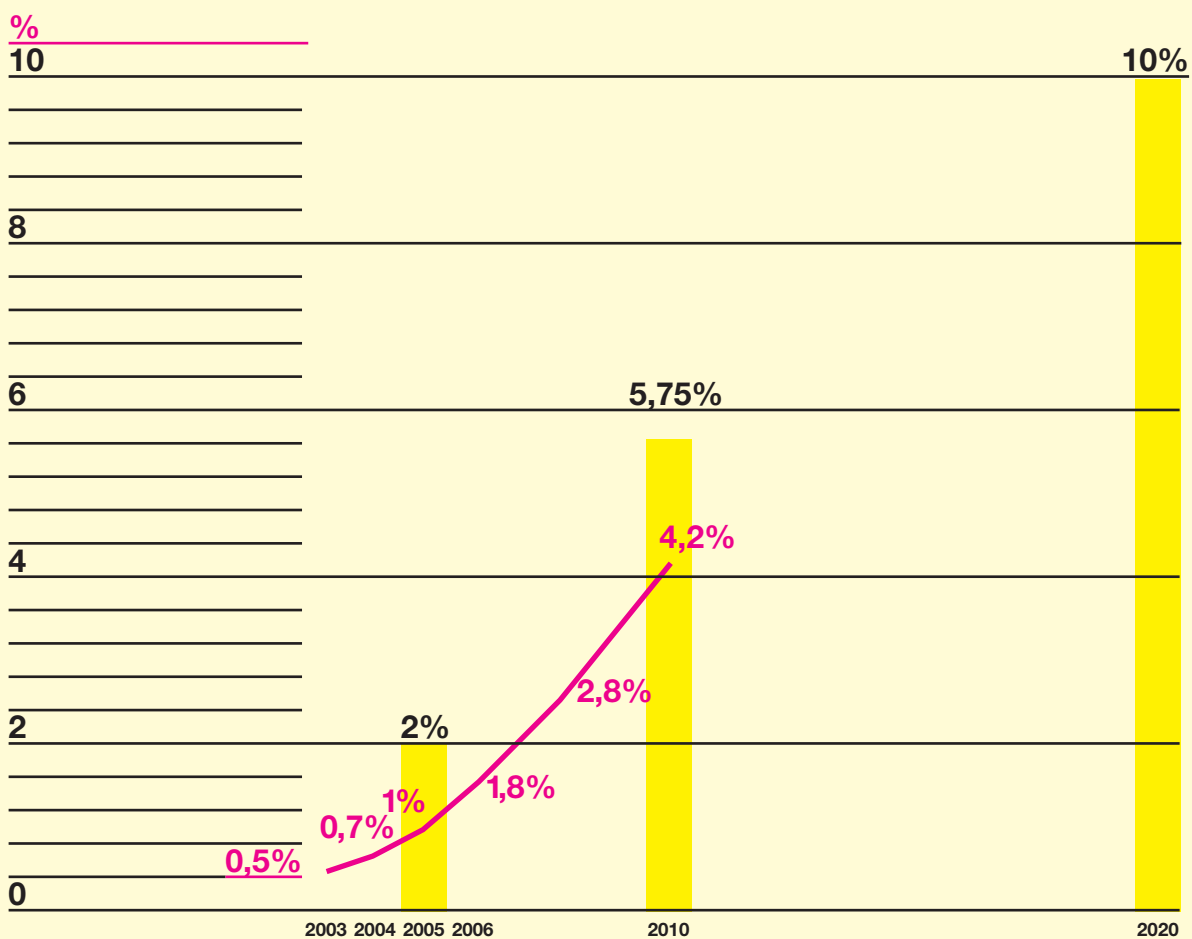
Antalet alternativ för oljeväxter för produktion av biodiesel i EU är i praktiken begränsade (se figur Fallstudie VI). Biodiesel från palmolja och kokosnötsolja har en förmåga att tappa sin flytande form vid jämförelsevis blygsamma temperaturer – och dessa båda oljeprodukter är därför olämpliga som råvara vid biodiesel för de kalla europeiska vintrarna. Andra råvaror som ofta används vid biodieselframställning, som jatropha och ricin odlas vanligtvis inte i Europa. Mot bakgrund av detta har raps kommit att bli den viktigaste råvaran för biodieselproduktion i Europa – givet denna växts relativt höga oljeavkastning och relativt begränsade betydelse som matvara.

Vi använder oss av den genomsnittliga avkastningen hos biodiesel från raps för att beräkna hur mycket odlingsbar mark som behövs för att uppnå målen för 2010 och 2020. Resultaten av denna beräkning är som följer: Biodieselbehovet kan resultera i att upp till 12 procent av EU:s odlingsbara mark (10,3–10,8 miljoner hektar) används till denna produktion år 2010 och upp till 26 procent (20,2–23,9 miljoner hektar) år 2020. Vi tror återigen att det kommer att bli omöjligt att finna så pass stora outnyttjade landområden utan att inlemma Rysslands och Ukrainas jordbruksresurser i näringskedjan för den europeiska biodieselproduktionen.

Ekonomi i EU:s biodieselframställning

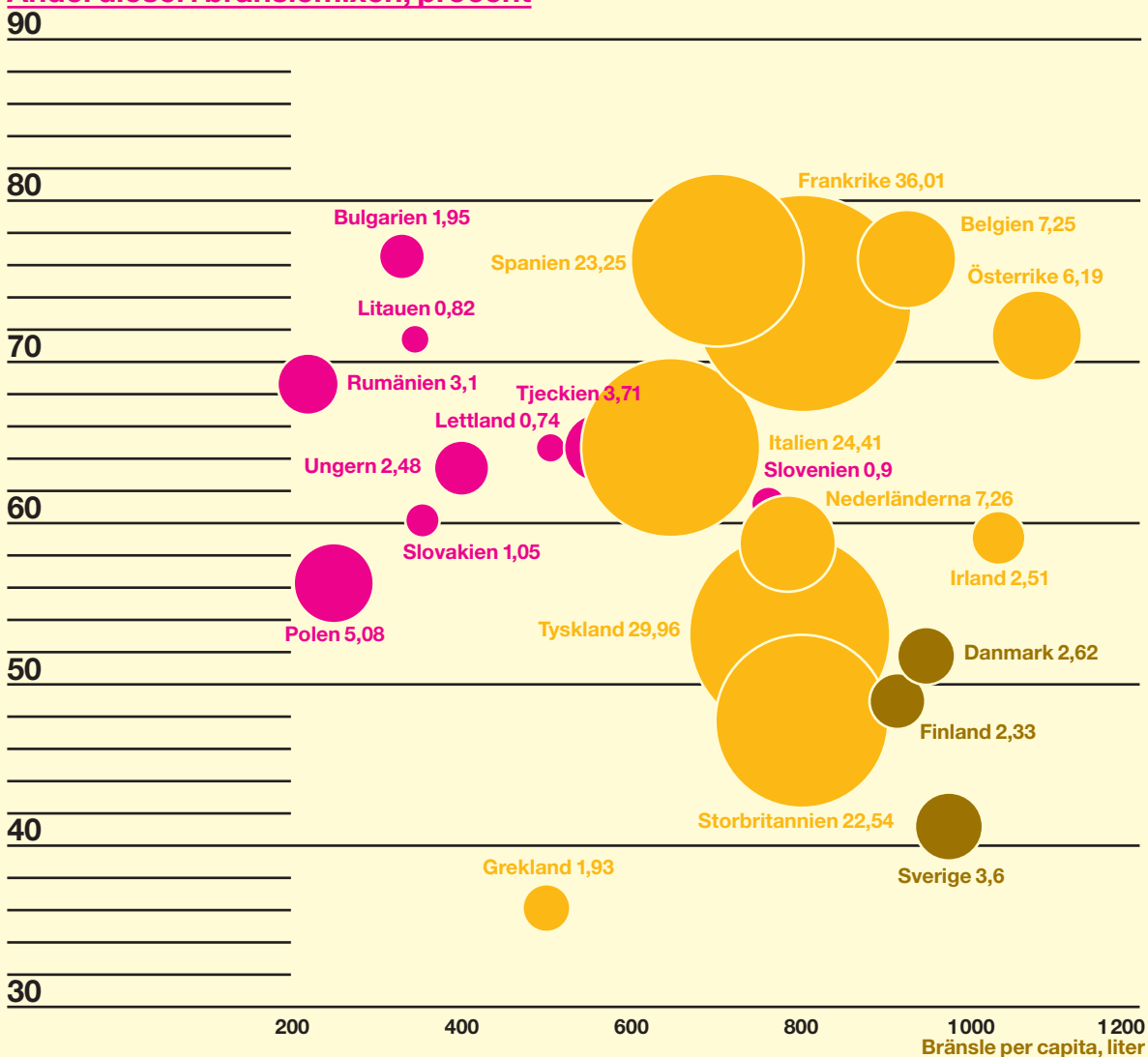
Dieselprierna i EU-länderna har stigit kraftigt under den senaste tiden, som ett resultat av det globala oljeprisets styrka och det framväxande underskottet på diesel i Europa. Ovanpå detta förklarar analysen av dieselprierna i de olika EU-länderna (se figur Fallstudie VII) också hur den landspecifika skattenivån för diesel i EU påverkar priset. Hittills har försöken att harmonisera skattesituationen varit fruktlösa, men med EU:s nuvarande plan att fastställa miniskatten på diesel till 0,33 EUR/liter kan priserna komma att börja på 1,20 EUR/liter (baserat på 90–95 USD/fat olja). Biodiesel är för närvarande undantaget från mineraloljeskatt och andra skatter som tas ut på diesel och dess produktionsprocess har ett energibehov som är jämförelsevis ganska lågt och energin går framförallt åt till transporter och/eller oljepressning. Detta tillåter att cirka 50–60 procent av försäljningspriset för biodiesel går till att bekosta råvaruinköpen. Med ett oljeinnehåll i raps om i genomsnitt 40 procent och med en olja/biodiesel konverteringsgrad om 90 procent, kan 375–425 USD/ton tyckas framstå som ett konservativt antaget långsiktigt prisgolv för raps. Det är naturligtvis dock så att framtida obalanser hos utbud/efterfrågan på diesel i allmänhet, eller biodiesel i synnerhet, kan komma att innebära att det finns en betydande risk för att detta pris hamnar mycket högre.

Fallstudie: Utsikterna för europeisk biodiesel



Fallstudie I: EU-ländernas andel av biobränslen i den totala bränslemixen, 2003–2020E

Andel diesel i bränslemixen, procent



Fallstudie II: EU-ländernas transportbränslekonsumtionsmönster, 2006

Kommentar:
Bubblans storlek och siffran visar
den mängd diesel som konsumeras
i landet per år i miljoner ton.

EU-15, bas-scenario
EU-25/15, bas-scenario
EU-15, högsta utfallet
EU-25/15, högsta utfallet
Varmare delen av EU
Nordiska EU-området

miljoner ton

300

250

200

150

100

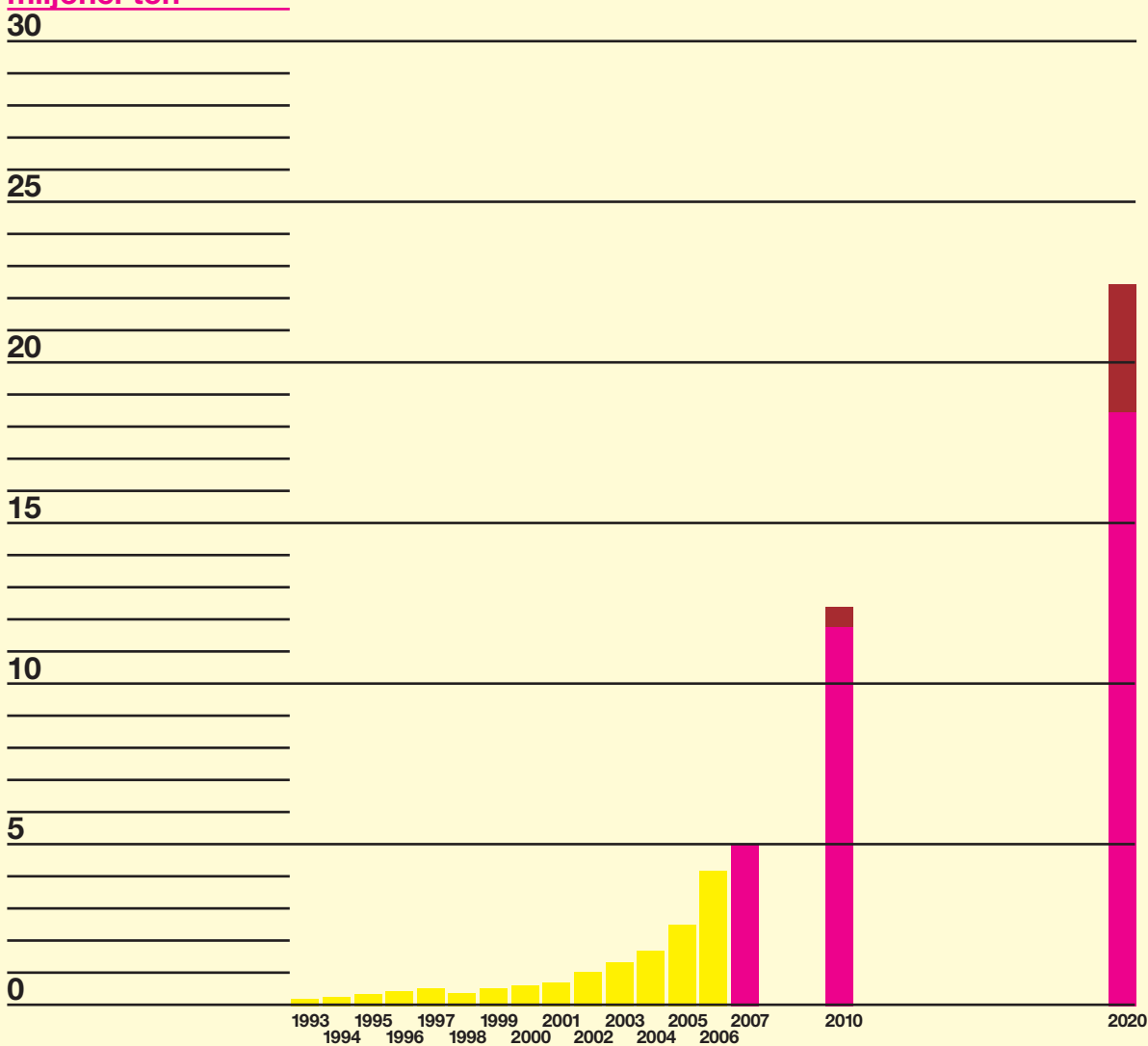
50

0

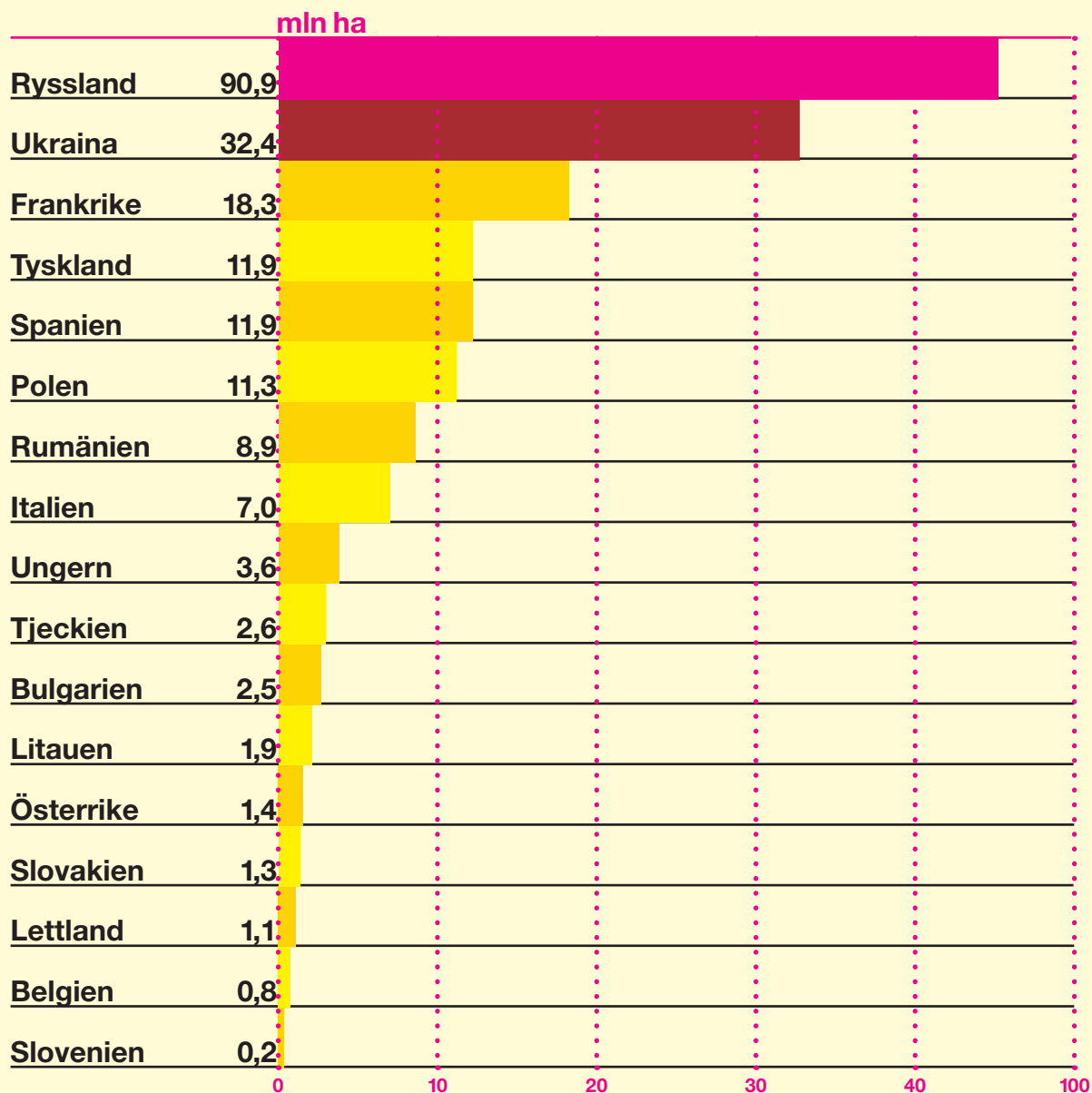
2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020

Fallstudie III: EU:s framtida dieselefterfrågan, 2005–2020E

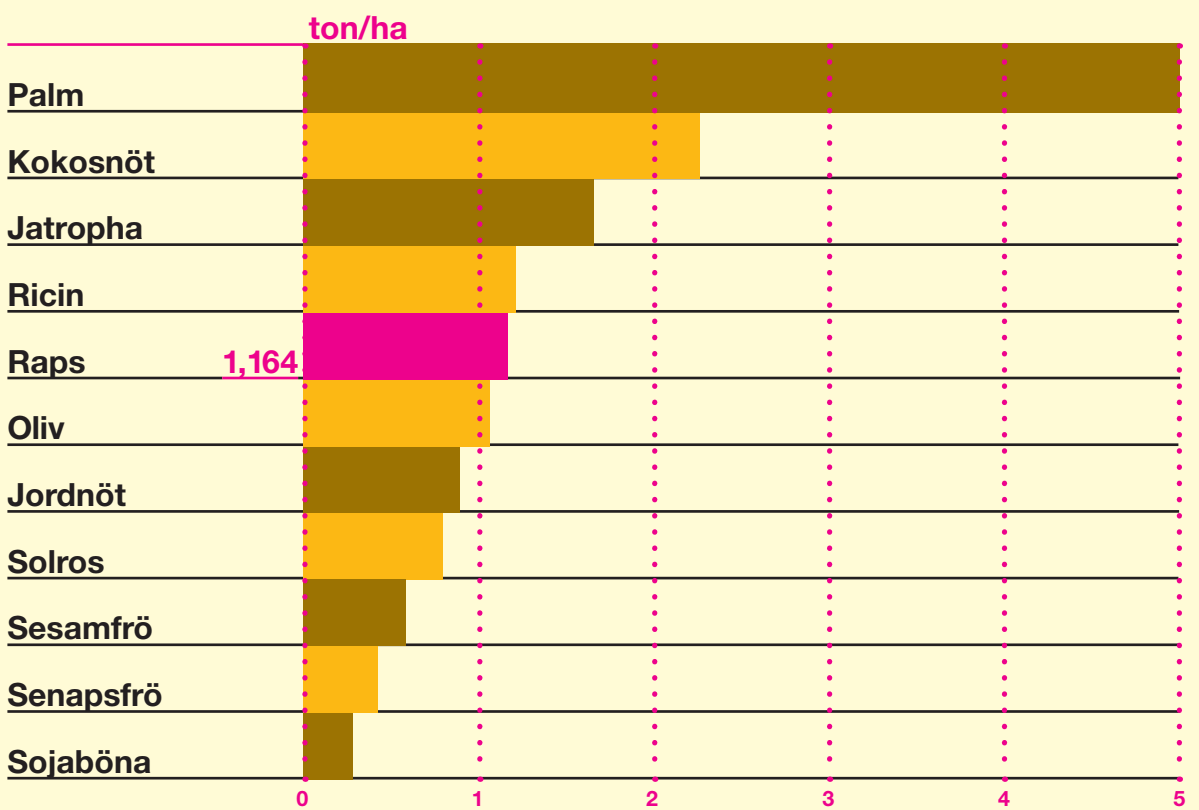
miljoner ton



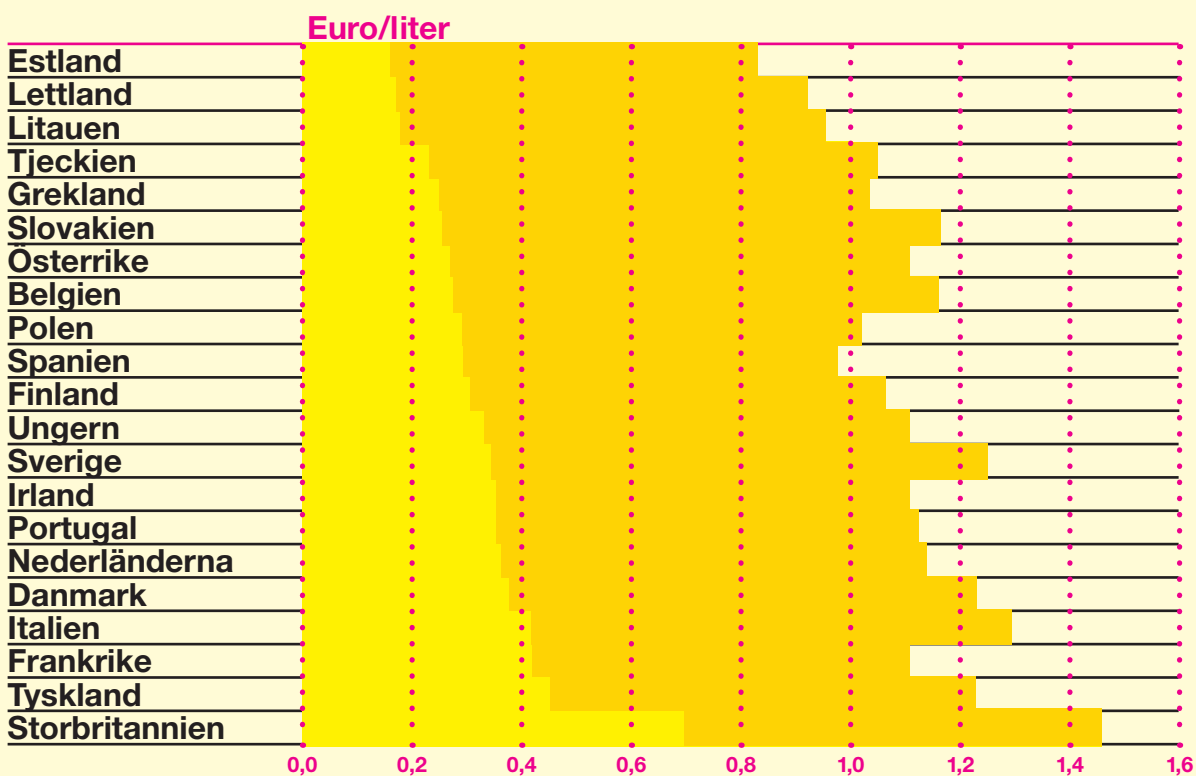
Fallstudie IV: EU:s biodieselproduktion och prognos, 1993–2020E



Fallstudie V: Odlingsbar mark i Europa, 2006



Fallstudie VI: Oljeavkastning för olika grödor



Fallstudie VII: Europeiska dieselpriiser och skatt, 2007

TNK-BP Holding är en av de fem ryska oljejättarna, med en reservbas om cirka 10 miljarder fat 1P-reserver enligt SPE-standarden. Potentialen är också den stor med tanke på att företaget har 3P-reserver om mer än 30 miljarder fat oljeekvivalenter. Produktionen uppgår till 1,550 miljoner fat per dag. Produktionen sker vid några av Rysslands äldsta fält. Det största fältet, det enorma Samotlor (tredje störst i världen), har en vattenhalt på över 90 procent. Bolaget har dock den kanske bästa ledningen av samtliga ryska oljebolag, med personal från TNK:s ryska verksamhet och BP:s globala verksamhet. Detta blir tydligt när man betraktar företagets utvinningskostnader om 2,46 USD per fat (trots de gamla oljefälten), att jämföra med Lukoils på 2,45 USD per fat och Rosnefts 2,48 USD per fat. TNK-BP:s produktionstillväxt har varit något av en besvikelse på senare tid, till följd av försäljningar av tillgångar. Detta till trots förväntar vi oss en stadig organisk tillväxt framöver. TNK-BP har reservbasen och den rätta ledningen för att återställa tillväxten. TNK-BP har även downstreamverksamhet för att uppnå de högsta marginalerna för bolaget. Bolaget äger och driver fem raffinaderier, varav fyra i Ryssland och ett i Ukraina – med en sammanlagd raffineringkapacitet om 640 000 fat per dag. TNK-BP:s återförsäljarnätverk sträcker sig över centrala Ryssland samt Ukraina och innefattar cirka 2 320 bensinstationer, av vilka cirka 1 600 drivs under bolagets egna namn.

TNK-BP har nyligen genomfört konsolideringen av raffinaderiet i Ryazan efter utdragna förhandlingar med minoritetsägarna i raffinaderibolaget, och har också fått ett godkännande från anti-monopolmyndigheterna för att köpa bolag som driver bensinstationer i Moskva och St. Petersburg. De flesta av dessa bensinstationer har redan drivits under varumärket TNK, men bolaget har nu som målsättning att minska antalet franchisetagare för att kunna uppnå högre marginaler genom ett direkt ägande, och genom att öka sin andel på den attraktiva bensinmarknaden i och omkring Moskva.

Alfa Access Renova Group (AAR), BP:s ryska partner, var tidigare föremål för en inlåsning som trädde i kraft när de sålde ut en del av sitt ägande i TNK till BP. Denna inlåsning har nu försvunnit, och det har förekommit otaliga rykten om vem de kan tänka sig att sälja sin andel till – med Gazprom och Rosneft som de troligaste köparna. I februari gjorde AAR dock ett gemensamt uttalande, i vilket man slog fast att man kommer att kvarstå som långsiktiga ägare i TNK-BP.

TNK-BP:s intäkter uppskattas, genom BP:s bokslutssiffror för 2007, ha växt med runt 8,9 procent under 2007

och nettovinsten steg samtidigt nästan 21 procent jämfört med 2006 (om 2006 års siffror justeras för försäljningen av Udmurtneft). Dessutom har bolaget meddelat att man planerar att öka oljeproduktionen i Orenburgfältet med en procent under 2008. Under 2009 och 2010 planerar TNK-BP dessutom att sätta flera nya block i produktion för att säkra produktionsnivåerna vid Orenburgfältet – som är ett av de äldsta fälten i Ryssland. Utvecklingen vid Orenburg kommer inte att få någon stor effekt på bolagets totala produktion, som planeras öka med 33 procent mellan 2007 och 2012. TNK-BP:s huvudsakliga produktionsökningar kommer istället att komma från nya oljefält – så som Verkhnechonskoe, Russkoe och Uvatskoe.

Utsikter för gruppens struktur och marknadsmedverkan

Koncernen är nu fullt konsoliderad, förutom det stora Kovyktafältet (där företagets andel troligen snart kommer att minskas för att inkludera Gazprom som partner) och Slavnefttillgången (där Gazprom är partner på en 50/50-basis). Det är troligt att de icke-konsoliderade tillgångarna kommer att uppgå i holdingbolaget vid någon tidpunkt i framtiden. Även om det kommer att ske mot betalning tror vi att det kan finnas potential för värdeskapande i och med en sådan händelse. I dagsläget har holdingbolaget ett marknadsvärde på ca 26 miljarder dollar och en free-float på ungefär 5 procent av de utestående aktierna, med ett värde på ca 1,35 miljarder USD. Minoritetsägare i bolaget har främst attraherats av den höga direktavkastningen om 12 till 13 procent. Bolagets transparenta utdelningspolicy och tydliga skuldsättningsmål stärker förväntningarna på en fortsatt hög direktavkastning. Dessutom får BP sina intäkter från företaget genom samma utdelningsström.

I den senaste händelseutvecklingen kring TNK-BP kan vi notera att de ryska myndigheterna i mitten av mars genomförde en husrannsakan på kontor som tillhör BP och TNK-BP. Officiella företrädare anklagade en anställd hos bolaget för industrispionage och inledde utredningar kring skatteflykt och möjliga miljööverträdelse vid TNK-BP. De flesta bedömare ser dessa händelser som ett tecken på ett ökat tryck från de ryska myndigheterna för att få AAR att sälja sitt innehav till en stor rysk aktör. TNK-BP:s vd, Robert Dudley, har dock sagt att husrannsakan och arresteringen var en engångsincident, och inte en bred attack mot bolaget som i slutändan skulle kunna leda till expropriering från staten.

TNK-BP

TNK-BP

Kontakt East Holding AB (KEH) är ett svenskt holding-bolag som investerar i företag verksamma inom sök-media och vägledande media i Ryssland och därtill associerade marknader. KEH har för närvarande investeringar inom affärsområdena Directory Services och Consumer eCommerce. Affärsområdet Directory Services erbjuder sina kunder katalogtjänster såväl off-line som on-line och verksamheten bedrivs i ett antal dotterbolag som tillsammans ger KEH en ledande marknadsställning i Ryssland. Directory Services ger ut kataloger som täcker Moskva, S:t Petersburg och ytterligare åtta ryska distrikt. On-line-tjänster erbjuds genom hemsidan www.yellow-pages.ru, samt via nummerupplysning.

Den 14 augusti 2007 förvärvade KEH företaget YPI Yellow Pages Limited (Yell.ru). Yell.ru hade en ledande marknadsposition inom vägledande media i och omkring regionerna S:t Petersburg och Perm. Yell.ru erbjöd, i likhet med KEH, katalog- och söktjänster såväl off-line som on-line inom de områden där bolaget var verksamt, och förvärvet stärkte därför KEH:s marknadsledande ställning i Ryssland ytterligare. Processen med att integrera Yell.ru med KEH:s nuvarande verksamhet är nu i sin slutfas och processen bör realisera betydande synergier som blir synliga i KEH:s framtida finansiella resultat.

Under 2007 ökade orderingsgången för affärsområdet Directory Services med 41 procent till 121,3 miljoner SEK, och den största ökningen kom från orderingsgången för off-lineprodukter. Directory Services totala intäkter ökade under året med 67 procent och den organiska tillväxten, justerad för förvärvet av Yell.ru, var 12 procent. Årets EBITA-förlust, för Directory Services, uppgick till -9,1 miljoner SEK. I år kommer dock Yell.ru att bli fullt integrerat med KEH och därför förväntas EBITA-marginalen att överstiga 10 procent 2008, och 20 procent 2009.

I oktober 2007 lanserade KEH sin första e-handelslösning genom dotterbolaget KEH eCommerce och webbsajten Avito.ru. Sajten erbjuder en enkel och mycket lättillgänglig plattform för företag och konsumenter som genom radannonser vill köpa och sälja varor och tjänster på internet. I november meddelade KEH att bolaget tecknat ett långsiktigt avtal med SUP, ett ledande ryskt mediaföretag med fokus på online-tjänster. Avtalet innebär att Avito.ru nu blir en integrerad del av en av Rysslands tio ledande internetsajter, Livejournal. Avito.ru hade redan innan detta avtal

undertecknades etablerat sig som en av Rysslands mest snabbväxande online-marknadsplatser och genom avtalet med SUP har sajten kommit att erhålla en betydande ökning av exponeringen mätt i användare och trafik. För närvarande har sajten över 80 000 objekt till salu och fler än 30 000 registrerade användare.

Inga operativa intäkter genererades av Consumer eCommerce under 2007. Inledningsvis kommer det att vara gratis att radannonsera, och genomföra auktioner, på Avito.ru. Intäkterna kommer istället vara hänförliga till företag som annonserar på internetsajten, samt avgifter kopplade till vissa extra tjänster som erbjuds. Consumer eCommerce har nu, sedan februari 2008, börjat boka sina första operativa intäkter genom annonsering på sajten.

Under senare delen av 2007 genomförde KEH en fulltecknad nyemission, som gav bolaget ett kapitallånskott om cirka 102 miljoner SEK före emissionskostnader. KEH har under de senaste åren varit den ledande aktören inom vägledande media i Ryssland, och ämnar fortsätta spela en ledande roll i den konsolidering av marknaden som väntas ske under 2008. För att uppnå detta mål kan det bli aktuellt med fler förvärv av företag verksamma i större ryska städer, och KEH har redan tillkännagivit förvärvet av Publishing House Dialog LLC (Dialog) i Tjeljabinsk. Dialog skall även det integreras med Directory Services och förvärvet kommer stärka KEH:s närvaro i den södra Uralregionen av Ryssland. Dessutom räknar KEH med att lansera ytterligare minst en plattform inom affärsområdet Consumer eCommerce under 2008.

Vostok Nafta ser en betydande potential i såväl KEH:s befintliga verksamhet som i de ryska marknaderna för sökmedia och vägledande media i allmänhet. En nyemission var ett naturligt steg för KEH att underlätta fortsatt tillväxt och nya investeringar i produktutveckling och marknadsföring. Därför var Vostok Nafta, i egenskap av en av två större aktieägare i KEH, positiva till den ovan nämnda nyemissionen och valde att utnyttja samtliga tilldelade teckningsrätter.

Kontakt East Holding

Kontakt East Holding

Miljoner användare

50

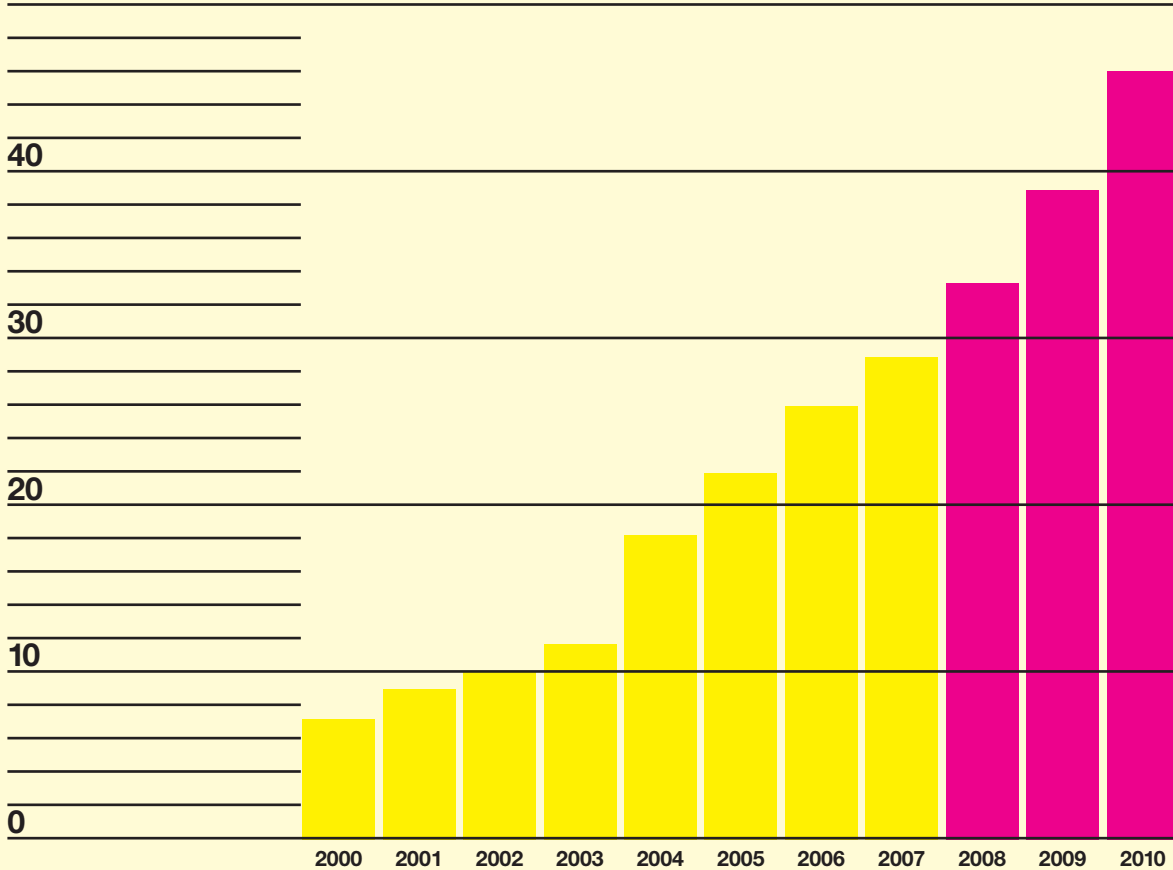
40

30

20

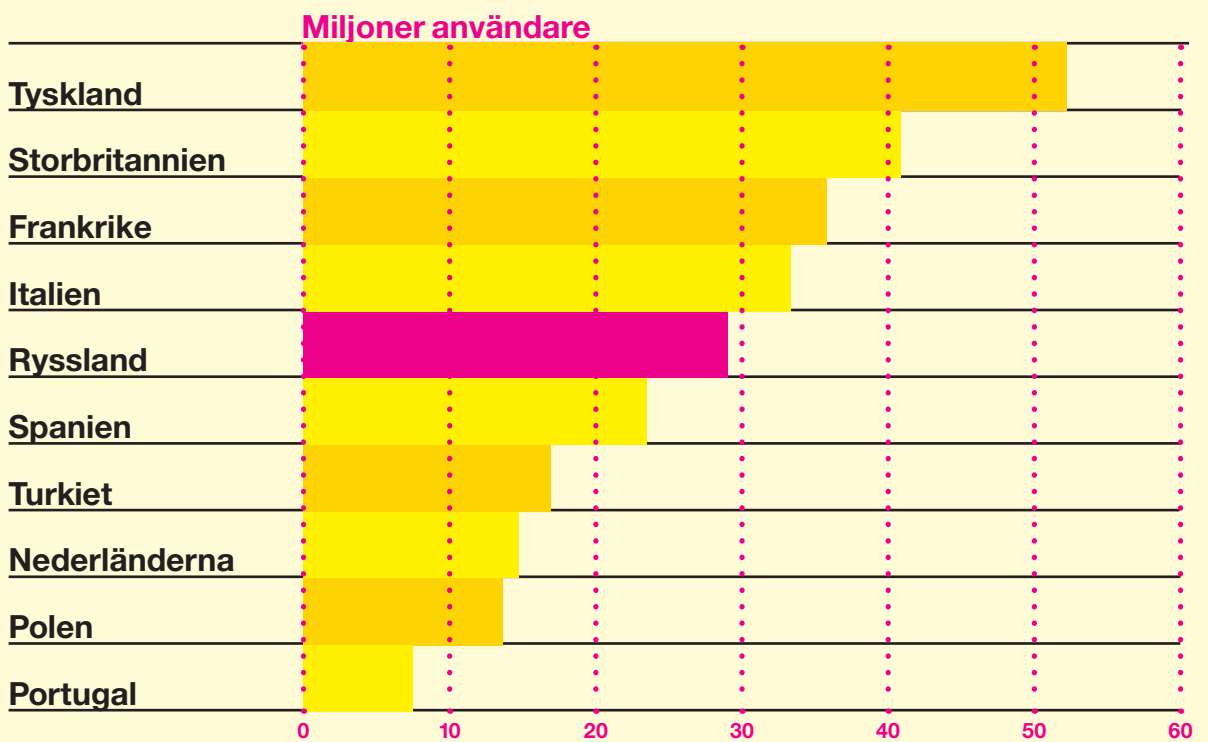
10

0



Internet i Ryssland. Ryska internetanvändare 2000–2010E

Källa:
Russian National Association
of Advertising Agencies



Tio största internetländerna i Europa, december 2007

Källa:
Internet World Stats, mars 2008
(www.internetworldstats.com)

Kol

Priserna på kol, såväl energikol som koks, skjuter i höjden – och trotsar därmed de återkommande farhågorna om en amerikansk recession och dess möjliga effekter på de globala råvarupriserna. Anledningarna till detta är flera – med kortsiktiga sådana ovanpå mer långsiktiga, strukturella förändringar:

– På efterfrågesidan leder den fortsatta ekonomiska tillväxten i Kina och Indien (som tillsammans med övriga asiatiska länder står för mer än hälften av den globala kolkonsumtionen) till ett ökat tryck på de globala leverantörerna av kol, särskilt efter det att Kina under inledningen av 2007 kom att bli nettoimportör av kol

– detta ledde till betydande flaskhalsproblem på infrastruktur sidan i hamnar i Australien och Indonesien (ett land som numer är den största exportören av energikol), vilket spädde på de långsiktiga strukturella problemen på utbudssidan

– Till detta kom det faktum att ett flertal händelser under inledningen av 2008 bidrog till att ytterligare öka den kortsiktiga och medellångsiktiga pressen på världens kolproduktion – inkluderande:

– I Kina fick omfattande snöstormar till följd att kraftproducenternas tillgång till energikol begränsades då transporter hindrades, vilket i sin tur ledde till att all exportaktivitet nu stoppats till och med april

– I Australien har regn lett till att kolgruvorna i Queensland har översvämmats, vilket tvingat världens största exportörer av koks att deklarerat force majeure

– I Sydafrika, ett land som också är en betydande exportör av energikol, har elavbrott tvingat flera kolgruvor att stänga temporärt.

Som ett resultat av de ovan angivna händelserna har priset på spotmarknaden kommit att hamna kring 210 USD/ton för koks under inledningen av 2008, medan de allra senaste transaktionerna gjorts till ett pris om 275 USD/ton. Då 40 procent av världens elektricitet och huvuddelen av stål- och cementproduktionen är beroende av möjligheten att elda kol har energikolpriset stigit så högt som till 130 USD/ton. Analytikerna håller för närvarande på att höja sina prognoser för energikolpriset genom att lyfta sin genomsnittliga prispåväntan till en nivå kring 125 USD/ton.

Ryssland, idag världens tredje största kolexportör, kommer troligtvis inte att höja sin produktion för att på så sätt kompensera för den globala utbudsbristen. En allt mer påtaglig kolbrist i Kina, den främsta exportmarknaden för de ryska kolproducenterna, skapar dock en mycket lönsam exportmöjlighet för dessa – och bidrar samtidigt

till att pressa upp de inhemska kolpriserna i Ryssland. Detta betyder exempelvis att uppstarten av bearbetningsanläggningen i Listvyazhnaya, vilken möjliggör för Belon att uppgradera sin produktion av energikol till exportkvalitet, kom vid en mycket passande tidpunkt. Hur som helst råder det inga tvivel om att Rysslands kolproduktion fortsätter att växa, så väl med avseende på energikol som på koks (se figur Kol I). Vi ser att denna trend kommer att fortsätta, i kombination med ytterligare lönsamhetsförbättringar i den ryska kolsektorn.

Belon

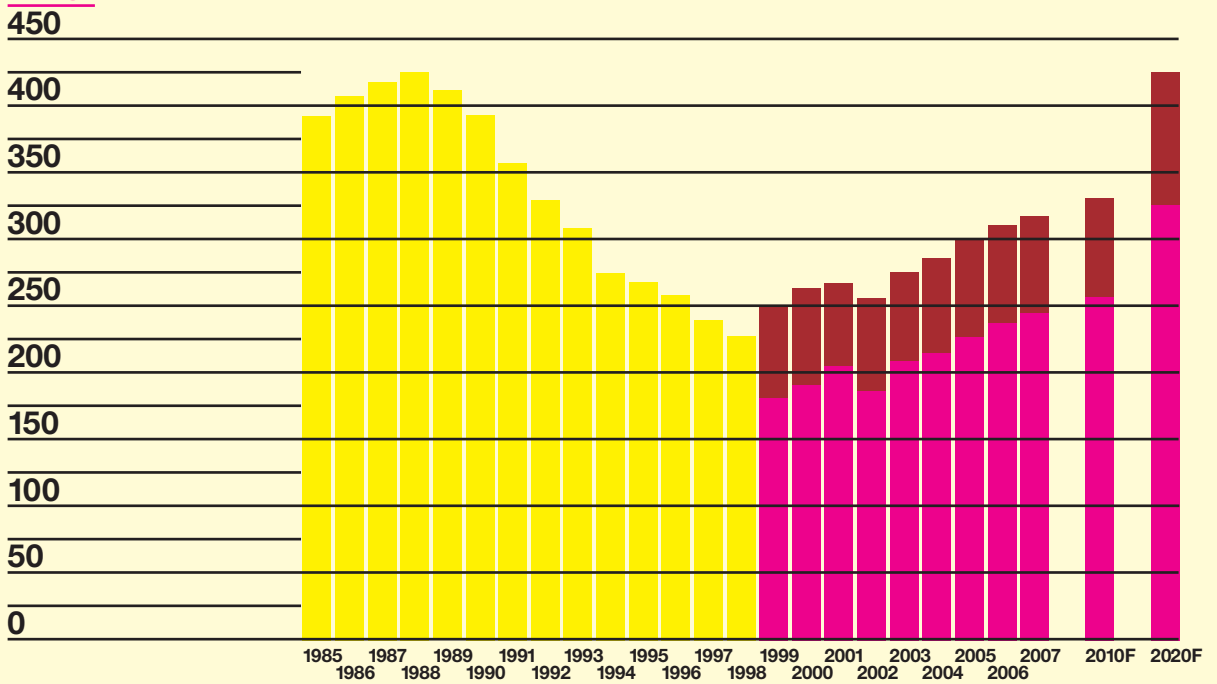
De främsta nyheterna kring Belon har på sistone dock inte handlat om de sedan tidigare så frekvent återkommande ökningarna av produktionsvolymerna, utan om hur bolaget blivit involverade i en vertikalintegrationsprocess tillsammans med en av de större ryska stålproducenterna, Magnitogorsk Metallurgical Company (MMK). Efter det inledande förvärvet av 10,75 procent av Belon för 60 miljoner USD i oktober 2007 tillkännagav MMK i mars 2008 att man köpt 50 procent av aktierna i bolaget, och att man därmed kontrollerade 82,6 procent av Belon. För denna nyförvärvade post betalade MMK 230,4 miljoner USD – eller 66 USD/aktie, jämfört med den nuvarande kursen om 132 USD/aktie och därmed blev MMK indirekt ägare till 41,3 procent av Belon. De nya partnererna kommer tillsammans att skjuta till 500 miljoner USD för att uppnå en 70-procentig ökning i produktionen av kokskoncentrat till år 2012.

Den överenskommelse som stipulerade de huvudsakliga villkoren och förutsättningarna för transaktionen undertecknades i juli 2007, vilket förklarar den relativt låga kursen i transaktionen jämfört med dagens aktiekurs. Fördelarna med den gemensamma investeringen kommer dock att vara uppenbara för såväl MMK:s som Belons aktieägare. Under 2007 producerade Belon 2 miljoner ton koks och 2,65 miljoner ton kol för ångframställning, medan man under 2008 förväntar sig producera 3,67 miljoner ton koks och 3,5 miljoner ton kol för ångframställning. Under 2008 kommer Belon att öka sina leveranser av kokskoncentrat till MMK till 2 miljoner ton och sedan vidare till 3,9 miljoner ton under 2009 – till marknadspris (150 USD/ton). År 2012 planerar Belon att producera 5,1 miljoner ton koks och 5 miljoner ton kol för ångframställning, medan MMK kommer att efterfråga 6 miljoner ton koks.

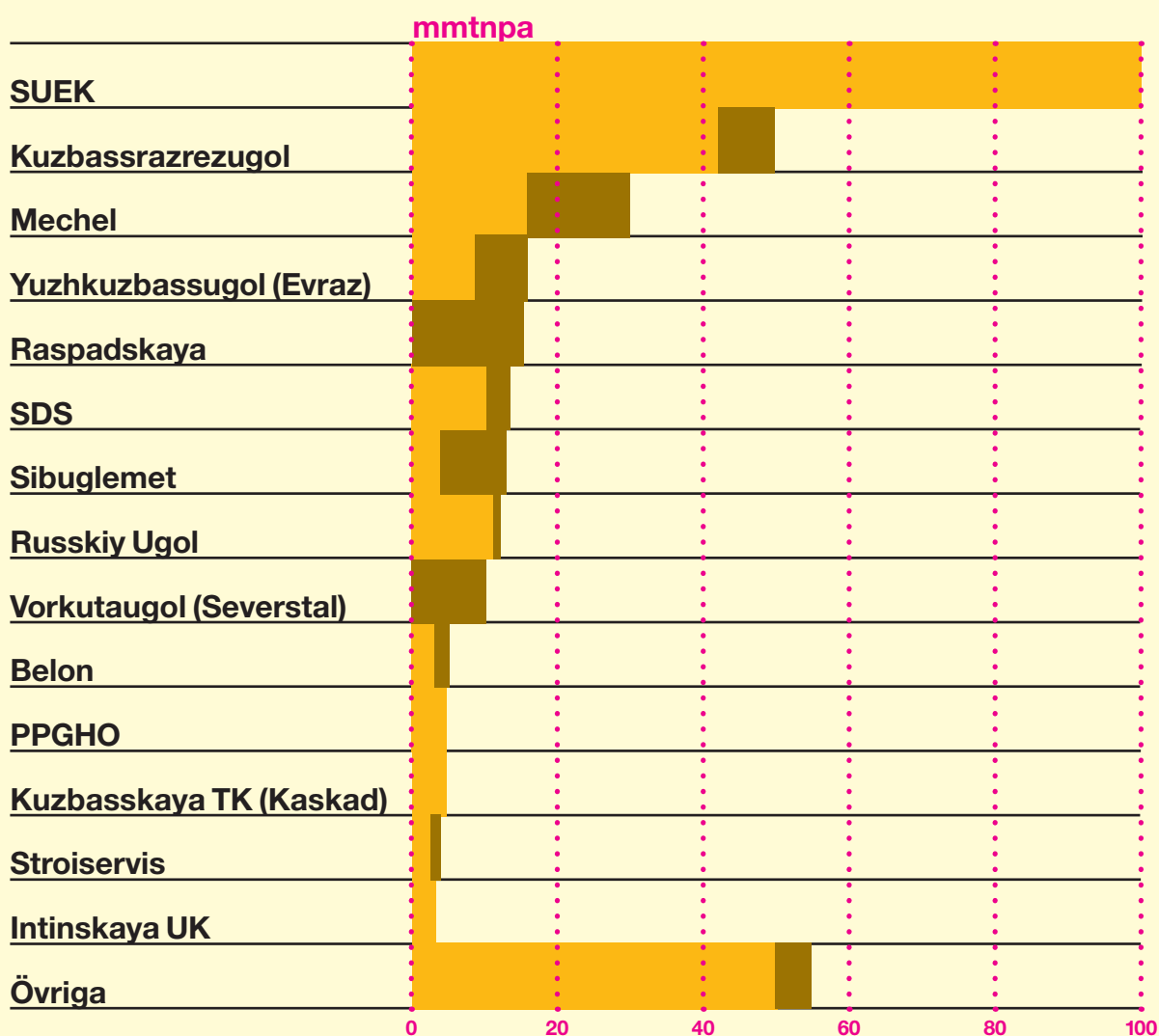
Övriga innehav

Övriga innehav

mmtn



Kol I: Kolproduktionen i Ryssland, 1985–2020F



Kol II: Rysslands största kolproducenter, 2007

Källor:
Rosinformugol,
företagsdata

Kuzbassrazrezugol

Kuzbassrazrezugol (KZRU), den näst största kolproducenten i Ryssland (framförallt av energikol, se figur Kol II), genomgår för närvarande betydande förändringar. Med kolproduktionen från dagbrott torde bolaget vara den utan konkurrens mest effektiva enheten inom de ryska kolproducenternas värld. Under de senaste åren har bolaget dock sålt hela sin produktion genom tradingbolaget KRU Trade, och som ett resultat av detta har lönsamheten kommit att vara allt annat än aptitretande för de potentiella investerna. Vi ser hur det sakta, men ofrånkomligt, börjar förändras. Under de sista dagarna av 2007 beslutade KZRU:s styrelse att ge ut

4 964 000 391 stamaktier för att kunna konvertera aktierna i de två holdingbolagen, Kuzbasstrans och Riostail, vilka tidigare ägde kolbolagets samtliga maskiner (276 skopor, 492 tunga trucker, 75 borrhjuggar 217 bulldozers etc). Som ett resultat av införlivande av de två innehavarna av aktier i KZRU i bolaget kom KZRU att hålla samma antal (4 964 000 391) av sina egna treasuryaktier – vilka sedan makulerades efter det att fusionen hade slutförts. Vid sidan av de två innehavarna av aktier i KZRU hade ett flertal dotterbolag också införlivats i KZRU. Dessa transaktioner adderade ytterligare två koldagbrott till portföljen av direktägda projekt. Då samma antal aktier som hade givits ut under den inledande fasen hade makulerats i slutet av processen, hade minoritetsaktieägarna bibehållit sin andel av ägandet i bolaget, nu dock i ett bolag med större tillgångar.

Den nu avslutade bolagsomvandlingen bidrar till att KZRU nu kan gå vidare med sina planer på att öka den totala kolproduktionen till nivåer om 60 miljoner ton år 2012 (med en prognostiserad produktion om 49 miljoner ton 2008).

Ural Mining and Metallurgical Company

Ural Mining and Metallurgical Company (UGMK) är ett diversifierat industribolag som kontrollerar ett stort antal bolag aktiva inom gruvdrift, metallurgi, förädlingskomplex, maskinbyggnation, kablage, ledartillverkning samt inom konstruktionsindustrin. UGMK:s produkter är företrädesvis knutna till koppar och oädla metaller.

Vi har för närvarande investeringar i två bolag kontrollerade av UGMK Holding: Gaisky GOK och Uchalinsky GOK. En trigger vi ser för dessa bolag är en potentiell konsolidering av koncernen in i UGMK:s holdingbolag, i likhet med flera stora ryska koncerner tidigare. En konsolidering skulle ge investerare möjligheten att öka värdet av sina innehav genom de swap-avtal som skulle

gälla vid en potentiell konsolidering samt genom marknadens omvärdering av den konsoliderade enheten i sig.

Gaisky GOK

Gaisky GOK är Rysslands näst största bolag vad gäller bruten volym kopparmalm. Företaget kontrolleras av UGMK Holding (84,5 procents aktieäggande) och är en nyckelleverantör av kopparmalm till UGMK:s kopparproducerande dotterbolag. Gaisky GOK kontrollerar, i sin tur, mer än tre fjärdedelar av malmreserverna i Orenburg-regionen, och företagets totala malmreserver uppskattas till 310 miljoner ton, med en reservlivslängd om över 50 år baserat på nuvarande produktionsnivåer. Reserverna har en genomsnittlig koppar- och guldhalt om 1,4 procent respektive 0,3 g/ton. Förutom dessa metaller innehåller Gaisky GOK:s brutna malm även zink, bly och silver.

År 2006 producerade Gaisky GOK 73 650 ton av huvudprodukten kopparkoncentrat, 9 000 ton zinkkoncentrat och 50 000 uns guldkoncentrat. Företaget förväntas öka sin produktion genom utveckling av nya och befintliga fyndigheter samt genom nya brytningstillstånd. Gaisky GOK:s planer innefattar bland annat att utveckla nya dagbrotts- och underjordsgruvor, som skulle öka utvinningen av zink- och kopparmalm från 5,2 miljoner ton år 2003 till 8 miljoner ton 2009.

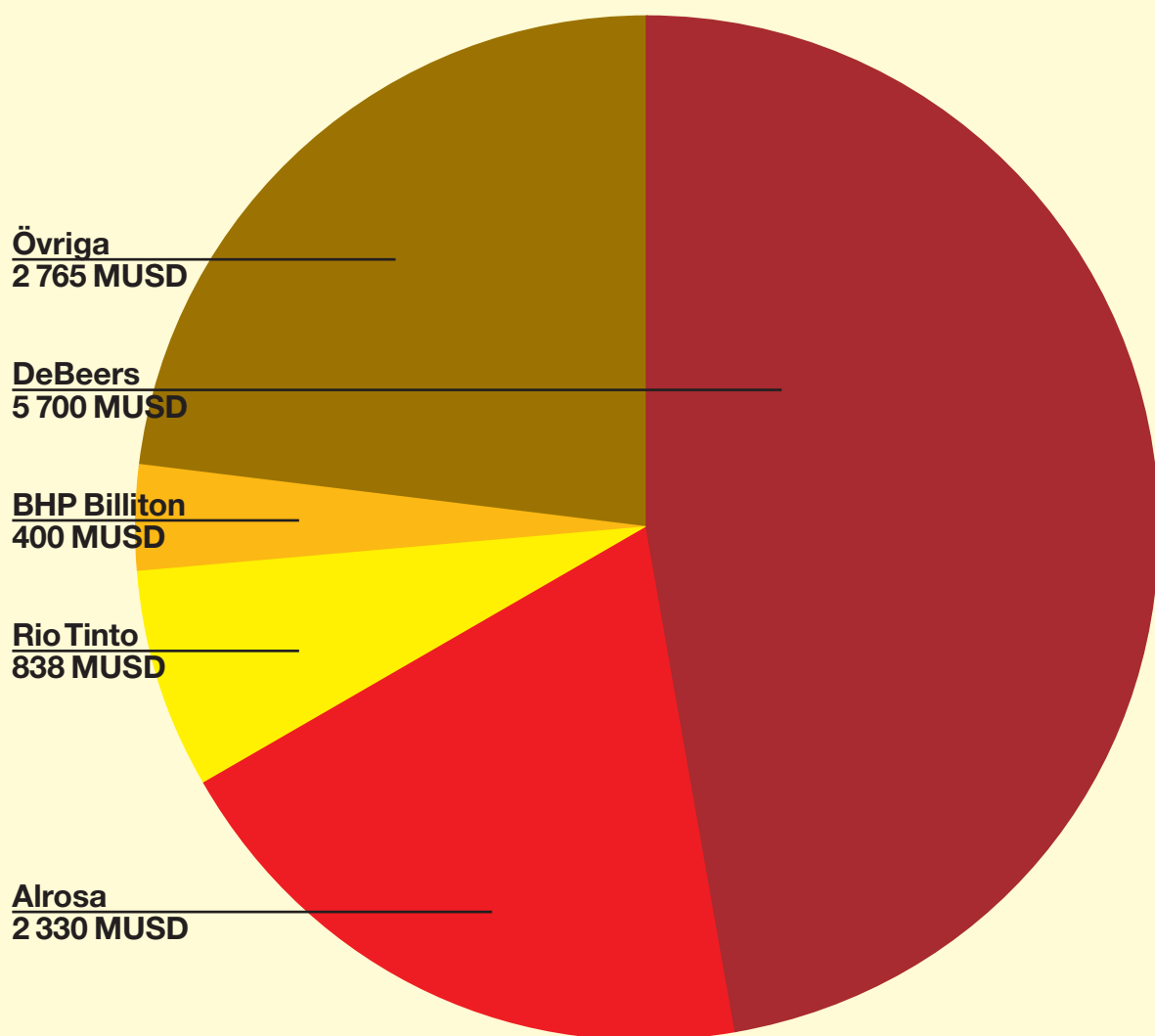
Uchalinsky GOK

Uchalinsky GOK är Rysslands största zinkproducent och tredje störst vad gäller volym bruten kopparmalm. Uchalinsky GOK kontrolleras av UGMK Holding (88,5 procents aktieäggande) och företaget fungerar som en viktig leverantör av zink- och kopparkoncentrat till UGMK:s smältverk. Uchalinsky GOK säljer även stora volymer zink till oberoende ryska smältverk. Bolagets totala malmreserver uppskattas till 110 miljoner ton, med en genomsnittlig zinkhalt om 3 procent och en kopparhalt om 1,15 procent. Företaget äger även egna anriktningsverk och kan därför producera sitt eget koncentrat. Under 2006 producerade Uchalinsky GOK 118 900 ton zinkkoncentrat och 49 530 ton kopparkoncentrat.

Alrosa

Vi har under det fjärde kvartalet 2007 investerat i världens näst största producent av oslipade diamanter, Alrosa. Bolaget, som har sin bas i Yakutia, står för 97 procent av Rysslands totala diamanterproduktion – och för cirka 25 procent av världens totala produktion av oslipade diamanter. Alrosa driver underjordsgruvor och dagbrott

Övriga innehav



Global rådiamantproduktion, 2006

Källor:
Alrosa, Kimberley Process Rough
Diamond Statistics,
IFC Metropol-estimat

med en uppskattad reservlivslängd om 25 år, samt sju huvudsakliga produktionsanläggningar för malmbearbetning – med en uppskattad genomströmningskapacitet om 30 miljoner ton per år. Under 2006 producerade Alrosa diamanter till ett totalt värde om 2 332,2 miljoner USD, samtidigt som man tillverkade polerade diamanter till ett värde om 141,1 miljoner USD. Oslipade diamanter säljs framförallt till smyckestillverkningsindustrin, men används också för slitstarka material i industrin. Bolaget beskär och slipar själva en liten del av sin produktion inom ramen för dotterbolaget Brillianty Alrosa. Vid sidan av sin ryska verksamhet har Alrosa också ett betydande intresse i ett diamanterproduktionsbolag i Angola i Afrika. Alrosa har en investeringsplan omfattande 2,5 miljarder USD för sin gruvverksamhet, och bolagets produktionsvolymer i Yakutia torde bestå på en relativt oförändrad nivå i framtiden. Detta beror på att när Alrosas nya underjordiska gruvanläggningar sätts i produktion kommer produktionen från dagbrotten i området att minska. Bolagets totala diamanterproduktion förväntas dock öka under det kommande årtiondet, till stor del tack vare produktionsökningar i Arkhangelsk-divisionen samt i Afrika. Den kortsiktigt utlösande faktorn för en omvärdering av bolagets aktie kommer med största sannolikhet att utgöras av omstruktureringen av företaget. Alrosas bolagsform är för närvarande ett stängt aktiebolag, och den största aktieägaren är den ryska staten och Republiken Sacha (Jakutien). Bolagsformen torde dock omvandlas till ett öppet aktiebolag i maj 2008, och planerna på en börsnotering i London, Hong Kong eller Toronto under 2009 har nyligen kommunicerats. Efter denna notering kommer den ryska staten ha en kontrollpost i bolaget, om 50 procent plus en aktie. Det finns också en möjlighet att den ryska federationen kommer att öka sin ägarandel i bolaget, och därmed reduceras den andel som ägs av regeringen i Jakutien. Detta kan komma att få betydande positiva effekter på Alrosas lönsamhet tack vare att de årliga royaltyer som betalas till regeringen i Jakutien skulle minska. En utlösande omvärderingsfaktor på längre sikt, vid sidan av det faktum att Alrosa är en undervärderad global diamanterproducent, är Alrosas positiva roll som en konsoliderande kraft inom delar av den ryska gruvindustrin. Det har förekommit rykten om att allt från Norilsk Nickel till Polyus Gold ska förvärvas av Alrosa. En sådan konsolidering kommer med största sannolikhet dock inte att ske med dagens låga värdering av Alrosa på cirka 6 miljarder USD.

Den ryska cementindustrin

Den ryska cementindustrin upplever för närvarande en ständigt ökande efterfrågan, och utbudsnivåer som knappt hinner med. Efterfrågan på rysk cement drivs till stor del av faktorer som tillväxten inom bostads- och kommersiell byggnation, utvecklingen av rysk infrastruktur och den fortsatta vattenkraftsutvecklingen i landet. Samtidigt är importmöjligheterna förhållandevis begränsade och den inhemska kapaciteten blir således pressad. Ökande prisnivåer ger därför ryska cementbolag möjligheter att expandera sin verksamhet och förbättra sina marginaler.

Sibirskiy Cement

Sibirskiy Cement är ett ryskt bolag som producerar cement och cementbaserade byggnadsmaterial. Företaget äger och driver fem cementanläggningar, samtliga lokaliserade inom Sibirskij (sibiriska generalguvernementet). Sibirskiy Cement är den näst största inhemska producenten av cement och den enskilt största i den sibiriska regionen. Företaget har en produktionskapacitet om 6,2 miljoner ton per år och producerade totalt sett 4,4 miljoner ton år 2006. Vilket kan jämföras med 2,7 miljoner ton under 2004. Sibirskiy Cements marknadsandel har ökat, i takt med produktionen, från 4,3 procent 2003 till 7,3 procent 2006. Företaget siktar på att bli Rysslands största cementproducent genom utbyggnad av kapaciteten samtidigt som det ämnar förbättra de redan goda rörelse- och vinstmarginalerna.

Sibirskiy Cement äger även ett transportbolag med tillgång till över 1 000 cement-tågagnar, och bolaget kontrollerar dessutom vissa viktiga råvaruleverantörer (kalksten, lera och marmor). Detta ger Sibirskiy Cement en utökad kontroll av sin cementproduktion och större flexibilitet för transport och försäljning av den färdiga varan.

Gornozavodsk Cement

Gornozavodsk Cement i Permregionen i generalguvernementet Uralskij är en av Rysslands största cementproducenter. Företaget framställer två huvudprodukter, Portland-cement till byggnadsindustrin och Oil Well-cement som används inom olje- och gasindustrin. Företagets geografiska placering är fördelaktig eftersom det finns stor efterfrågan på cement i Permregionen, och 42 procent av Gornozavodsks produktion såldes där 2006. Ytterligare 42 procent såldes till de närliggande regionerna Sverdlovsk, Kirovsk och Udmurtia.

Gornozavodsk Cement har utan större investeringar visat betydande produktionsökningar på senare tid.

Alrosa intäktsprognos

| | 2006 | 2007E | 2008E | 2009E | 2010E | 2011 E | 2012 E | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Malmproduktion, miljoner ton | 31,3 | 26,2 | 26,2 | 26,6 | 27,0 | 27,9 | 28,7 | 30,2 | 31,7 | 31,7 |
| Årstillsväxt malmproduktion, % | n/a | -16% | 0% | 1% | 2% | 3% | 3% | 5% | 5% | 0% |
| Intäkter, MUSD | 3 468 | 3 643 | 3 875 | 4 085 | 4 285 | 4 471 | 4 654 | 4 849 | 5 054 | 5 272 |
| Årstillsväxt intäkter, % | n/a | 5% | 6% | 5% | 5% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| Malmpris, USD per ton | 111 | 139 | 148 | 154 | 159 | 160 | 162 | 161 | 159 | 166 |
| Årstillsväxt malmpris, % | n/a | 25% | 6% | 4% | 3% | 1% | 1% | -1% | -1% | 4% |

Källa: IFC Metropols estimat.

Detta är en trend som torde fortsätta, tack vare den stora inhemska efterfrågan på cement och företagets relativt sett låga kapacitetsutnyttjande. Gornozavodsk Cement har en total kapacitet på 2,2 miljoner ton per år, och för närvarande 0,5 ton avskriven kapacitet. Den låga produktionsnivån och möjligheten att återställa kapacitet ger möjligheter för bolaget att utöka försäljningen i de närbelägna regionerna, och samtidigt öka sin geografiska marknad inom Ryssland. De nya olje- och gasprojekten i västra Sibirien är exempel på projekt som företaget troligtvis kommer leverera cement till.

Tuimazy Concrete Mixers

Tuimazy (TUZA) är den största tillverkaren av betongblandare och betongpumpar i Ryssland, där bolaget har en marknadsandel om 40 procent för cementblandare och nära 100 procent för inhemskt producerade cementpumpar. Bolaget kommer också att börja tillverka autokranar med hjälp från tyska Liebherr. På grund av att bolagets huvudsakliga konkurrent lider av kapacitetsbrist i sin tillverkning räknar TUZA med att nå en marknadsandel om 50 procent på denna nya marknad under 2009.

Byggvolymerna har ökat med 25 procent i år och den tvåsiffriga tillväxten väntas bestå under de kommande fem åren. Förutom den allmänna tillväxten sker just nu också en betydande strukturförändring inom byggsektorn. Ryssland går från att ha använt de gamla metoderna med att bygga hus med betongpaneler till den nya "monolittekniken" där betong pumpas direkt in i väggar på plats. Detta leder till en betydande ökning av efterfrågan på betongblandare och pumpar.

Under de senaste fem åren har företagets produktion växt med över 40 procent på en aggregerad basis. Företagsledningen spår nu i sin konservativa prognos att denna tillväxt ska uppgå till mellan 20 och 25 procent på aggregerad basis under de kommande tre åren. Samtidigt ökar bolaget den totala andelen blandare och pumpar med hög kapacitet (och högre marginaler), vilket leder till ytterligare tillväxt i intäkterna per enhet.

TUZA kontrolleras av KAMAZ som äger 51 procent av aktierna. KAMAZ ser TUZA som en icke kärnverksamhet och använder sig inte av så kallad transfer pricing – samtidigt som man respekterar de rättigheter som övriga aktieägare, basjkiriska staten och finansiella investerare, besitter. "Free float" i bolaget uppgår till nästan 40 procent och en oberoende ledamot ingår i bolagets styrelse. KAMAZ har den mest konkurrenskraftiga plattformen i Ryssland när det gäller blandare på fordon, pumpar och

kranar, vilket lett till ytterligare konkurrensfördelar för TUZA:s produkter. KAMAZ har ett landsomfattande distributions- och servicenätverk genom vilket TUZA:s produkter säljs och underhålls. Det finns ingen konkurrent som kan matcha detta. Slutligen har KAMAZ en mycket bra och modern ledningsgrupp, vilken har influerat TUZA:s ledningsgrupp på ett mycket positivt sätt. Under 2007 har vi förvärvat omkring 15 procent av de utestående aktierna i TUZA, med ambitionen att få en exponering mot den höga tillväxten i den ryska byggsektorn.

RusHydro

Under det tredje kvartalet 2007 investerade vi i en rad ryska vattenkraftverk – Dagestan Genco, Volshkaya GES, Zeiskaya GES och Sayano Sushenskaya GES. Dessa bolag konsoliderades, tillsammans med 17 andra vattenkraftverk, till RusHydro genom en överenskommelse om ett aktiebyte under det första kvartalet 2008, och bolagets aktier noterades på RTS och MICEX. RusHydro har sedan dess kommit att uppnå det största börsvärdet av alla bolag inom den ryska kraftsektorn – omkring 15 miljarder USD. I termer av genereringskapacitet är RusHydro, med sina 23 700 MW, det största elgenererande företaget i Ryssland och det näst största i världen efter Quebec Hydro. Bolagets free float är för närvarande 21 procent, men borde öka till runt 40 procent efter avknoppningen från RAO UES under sommaren. Med en konservativt uppskattad EBITDA om cirka 3 miljarder USD år 2010 finns det utrymme för värderingen att öka. Vi tror att den lyckade konsolideringen till ett likvitt storbolag som RusHydro, och noteringen av bolagets aktier på MICEX och RTS, kommer att tjäna som en utlösande faktor för det första steget mot ett fullvärderat bolag. Bolaget planerar att öka sin kapacitet med 16 procent fram till 2011, och på lång sikt är målet att fördubbla de nuvarande produktionsnivåerna. De reglerande myndigheterna har tillåtit tariffökningsväxten att uppgå till 70 procent mellan 2007 och 2008 – som stöd för RusHydros investeringsplaner. Bolaget står mot bakgrund av detta redo att skörda frukterna av den ryska elmarknadens liberalisering, stigande tariffer och landets brist på genereringskapacitet. RusHydro positionerar sig just nu som en av världens största producenter av förnyelsebar energi – och förväntas leda utvecklingen inom denna sektor i Ryssland.

Övriga innehav

Kemerovo Azot

Kemerovo Azot är en rysk producent av kvävebaserad konstgödning och caprolactam, lokaliserad i Sibirien. Bolaget har cirka 8 000 anställda och ägs till 76 procent av SIBUR Holding. Kemerovo Azot har för närvarande en 37-procentig andel av den inhemska marknaden för caprolactam och en mycket fördelaktig position på den växande ryska gödningsmedelsmarknaden. 2006 producerade bolaget 766 000 ton ammoniumnitrat, 471 000 ton urea och 854 000 ton ammoniak. Produktionen sker i två helägda fabriker som för närvarande arbetar på nära nog full kapacitet. Under 2005 godkände dock SIBUR Holding ett investeringsprogram om 220 MUSD ämnat att öka företagets produktion av urea och ammoniak. SIBUR holding är Rysslands största petrokemiska holdingbolag och kontrolleras av Gazprom. Kemerovo Azots ägarstruktur har skapat osäkerheter, och har således en relativt sett låg värdering på marknaden i jämförelse med flera andra ryska gödningsmedelsbolag. Vi ser två potentiella scenarier vilka skulle kunna ge en ökad värdering av Kemerovo Azot: 1) En utspädning av Gazproms andel i SIBUR Holding i samband med en börsnotering skulle öka aktiens likviditet och genomlysningen i bolaget, 2) att SIBUR Holding säljer Kemerovo Azot till en strategisk investerare eftersom gödningsmedel inte tillhör kärnverksamheten.

Tinkoff Credit Systems

Tinkoff Credit Systems (TCS) bank är Rysslands första för ändamålet uppbyggda kreditkortsföretag. Bolaget, som grundades av den välkände ryska entreprenören och konsumentproduktspecialisten Oleg Tinkov, inledde sin kommersiella verksamhet i juni 2007 och har offensiva planer på att bli Rysslands ledande kreditkortsutgivare.

TCS styrs av ett talangfullt team av erfarna experter som tidigare varit anställda av Visa, Master Card, McKinsey och flera av de ledande ryska bankerna. TCS:s affärsmodell är helt och hållet uppbyggd kring avsaknaden av lokala kontor, och bolagets huvudsakliga kanal för att nå sina kunder är postväsendet. Banken planerar att sprida sina kort över i stort sett hela Ryssland, med riktade insatser mot kunder som lever upptagna, aktiva liv i de ryska städerna. För att kunna nå sina ambitiösa mål har TCS handlat upp den absolut bästa tekniska plattformen på marknaden – vilken möjliggör för företaget att hantera kundanskaffning, service och betalningshantering. Banken genererar ränteintäkter på de utestående kreditkortsskulderna, dessutom tar man ut en årlig serviceavgift, uttagsavgifter och andra avgifter (förseningsavgifter).

De grundläggande ränteavgifterna kvarstår på nivåer kring 36 procent (genomsnittlig effektiv årsränta) för såväl köp som kontantuttag. För att uppmuntra en god betalningsdisciplin kommer räntan i det fall betalningen försenas att stiga till 54 procent, samtidigt som en betydande avgift tas ut. TCS målsättning är att nå en marknadsandel om 3–5 procent 2010. Enligt bankens egna beräkningar kommer kreditkortssegmentet att växa i värde från dagens 7 miljarder USD till mellan 20 och 25 miljarder USD, vilket skulle möjliggöra för TCS att bygga upp en kreditkortsportfölj om totalt 1,5 miljarder USD. Även om de kommer från en låg nivå, har de ryska bankernas lån till ryska individer ökat tolvfaldigt under de senaste fem åren. Trots denna explosiva utveckling är de ryska konsumenterna även fortsättningsvis underbelånade i en global jämförelse. År 2006 utgjorde konsumentlånen endast 7 procent av Rysslands BNP, jämfört med 12 procent i Kazakstan och 17 procent i Storbritannien. När det gäller kreditkortsbelåningen är situationen sådan att det idag endast finns ett riktigt kreditkort per 20 invånare i Ryssland, medan varje person i Västeuropa har i genomsnitt mellan två och tre kreditkort. Med en befolkning om 142 miljoner människor och en dubbelsiffrig tillväxt i de disponibla inkomsterna kommer den ryska konsumentutlåningen att fortsätta uppvisa en stark tillväxt framöver.

I september 2007 blev Goldman Sachs en av minoritetsaktieägarna i TCS. I december 2007 kom Vostok Nafta att ingå i en syndikerad låneuppgörelse med TCS. Genom denna uppgörelse förband vi oss att låna ut 500 miljoner rubel, samtidigt som vi fick teckningsoptioner (warrants) som motsvarar strax under två procent av aktierna i TCS.

Transneft

Transneft är världens största pipelinenätverksoperatör med omkring 50 000 kilometer långdistanspipelines, 386 påfyllnadsstationer och 833 reservoarer, med en total lagringskapacitet om cirka 15 miljoner kubikmeter. Bolaget transporterar cirka 93 procent av Rysslands totala oljeproduktion, och skickade under 2006 totalt 459,3 miljoner ton olja genom sina pipelines. Transneft har varit mycket lyckosamma när det kommer till att öka sina transportavgifter varje år, och därigenom också bolagets lönsamhet. Den långsiktiga lönsamheten hos bolaget är dock fortfarande i hög grad avhängig huruvida regeringen beslutar att tillåta kontinuerliga höjningar av dessa tariffer eller inte. Transneft ses också av många som ett

Konstgödningsproducenter, januari 2008

| Bolag | Aktiekurs, USD | Kurs preferensaktie, USD | Börsvärde MUSD | EV MUSD | Free float % | P/E 2008 | EV/EBITDA 2008 | EV/försäljning 2008 |
|---------------|----------------|--------------------------|----------------|---------|--------------|----------|----------------|---------------------|
| Acron | 55 | n/a | 2 385 | 2 607 | 16,13% | 6,4 | 4,5 | 1,5 |
| Ammophos | 110 | n/a | 992 | 954 | 7,02% | 4,5 | 2,9 | 1,0 |
| Kemerovo Azot | 39 | n/a | 265 | 441 | 15,02% | 7,7 | 6,9 | 1,2 |
| Dorogobuzh | 0,57 | 0,39 | 471 | 563 | 22,67% | 4,2 | 3,5 | 1,3 |
| Silvinit | 990 | 665 | 9 482 | 9 667 | 18,86% | 14,3 | 9,8 | 6,2 |
| Uralkali | 6,15 | n/a | 13 065 | 13 230 | 33,10% | 12,7 | 9,3 | 6,1 |
| Apatit | 291 | 159 | 2 146 | 2 406 | 6,6% | 14,7 | 6 | 2,2 |

Källa: Renaissance Capital

bolag som är betydligt undervärderat, både i jämförelse med de största ryska oljebolagen – men framförallt med avseende på den ersättningskostnad per kilometer pipeline som föreligger. Transneft handlas för närvarande runt 206 000 USD per kilometer pipeline, vilket är mindre än en tiondel av kostnaden i några av de senaste pipelineprojekten – vilket i sin tur antyder att det finns rum för förbättringar vad gäller värderingen av bolaget.

Bashneft

Bashneft är ett oljebolag vars tillgångar och produktion är koncentrerade till en av Rysslands regioner, nämligen republiken Bashkortostan. Under 2006 svarade Bashneft för 99 procent av Bashkortostans oljeproduktion, med en volym om 86 miljoner fat och intäkter om 3,7 miljarder USD. Under 2007 uppnådde bolaget en produktion om 233 000 fat per dag, vilket gjorde det till den tionde största producenten i Ryssland. Bashneft har företrädesvis mogna fält och skulle framöver kunna komma att gynnas av lägre skatter på mineralutvinning (MET) för sådana gamla fält. De potentiella skattelättnaderna, som är kopplade till den faktiska uttömningen av fälten, skulle kunna mer än halvera bolagets MET fram till år 2010 och därigenom ha betydande positiva effekter på bolagets EBITDA-marginal. Många ser också Bashneft som ett möjligt uppköpsobjekt från någon av oljejättarnas sida under 2008. En ny strategisk huvudaktieägare skulle med största sannolikhet ge Bashneft tillgång till raffineringkapacitet – vilket ytterligare skulle stärka bolagets lönsamhet.

Ukraina

Den politiska dragkampen i Ukraina fortsätter. Under de sista dagarna i september 2007 avhölls det tidigare lagda parlamentsval som utlysts av president Yuschenko och som hade lett till så mycket kontroverser och politiskt manövrerande under sommarmånaderna – och detta skedde på ett lågmält och relativt välordnat sätt som åtminstone inte ledde till att resultaten ifrågasattes i någon större utsträckning. De officiella valresultaten visar att makten förblir delad mellan de orangea partierna (BYT och OU-PSD) och de partier som stödjer den tidigare presidenten Yanukovich (PoR). Därmed är maktkampen fortfarande i balans. De officiella valresultaten redovisas i tabellen nedan.

Även om den ledande koalitionen i parlamentet formades i slutet av december, dock med en hårfin majoritet om 2 röster, tog det flera upphetsade sittningar innan Radan (det ukrainska parlamentet) kunde utse Yulia Tymoshen-

ko till ny premiärminister. Trots nyårsledigheten tog såväl parlamentet som kabinettet därefter omedelbart upp sitt arbete. I slutet av januari avbröts dock återigen parlamentets arbete. I protest mot ett brev som undertecknats av president Yuschenko, premiärminister Tymoshenko och parlamentets talman (Yatsenyuk), i vilket de uttryckte sitt hopp om att Ukraina skulle kunna ansluta sig till aktionsplanen för ett medlemskap i NATO, började oppositionspartiet PoR blockera parlamentets presidium och förhindrade fysiskt parlamentets arbete under mer än en månad. Det var endast det hägrande hotet om ännu ett allmänt nyval (med Yulia Tymoshenkos stödpartier som de främsta troliga vinnarna) som lyckades förmå parlamentsledamöterna att söka en kompromiss och återuppta sitt arbete. Så här långt har Ukraina en betydligt mer dynamisk regering än vad som var fallet under 2007.

På agendan för parlamentet står ett nationellt genombrott, vilket kräver betydande lagstiftande insatser. Det återstår dock fortfarande att se huruvida Yulia Tymoshenko och hennes anhängare har lärt sig av läxorna från 2005. De första signalerna kring detta är blandade. Å ena sidan sker en kraftansats för att stifta nya lagar, å andra sidan är det samma gamla spel som fortsätter kring en revision av flera tidigare genomförda privatiseringar (Luhansk Teplovoz och Nikopol Ferroalloy Plant utgör omedelbara exempel). Detta tillsammans med en utbredd populism – vilket bland annat visar sig i att man nu börjar betala pengar till de forna insättarna i den tidigare sovjetiska sparbanken. Dessutom har det åter dykt upp tecken på rivaliteten mellan president Yuschenko och premiärminister Tymoshenko, framför allt i form av presidentens inblandning i premiärministerns sätt att sköta den viktiga frågan kring landets gasförsörjning (se ytterligare detaljer nedan), samt i form av det faktum att presidenten bad regeringen att se över sina privatiseringsplaner bara timmar efter att dessa godkänkts av parlamentet.

Det tycks dock fortfarande som om privatiseringar utgör ett av de få trovärdiga sätten för landets regering att finansiera växande budgetutgifter, och vi ser därför vissa uppmuntrande tecken på att dessa privatiseringar nu rullar vidare. Detaljerna kring de sedan länge emotsedda privatiseringarna av Odessa Portside Plant och Ukrtelecom (en betydligt större privatisering än den tidigare förväntade andelen om 67,79 procent av bolaget) har äntligen offentliggjorts. Regeringen har till och med vidtagit åtgärder för att snabba på privatiseringarna, bland annat genom att utse Andriy Portnov, en medlem av den sty-

Övriga innehav

Ukrainas parlamentsval 2007

| Parti/block | Total röstandel | Förändring jmf. föregående val (procentenheter) | Parlamentsplatser |
|--------------------------------------|-----------------|---|-------------------|
| Party of Regions (PoR) | 34,4% | +2,2 | 175 |
| Yulia Tymoshenkos block (BYT) | 30,7% | +8,4 | 156 |
| Our Ukraine – People's | | | |
| Self-Defence (OU-PSD) | 14,2% | 0 | 72 |
| Kommunisterna | 5,4% | -1,2 | 27 |
| Lytvyn Block | 4,0% | n/a | 20 |
| | 88,7% | | 450 |

Kommentar: Socialisterna, som hade flera platser i det tidigare parlamentet, nådde inte över 3-procentsspärren.

rande regeringskoalitionen, till tillförordnad ordförande för den statliga tillgångsfonden. Parlamentet, som måste godkänna detta utnämning, är dock fortfarande blockerat i frågan av oppositionens ledamöter. Eftersom utnämningen av ordföranden för den statliga tillgångsfonden inte heller kan avfärdas utan bifall från parlamentet intervenerade president Yuschenko dock omedelbart och omintetgjorde därmed regeringens drag – en liten seger för lagarnas efterlevnad i Ukraina.

Vi ser också en avsaknad av politisk konsolidering och/eller offentligt samförstånd kring reformarbetet, vilket skulle kunna fortsätta att begränsa regeringens handlingskraft. Ett exempel på detta är att moratoriet för landsförsäljningar har löpt ut, men att landreformen trots detta har blivit försenad i ytterligare ett år – detta på grund av avsaknaden av politisk handlingskraft, samt delade meningar inom den styrande koalitionen.

Denna blandning av populism och ett begränsat handlingsutrymme ska ses mot bakgrund av allt sämre globala makroekonomiska parametrar, vilket särskilt gäller inflationstrycket. I en sådan situation lider också Ukraina, ett land som saknar en aktiv inflationsbekämpningspolitik. Den senaste konsumentprisindexrapporten bekräftade att konsumentpriserna återigen sköt i höjden i januari, då de noterade en uppgång om 2,9 procent jämfört med månaden innan. Detta följer på ökning om 2,1 procent i december och 2,2 procent i november. Mätt i årstakt uppgår inflationen för närvarande till 19,8 procent, vilket är den högsta siffran som uppmätts sedan år 2000. Det främsta exemplet på denna allt högre inflation är matpriserna, som ökade med 4,3 procent i januari jämfört med december – medan prisökningarna på bränslerelaterade produkter sjönk till 1,2 procent, jämfört med 3,8 procent i december och 9,1 procent i november.

Vårt att notera är det faktum att den ukrainska ekonomin fortsätter att uppvisa robusta tillväxttal (7,3 procents reell BNP-tillväxt i årstakt under 2007) trots det politiska stöket i landet. Man kan till och med få bilden av en koppling mellan de båda utvecklingarna - då lokala ukrainska företag växer medan politikerna är alltför involverade i den politiska kampen för att hinna lägga sig i de frågor som berör ekonomi och företagande.

Gasproblemen fortsätter

De frågor som rör Ukrainas gasimport, en import som numer uppgår till mellan 50 och 55 bcm/a och som därmed också kostar landet en hel del pengar, står ofrånkomligen högst upp på det nya kabinetts agenda. I

början av året kom fokus för de återupptagna attackerna att ligga på RosUkrEnergos roll och de generella principerna för gasleveranserna till Ukraina.

Oleh Dubyna, som tidigare var chef för det statsägda ukrainska energiholdingbolaget NAK UEC, utsågs nyligen till chef för Naftogaz Ukraine. Under sina första besök i Moskva gjorde han ett kontroversiellt uttalande om att Ukraina skulle vilja genomföra en betydande höjning av gastransittarifferna för rysk gas som transporteras genom Ukraina till Europa – från den nuvarande nivån om 1,7 USD/mcm/100 kilometer till cirka 7 USD/mcm/100 kilometer. Enligt Dubynas sätt att se på frågan skulle denna ökning hjälpa Ukraina att hantera de kraftigt stigande gaspriserna.

Trots detta kom president Yuschenko att uttala sin ovilja inför detta scenario, då han hävdade att en utveckling som den som beskrivits ovan skulle leda till en motsvarande höjning av transporttarifferna för den gas som kommer Ukraina tillhanda då den transporteras genom Ryssland till Ukraina – och därmed ge en ökning av det inhemska gaspriset i Ukraina. Detta är ett antagande som stöds av en enkel, övergripande räkneövning: Ryssland transporterar cirka 125–127 bcm/a genom det 950 till 1100 kilometer långa ukrainska pipelinesystemet till Europa, medan 50–55 bcm/a gas från Centralasien transporteras en sträcka om cirka 2 500 kilometer, genom Gazproms pipelineätverk, till Ukraina. Som ett resultat av detta är transportkostnaderna i paritet så länge tarifferna på båda sidor av gränsen är kopplade till varandra. För Gazprom skulle en höjning av tarifferna vara neutral, medan Naftogaz Ukraine kanske har en förhoppning om att kunna förbättra sina finanser genom att lägga ökande intäkter från Ryssland till bolagets kassa – medan man för kostnadsökningen som är hänförlig till de stigande transporttarifferna vidare till de inhemska industriella gasköparna. Givet de uppenbara riskerna för den ekonomiska tillväxten i Ukraina och de negativa effekterna på befolkningen som en sådan situation ger upphov till är Yuschenkos motstånd mot det här förslaget berättigt.

Efter dessa initiala motgångar kom Oleh Dubyna att rikta sin offensiv mot RosUkrEnergo, och krävde tillstånd att köpa 50 bcm/a gas direkt från de centralasiatiska producenterna, framför allt Turkmenistan, under 2008. De praktiska detaljerna i detta förslag är oklara, då all gas i Turkmenistan redan avtalats bort och transportkapaciteten kontrakterats till RosUkrEnergo. Så förutsatt att Gazprom inte går med på att eliminera denna mellanhand har Dubynas förslag ingen framtid.

Övriga innehav

Under tiden som detta pågår har den kalla vintern i Centralasien och avledandet av gas för att möta den ökande lokala efterfrågan fått till följd att mängden gas som strömmar genom RosUkrEnergos system till konsumenterna i Ukraina minskat. Gazprom kom därför att ersätta den saknade gasen genom att leverera egen gas, utanför uppställda kontrakt – gas som därmed kom att betinga ett pris om 314,7 USD/mcm. Detta motsvarar det europeiska marknadspriset, vilket överenskommit tidigare genom uppställda generella principer för Rysslands leveranser av gas till Ukraina.

I ett drag ämnat att sätta agendan inför president Yushchenkos och premiärminister Tymoshenkos besök i Moskva den 12 februari 2008 skickade Gazprom ut en pressrelease där man insisterade på att Ukraina skulle betala av samtliga gasrelaterade skulder – som numer uppgår till 1,5 miljarder USD.

Under den påföljande månaden fortsatte förhandlingarna med blandad framgång, vilket resulterade i att Gazprom tillslut skar ner på gasleveranserna till Ukraina vid två tillfällen – båda gångerna med 25 procent. Samtidigt utfärdade Ukraina en varning om att man skulle komma att begränsa volymen gas som transporterades genom landet till Europa, för att kompensera för bortfallet.

Just som konflikten började eskalera nådde Gazprom och Naftogaz Ukraine äntligen en överenskommelse. Detta lade grunden till ett hopp om att denna senaste omgång av den gamla konflikten skulle kunna lösas utan att allt för mycket skada tillfogades bilden av de två parterna i konflikten – till skillnad från utfallet från januari 2006. Huvuddragen i denna överenskommelse var:

- 1) Under 2008 kommer Ukraina att förses med inte mindre än 49,8 bcm gas från Centralasien, till ett pris om 179 USD/mcm;
- 2) Betalning för den gas som levererades från Centralasien till Ukraina under januari och februari 2008 kommer att ske till RosUkrEnerg, medan betalning för den ryska gas som redan konsumerats under samma period (och som av Gazprom prissatts till 315 USD/mcm) kommer att ske med gas som finns i Ukrainas underjordiska lagringsfaciliteter som betalningsmedel;
- 3) Från och med den 1 april 2008 kommer dotterbolag eller bolag kopplade till Gazprom att sälja åtminstone 7,5 bcm gas per år på den ukrainska marknaden;
- 4) Från 2009 kommer priset för gas som säljs i Ukraina att sättas i nivå med priset på den Centralasiatiska gasen (de nyligen genomförda förhandlingarna med de Centralasiatiska ledarna i Moskva visar att dessa priser kommer att vara kopplade till de europeiska gaspriserna).

Överenskommelsen möjliggör för de båda parterna i konflikten att finna en kompromiss, men den har fortfarande mycket kvar att bevisa. De två sidorna är än så länge överens om att man vill eliminera RosUkrEnerg från det Ukrainska gasleveranssystemet, men den alternativa gasleverantören har ännu inte angivits och den tidigare historien med direkta gasleveranser från Gazprom till Ukraina pågades dessvärre av återkommande akuta konflikter.

Ukraina tar plats i WTO

På den positiva sidan märks att Ukrainas president Viktor Yushchenko och WTO:s generalsekreterare Pascal Lamy den 5 februari undertecknade ett protokoll för att erbjuda Ukraina inträde i världshandelsorganisationen. Detta sätter punkt för över 13 år av förhandlingar mellan Ukraina och WTO. Därefter skickades inträdesdokumenten till parlamentet för godkännande. Deadlinen för detta godkännande är den 4 juli 2008. Landet kommer sedan att bli medlem av WTO 30 dagar efter att paketet godkänts – vilket innebär att medlemskapet torde bli klart under sommaren 2008. Officiella företrädare för Ukrainas regering uppskattar att ett medlemskap i WTO skulle kunna addera ytterligare 1,5 till 2,0 procents BNP-tillväxt per år för Ukraina.

Riktningen i Ukrainas utrikespolitik är utan tvekan fortsatt pro-europeisk. Medan Ryssland fortfarande är en mycket viktig handelspartner och granne, är det rörelsen mot Europa som på ett mycket tydligt sätt definierar den fortsatta utvecklingen.

Dakor – en sockerproducent

Dakor är en sockerproducent från västra Ukraina, ett bolag som på ett unikt sätt balanserar jordbruk (produktion av sockerbetor) med sockertillverkning. Bolaget har i år ingått arrendeavtal för 128 000 hektar mark till en total arrendekostnad om 3 miljoner USD (vilket är ungefär 25 USD/hektar, medan den genomsnittliga arrendekostnaden i Ukraina rört sig upp mot 40 USD/hektar). Dakors plan går ut på att öka bolagets jordbruksportfölj till 150 000 hektar under 2008. Dakor driver för närvarande fyra anläggningar för framställning av socker, med en samlad kapacitet om 20 000 ton/dag (motsvarande fem procent av den ukrainska sockermarknaden). Bolaget planerar att öka den arrenderade (ägda) markytan och sockertillverkningskapaciteten (med eventuell tillägg av kylutrymmen för lagring av sockerbetor) för att på så sätt nå en marknadsandel om över tio procent år 2010. Dakors investeringsprogram för 2008 uppgår till 30 miljoner

Övriga innehav

Dakors sådd/skörd

| | 2007 tusen ha | 2008 tusen ha | Yield ton/ha | Price USD/ton |
|--------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|
| Sockerbetor | 21,0 | 28,0–30,0 | 41-43 | 35 |
| Raps | 2,5 | 7,5 | 2,5 | 400–420 |
| Vintervete | 15,5 | 20,0–30,0 | 4,0 | 240 |
| Korn | 0 | 20,0–30,0 | | |
| Majs | 6,0 | 12,0 | | |

Kommentar: Volymerna av korn för 2008 nås endast om avtalet med bryggeriet Slavutich undertecknas. Detta avtal slutförhandlas för närvarande.

USD, vilket kommer att fördelas på följande sätt: 30 procent på sockertillverkning, 10 procent på silos, 20 procent på nya jordbruksmaskiner och 10 procent på tillverkning av konstgödsel.

TKS – en markutvecklare i västra Ukraina

Under oktober adderade TKS ytterligare två projekt (ett i Lvov och ett annat i Truskavets), vilket därmed utökade bolagets totala portfölj till att omfatta 16 projekt med en samlad yta om 225 000 kvadratmeter (en ökning med 44 procent). Projektet i Lvov inkluderar byggandet av ett shoppingcenter (ett köpcentrum med snabbköp – totalt 32 000 kvadratmeter) och ett kontorscenter (30 000 kvadratmeter) – färdigt under andra kvartalet 2009. Projektet i fråga är beläget i närheten av ett betydande bostadsområde och har access till en viktig trafikled, vilket gör det lättillgängligt via såväl privat som kollektivtrafik. Projektet "the Truskavets Ambassador" inkluderar byggandet av ett femvåningskomplex med trestjärniga lägenheter om totalt 60 sovrum (för närvarande till 60 procent färdigställt). Detta projekt kommer att ha en utvecklad infrastruktur (inklusive restaurang och spa-anläggning) och är beläget nära områdets hälsocenter.

Tidigare använde sig TKS av partnerskap med snabbköpskedjor som Auchan (Frankrike) och Furshet (Ukraina, med deltagande från Auchan) för att leasa ut utrymme i de snabbköp man drev. I oktober 2007 tecknade bolaget preliminära leasing-avtal med den ryska snabbköpsoperatören Vester och säkrade därigenom 8–53 procent högre hyresintäkter i fyra projekt i de regionala städerna Truskavets, Drohobych, Boryslav och Novovolynsk. Detta, tillsammans med de nya portföljprojekten, bidrog till att öka substansvärdet hos TKS. I slutet av 2007, medan bolaget drog upp sin utvecklingsstrategi för 2008 med sikte på en fullfjädrad börsnotering under 2009, uppstod en olöslig konflikt mellan de två huvudsakliga aktieägarna i bolaget – Ivan Torskiy och Volodymyr Hovirko. Faktum är dock att konflikten fick en snabb lösning då Ihor Balenko – ägare till den ukrainska dagligvarukedjan Furshet och en partner till såväl TKS som Ivan Torskiy sedan många år tillbaka – köpte Volodymyr Hovirkos andel i bolaget. Ihor Balenkos intåg borde, i och med att denne har en gedigen erfarenhet av att leda stora företag i Ukraina, vara positivt för den fortsatta utvecklingen av TKS strategi. De båda partnererna kommer dock behöva göra en kraftansträngning för att undvika en möjlig framtida konflikt som ett resultat av deras redan mycket spridda affärsarrangemang.

Nyemission i Poltava GOK

Vid en extra bolagsstämma den 7 december 2007 godkände aktieägarna i den ukrainska järnmalmspelletstillverkaren Poltava GOK en ökning av bolagets aktiekapital i syfte att finansiera de fastslagna expansionsplanerna. På grund av de brister som finns i den ukrainska lagstiftningen gällande kapitalmarknaderna, får de lokala bolagen endast ge ut nya aktier till en kostnad som uppgår till aktiernas nominella värde – vilket givetvis bara är legalt nonsens som leder till att bolagen inte har något incitament att öka sitt marknadsvärde. Som ett resultat av detta kom Poltava GOK:s nyemission att bli förknippad med en mycket stor utspädningseffekt, vilket tvingade de dåvarande aktieägarna att delta i den stängda teckningsprocessen – för att undvika att deras innehav i bolaget späddes ut i värde.

Ovanpå det sedan tidigare totalt auktoriserade aktiekapitalet om 1 149 384 000 hryvnyas gav bolaget i samband med emissionen ut 25 350 000 nya aktier till en kurs om vardera 9,96 hryvnyas (cirka två dollar per aktie – medan aktierna vid den tidpunkten handlades till en kurs om över 16 USD). Detta tillförde bolaget 252 486 000 hryvnyas, samtidigt som det ökade antalet utestående aktier med cirka 22 procent.

Den stängda teckningen i emissionen innehöll två steg: Det första steget: 28 dec 2007–22 jan 2008, teckning med företrädesrätt för existerande aktieägare i relation till dessas ägarandel i bolaget

Det andra steget: 23 jan 2008–25 jan 2008, aktieägarna kunde köpa de icke-distribuerade aktierna enligt först-till-kvarn-principen (vilket troligtvis ledde till att majoritetsägaren till det i London noterade bolaget Ferrexpo kom att teckna de flesta aktierna i detta steg)

Intäkterna från nyemissionen planeras att användas till att åstadkomma ytterligare produktionsökningar. Efter emissionen har Ferrexpo, det i Storbritannien noterade moderbolaget till Poltava GOK, tillkännagivit att man förvärvar en flotta om 16 stycken 180-tons truckar och därtill relaterad utrustning till ett värde om 55 miljoner USD för att inleda arbetet vid bolagets järnmalmfyndighet Yerystovske. Utrustningen förväntas levereras under november 2008.

I en separat utveckling har Ferrexpo nyligen tecknat ett långsiktigt exportkontrakt för att under tre år leverera 1,3 miljoner ton pellets till en ny kund i Ukrainas närhet.

Övriga innehav

Största aktieägarna per 28 december 2007

Nedanstående aktieägarförteckning per 28 december 2007 utvisar de 15 största ägarna vid detta tillfälle. Antalet aktieägare i Vostok Nafta uppgick den 28 december 2007 till drygt 13 000.

Aktieinformation

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

Utdelningspolicy

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

Information om substansvärdet

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

Potentiell substansrabatt

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

Marknaden

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

Aktieomsättning

Den genomsnittliga dagliga omsättningen under perioden 4 juli 2007–31 december 2007 var 141 700 aktier. Under kvartalet 1 oktober 2007–31 december 2007 var den genomsnittliga dagsomsättningen 151 500 aktier. Handel har pågått 100% av tiden.

Vostok Nafta-aktiens kodbeteckningar

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

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

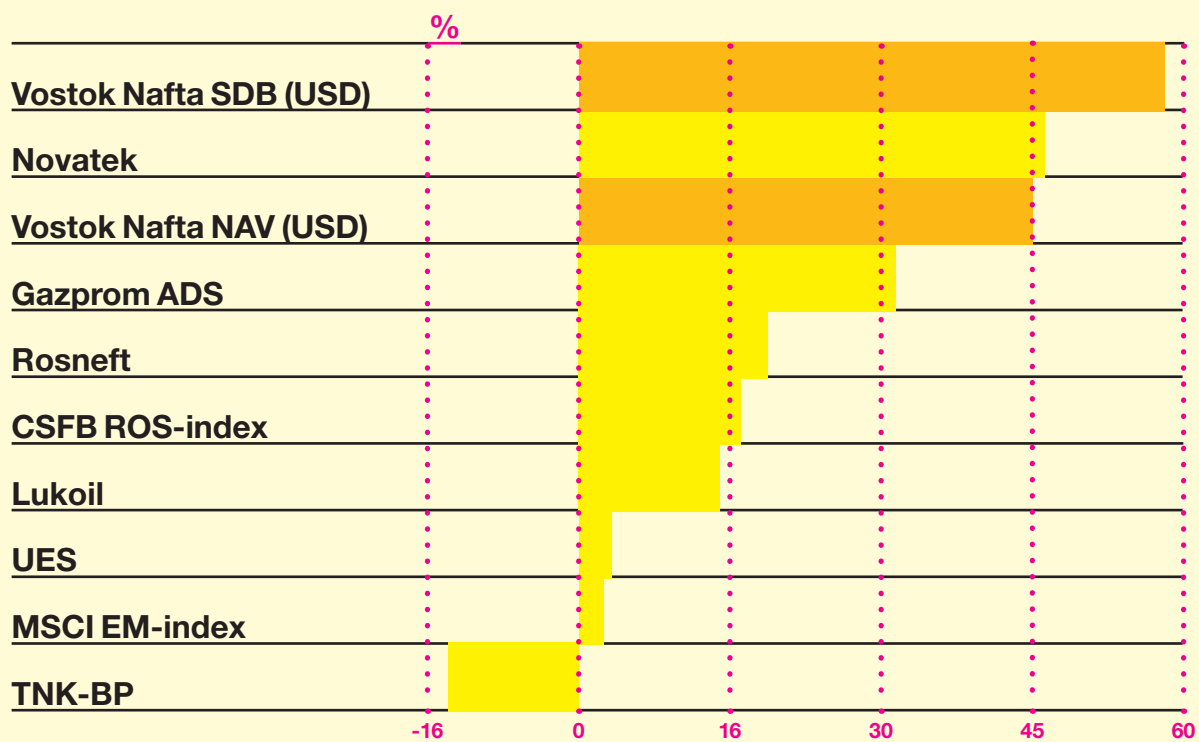
Vostok Nafta-aktien

Vostok Nafta-aktien

Största aktieägarna, 28 dec 2007

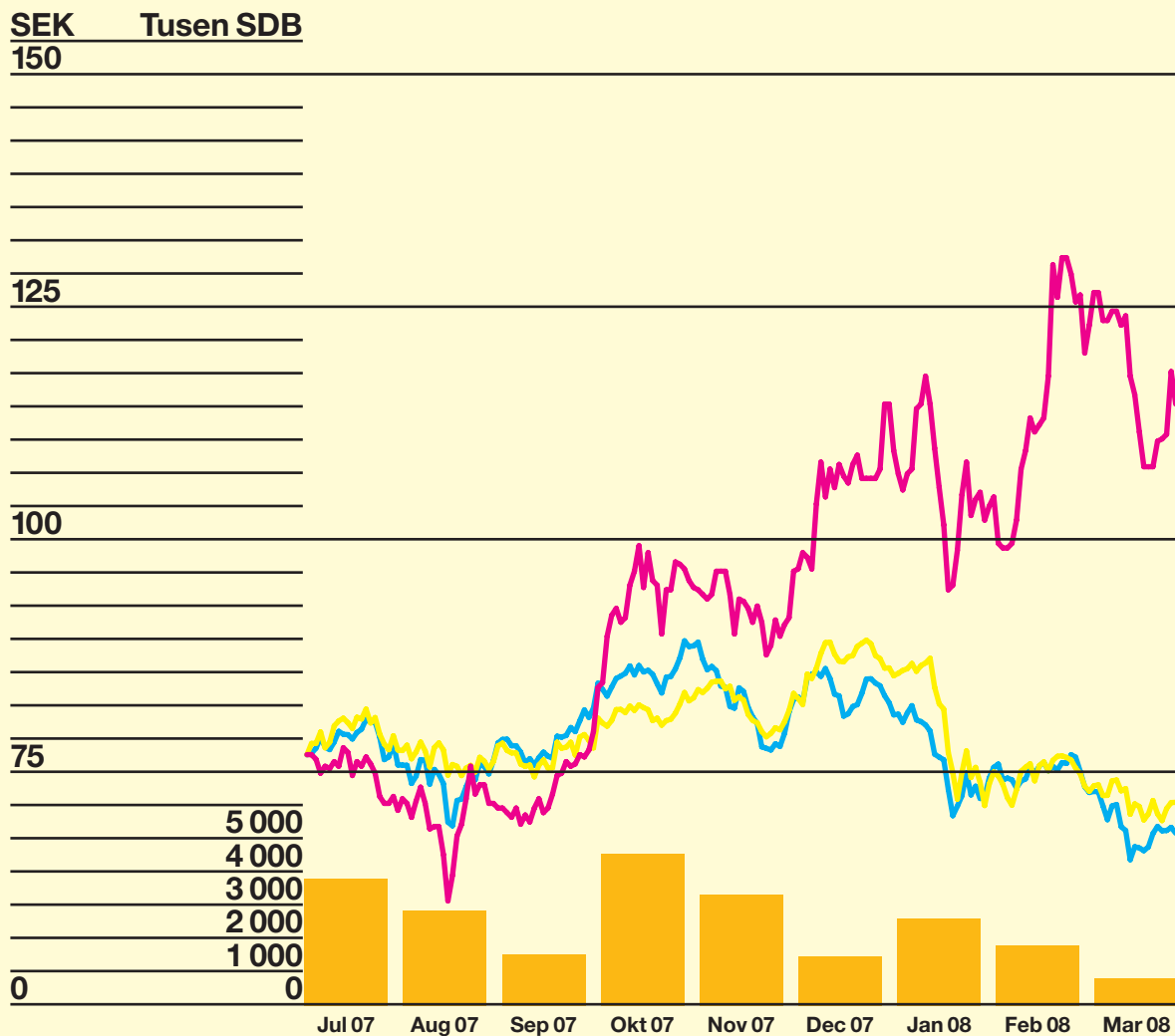
| | Antal SDB | Andel av kapital och röster, % |
|---------------------------------------|------------|--------------------------------|
| 01 Lorito Holdings Ltd* | 14 000 000 | 30,42% |
| 02 Fjärde AP-fonden | 2 233 105 | 4,85% |
| 03 Fidelity Em Eur M East & Afr Fund | 1 658 655 | 3,60% |
| 04 AFA Försäkringar | 1 366 904 | 2,97% |
| 05 Swedbank Robur Fonder | 830 219 | 1,80% |
| 06 Investors Bank & Trust | 823 770 | 1,79% |
| 07 Nordea Fonder | 816 400 | 1,77% |
| 08 Speaking Partners AB | 813 534 | 1,77% |
| 09 Northern Trust Company | 439 373 | 0,95% |
| 10 Handelsbanken/SPP Fonder | 423 926 | 0,92% |
| 11 East Capital Fonder | 376 850 | 0,82% |
| 12 Gamla Livförsäkringsaktiebolaget | 280 550 | 0,61% |
| 13 Folksam Fonder | 274 678 | 0,60% |
| 14 Skandia Liv | 258 825 | 0,56% |
| 15 SEB Fonder | 217 790 | 0,47% |
| Totalt 15 största ägarna | 24 814 579 | 53,92% |
| Övriga utländska ägare och förvaltare | 13 949 905 | 30,31% |
| Övriga, cirka 13 000 aktieägare | 7 256 417 | 15,77% |
| Totalt | 46 020 901 | 100,00% |

* Lorito Holdings Ltd. är ett bolag som helägs av en stiftelse vars förmanstagare är Adolf H Lundins dödsbo.



Utveckling av ryska aktier och Vostok Nafta, juli–december 2007

Vostok Nafta SDB, SEK
 RTS-index, justerat
 MSCI Emerging Markets-index, justerat
 Vostok Nafta månadsomsättning, tusen SDB (höger)



Vostok Naftas aktiekursutveckling

4 juli 2007–31 mars 2008
 Källa: Bloomberg

Bakgrund

Vostok Nafta Investment Ltd. ("Vostok Nafta" eller "Företaget") registrerades i Bermuda den 5 april 2007 med registreringsnummer 39861. Företagets svenska depåbevis (SDB) är noterade på OMX Nordic Exchange Stockholm, Mid Cap-segmentet, ticker VNIL SDB. Per utgången av december 2007 uppgick antalet aktieägare i företaget till ca 13 000.

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

Koncernstruktur

Per den 31 december 2007 består Vostok Nafta-koncernen av det bermudianska moderbolaget Vostok Nafta Investment Ltd, ett helägt dotterbolag på Bermuda, Vostok Holding Ltd, ett helägt cypriotiskt dotterbolag, Vostok Komi (Cyprus) Ltd, ett helägt ryskt dotterbolag, OOO Resursniye Investitsii, samt ett helägt svenskt dotterbolag, Vostok Nafta Sverige AB. Vostok Komi (Cyprus) Ltd ansvarar för koncernens portföljförvaltning.

Vostok Nafta-koncernen har för närvarande fyra personer anställda i Stockholm, en anställd i London, samt sexton anställda i Moskva.

Verksamhetspolicy

"Nya" Vostok Nafta kommer att fortsätta investera i enlighet med tidigare strategier för "gamla" Vostok Nafta, d v s med tydligt och uthålligt fokus på Ryssland och dess grannländer. Mandatet har dock breddats med avseende på geografiska områden och industriella sektorer.

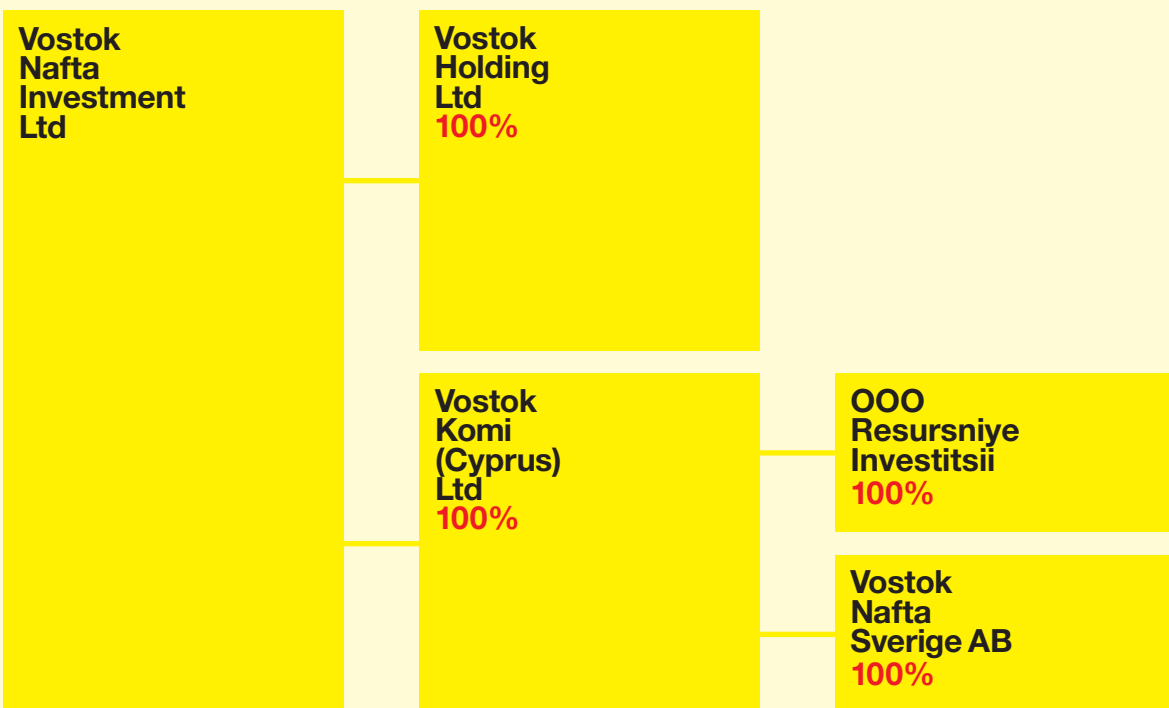
Arbetsordning

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

Verkställande direktören leder det dagliga arbetet och förbereder investeringsrekommendationer tillsammans med de andra medlemmarna i investeringskommittén. Vidare har ordföranden en beslutsfattande position och deltar i arbetet på daglig basis. Beslut om investeringar tas av investeringskommittén, vilken verkar i London, och som utgörs av tre representanter ur styrelsen. Två ledamöter, dvs en majoritet av kommittén, kan i förening utfärda investeringsrekommendationer, varefter styrelsen för Vostok Komi (Cyprus) Ltd fattar investeringsbesluten. Mellan styrelsesammanträdena rapporterar verkställande direktören till ordföranden regelbundet samt till styrelseledamöterna minst en gång i månaden.

Företagsinformation

Företagsinformation



Vostok Nafta-koncernen

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

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

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

Resultaträkningar i sammandrag

| (TUSD) | Jan 2007– dec 2007 (12 mån) | Jan 2006– dec 2006 (12 mån) | Okt 2004– dec 2005 (15 mån) | Okt 2003– sep 2004 (12 mån) |
|---|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| Resultat från finansiella tillgångar | 282 100 | 61 908 | 126 066 | 41 514 |
| Övriga intäkter | 10 412 | 12 541 | 4 726 | 2 914 |
| Summa intäkter | 292 512 | 74 449 | 130 792 | 44 428 |
| Rörelsens kostnader | -5 704 | -3 441 | -3 821 | -3 520 |
| Rysk kupongskattkostnad på utdelningsintäkter | -1 499 | -1 897 | -691 | -437 |
| Rörelseresultat | 285 309 | 69 111 | 126 280 | 40 471 |
| Finansiella intäkter och kostnader, netto | -2 155 | 610 | 3 209 | 7 777 |
| Resultat före skatt | 283 154 | 69 721 | 129 488 | 48 248 |
| Skatt | -389 | -88 | -502 | -60 |
| Periodens resultat | 282 765 | 69 633 | 128 986 | 48 188 |

Balansräkningar i sammandrag

| (TUSD) | 31 dec 2007 | 31 dec 2006 | 31 dec 2005 | 30 sep 2004 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Materiella anläggningstillgångar | 545 | 316 | 92 | - |
| Finansiella anläggningstillgångar | 822 394 | 387 182 | 185 138 | 98 473 |
| Finansiella omsättningstillgångar | - | - | 995 | 995 |
| Likvida medel | 27 528 | 5 124 | 7 212 | 5 118 |
| Övriga omsättningstillgångar | 8 765 | 969 | 16 631 | 49 966 |
| Summa tillgångar | 859 232 | 393 591 | 210 068 | 154 552 |
| Eget kapital | 803 954 | 385 043 | 209 532 | 154 426 |
| Uppskjuten skatteskuld | 1 358 | 11 | - | - |
| Aktuell skatteskuld | 106 | 585 | 509 | 80 |
| Övriga skulder | 53 814 | 7 952 | 27 | 46 |
| Summa eget kapital och skulder | 859 232 | 393 591 | 210 068 | 154 552 |

Kassaflödesanalyser i sammandrag

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

Flerårsöversikt

Flerårsöversikt

Nyckeltal

| (TUSD om inget annat anges) | Jan 2007– dec 2007 (12 mån) | Jan 2006– dec 2006 (12 mån) | Okt 2004– dec 2005 (15 mån) | Okt 2003– sep 2004 (12 mån) |
|---|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| Soliditet, % | 93,57 | 97,83 | 99,74 | 99,92 |
| RÄNTEBÄRANDE KAPITAL | | | | |
| Avkastning på eget kapital, % | 47,56 | 20,88 | 70,88 | 37,94 |
| Avkastning på sysselsatt kapital, % | 46,04 | 20,88 | 70,88 | 37,94 |
| Skuldsättningsgrad, ggr | 6,21 | - | - | - |
| Räntetäckningsgrad, ggr | 77 | - | - | - |
| AKTIEDATA | | | | |
| Substansvärde, MUSD | 804 | 385 | 210 | 154 |
| SEK/USD | 6,4683 | 6,85 | 7,94 | 7,27 |
| Substansvärde, MSEK | 5 200 | 2 638 | 1 667 | 1 123 |
| Substansvärdeutveckling i USD, % | 109 | 84 | 35 | 48 |
| RTS-index | 2291 | 1 922 | 1 126 | 632 |
| Utveckling av RTS-index | 19 | 71 | 78 | 11 |
| Utdelning, | - | - | - | - |
| Utdelning per aktie | - | - | - | - |
| Direktavkastning i % | - | - | - | - |
| AKTIEDATA | | | | |
| Substansvärde per aktie, USD | 17,47 | 8,34 | 4,55 | 3,36 |
| Substansvärde per aktie, SEK | 113,00 | 57,31 | 36,15 | 24,39 |
| Antal utestående aktier vid årets slut | 46 020 901 | 46 020 901 | 46 020 901 | 46 020 901 |
| Vägt genomsnittligt antal utestående aktier | 46 020 901 | 46 020 901 | 46 020 901 | 46 020 901 |
| - efter utspädning | 46 020 901 | 46 020 901 | 46 020 901 | 46 020 901 |
| ANSTÄLLDA | | | | |
| Medelantalet anställda under perioden | 9 | 10 | 9 | 8 |

Aktiedata

Företaget bildades under 2007 och hade intill dess att teckningsoptionerna utnyttjades i juli 2007 endast en aktie. För att visa meningsfull per aktie data för samtliga hela perioder, har det antal aktier använts som uppnåddes efter utnyttjandet av teckningsrätterna. Relaterat kapital i samband med nyemissionen under 2007 har däremot inte beaktats.

Definition av nyckeltal

Soliditet Eget kapital i procent av balansomslutningen.

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

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

Skuldsättningsgrad Räntebärande skulder och avsättningar dividerat med eget kapital.

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

Resultat per aktie Nettoresultat dividerat med genomsnittligt antal aktier.

Substansvärde Substansvärde definieras som eget kapital.

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

Flerårsöversikt

Styrelse

Lukas H Lundin

Ordförande

Svensk medborgare, född 1958. Medlem i styrelsen sedan 2007. Kommittéer i Vostok Nafta: ersättningskommittén, investeringskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: direktör Lundin Oil AB samt vd för International Musto Exploration Ltd i över 12 år. Lukas H Lundin har en gruvingenjörsexamen från The New Mexico Institute of Mining and Technology. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: ordförande i Vostok Gas Ltd, Tanganyika Oil Co. Ltd, Suramina Resources Inc., Canadian Gold Hunter Corp., Red Back Mining Inc., Denison Mines Corp och Lundin Mining Corporation, styrelseledamot i Lundin Petroleum AB, Atacama Minerals Corp. och Pearl Exploration and Production Ltd. Innehav i Vostok Nafta: 40 000 depåbevis. Lön och ersättningar: 76 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

Al Breach

Ledamot

Brittisk medborgare, född 1970. Medlem i styrelsen sedan 2007. Arbetslivserfarenhet och utbildning: mellan början av 2003 och oktober 2007 var Al Breach anställd på Brunswick UBS/UBS i Moskväs analysavdelning, bl.a. som verkställande direktör och analyschef. Al Breach har tidigare varit anställd som Ryslands- och OSS-ekonom hos Goldman Sachs samt inom fondförvaltning vid Rothschild Asset Management i London. Al Breach har en MSc i ekonomi från London School of Economics och examen i matematik från Edinburghs Universitet. Innehav i Vostok Nafta: inget. Lön och ersättningar: 29 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

Per Brilioth

Verkställande direktör och ledamot

Svensk medborgare, född 1969. Medlem i styrelsen och verkställande direktör sedan 2007. Kommittéer i Vostok Nafta: investeringskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: Mellan 1994 och 2000 arbetade Per Brilioth vid fondkommissionärsfirman Hagströmer & Qviberg i Stockholm som chef för deras emerging markets-enhet och han har under flera år jobbat mycket nära den ryska aktiemarknaden. Per har en kandidatexamen i företagsekonomi från Stockholms

Universitet och en Master of Finance från London Business School. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: ordförande i Black Earth Farming Ltd, styrelseledamot i Vostok Gas Ltd, Kontakt East Holding AB, Bukowskis Auktioner AB och X5 Group AB. Innehav i Vostok Nafta: 80 000 depåbevis och 250 000 optioner. Lön och ersättningar: 800 TUSD. Avtal om avgångsvederlag och pension: Brilioth har rätt till tolv månaders full lön i händelse av uppsägning från företags sida. Skulle han själv välja att avgå måste han iaktta sex månaders uppsägningstid. Brilioth har också en pensionsplan motsvarande ITP-standard.

Paul Leander-Engström

Ledamot

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

Torun Litzén

Ledamot

Svensk medborgare, född 1967. Medlem i styrelsen sedan 2007. Kommitté i Vostok Nafta: revisionskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: Director Investor Relations hos Investment AB Kinnevik. Torun Litzén har en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: Vostok Gas Ltd. Innehav i Vostok Nafta: 200 depåbevis. Lön och ersättningar: 43 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

Ian H Lundin

Ledamot

Svensk medborgare, född 1960. Medlem i styrelsen sedan 2007. Kommitté i Vostok Nafta: revisionskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: tidigare

Styrelse, koncernledning och revisorer

Styrelse, koncernledning och revisorer

verkställande direktör i Lundin Petroleum AB och Lundin Oil AB samt verkställande direktör och koncernchef för International Petroleum Corporation. Ian H Lundin har en petroleumingenjörsexamen från University of Tulsa. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: styrelseordförande i Lundin Petroleum AB. Innehav i Vostok Nafta: 40 000 depåbevis. Lön och ersättningar: 43 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

William A Rand **Ledamot**

Kanadensisk medborgare, född 1942. Medlem i styrelsen sedan 2007. Kommitté i Vostok Nafta: revisionskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: vd för Rand Edgar Investment Corp. med kontor i Vancouver. William A Rand har en ekonomiexamen från McGill University, en juristexamen från Dalhousie University och en Masters of Law från London School of Economics. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: Vostok Gas Ltd, Lundin Mining Corporation, Lundin Petroleum AB, Canadian Gold Hunter Corp., Suramina Resources Inc., Pender Financial Group Corporation och Dome Ventures Corporation. Innehav i Vostok Nafta: 35 000 depåbevis. Lön och ersättningar: 50 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

Robert J Sali **Ledamot**

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

Koncernledning

Per Brilioth: verkställande direktör. Se även under avsnittet ”Styrelse” ovan.

Anders Sjöberg: ekonomichef. Svensk medborgare, född 1970. Anställd sedan 2007. Innehav i Vostok Nafta: 2 200 depåbevis och 30 000 optioner.

Sergei Glaser: analytiker, medlem i ledningsgruppen. Brittisk medborgare, född 1958. Anställd sedan 2007. Innehav i Vostok Nafta: 47 100 depåbevis och 150 000 optioner.

Revisorer

PricewaterhouseCoopers AB

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

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

Styrelse, koncernledning och revisorer

Styrelsen och verkställande direktören för Vostok Nafta Investment Limited avger härmed årsredovisning för verksamhetsåret 1 januari 2007–31 december 2007.

Koncernstruktur

Vostok Nafta Investment Ltd. registrerades i Bermuda den 5 april 2007 med registreringsnummer 39861. Ett namnbyte till Vostok Nafta Investment Ltd skedde i juni 2007.

Koncernen Vostok Nafta Investment Ltd bildades i samband med omstruktureringen av Vostok Gas-koncernen, som ägde rum under 2007. Omstrukturen innefattade ett förvärv av Vostok Komi (Cyprus) Ltd och dess dotterföretag Vostok Nafta Sverige AB från Vostok Gas, och en därpå följande överföring av icke Gazprom-relaterade tillgångar från Vostok Gas-koncernen till Vostok Nafta-koncernen. För ytterligare detaljer, se nedan under "Koncernens bildande".

Per den 31 december 2007 består koncernen av ett bermudianskt moderbolag, ett helägt bermudianskt dotterbolag, ett helägt cypriotiskt dotterbolag, ett helägt ryskt dotterbolag och ett helägt svenskt dotterbolag. Koncernens portföljförvaltning handhas av Vostok Komi (Cyprus) Ltd.

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

Koncernens bildande

Vostok Nafta-koncernen bildades i samband med omstruktureringen av Vostok Gas-koncernen. Som ett första steg i bildandet anskaffades Vostok Komi (Cyprus) Ltd och Vostok Nafta Sverige AB för en köpeskillning om 185 TUSD. Nästa steg var Vostok Komi's förvärv av icke Gazprom-relaterade tillgångar från Austro (Cyprus) Ltd (ett företag i Vostok Gas-koncernen) för ett totalt belopp av 377,5 MUSD. Förvärvade tillgångar avsåg:

– icke Gazpromrelaterad aktieportfölj om 370,7 MUSD

– obetalda aktietransaktioner om 1,8 MUSD, samt

– likvida medel om 5,0 MUSD.

Betalning av förvärvade tillgångar har skett genom att Vostok Komi utgivit ett skuldebrev om 377,5 MUSD till Austro.

Vostok Nafta har därefter sålt 46 020 900 teckningsoptioner till Vostok Gas för 377,5 MUSD, vilka betalats

genom utgivande av skuldebrev. Vostok Nafta fick således en fordran på Vostok Gas om 377,5 MUSD, vilken användes för att reglera Vostok Komis skuld till Austro. Efter aktiesplit i Vostok Gas inlöstes hälften av dess aktier i utbyte mot ovan nämnda 46 020 900 teckningsoptioner i Vostok Nafta. En teckningsoption berättigade innehavaren till teckning av ett nyemitterat depåbevis i Vostok Nafta till ett pris av 22 SEK. Den 4 juli 2007 slutfördes bildandet av Vostok Nafta genom noteringen av Vostok Naftas SDB på OMX Nordic Exchange Stockholm. Likviden från nyemissionen uppgår netto efter nyemissionskostnader till ca 146 MUSD (ca 990 MSEK).

För en redogörelse för de redovisningsprinciper som tillämpats i samband med Vostok Nafta-koncernens bildande (som en del av omstruktureringen av Vostok Gas), se not 1 i Noter till bokslutet, sidan 67.

"Nya" Vostok Nafta kommer att fortsätta investera i enlighet med tidigare strategier för "gamla" Vostok Nafta, med ett tydligt och uthålligt fokus på Ryssland och dess grannländer. Mandatet har dock breddats med avseende på geografiska områden och industriella sektorer. Vidare har bildandet av Vostok Nafta och det kapital som tillskjutits företaget fått bättre förutsättningar att tillvarata de investeringsmöjligheter som finns i Ryssland och övriga OSS-länder.

Lånefinansiering

Per den 4 maj 2007 ingick Vostok Komi (Cyprus) Ltd avtal om lånefinansiering. Lånet, som nominellt uppgår till 50 MUSD, löper ut den 4 maj 2008 och har en rörlig ränta om 200 punkter över LIBOR.

Ställd pant för lånet utgörs av Vostok Komis aktieportfölj.

Resultat och portföljvaktning

Under perioden 1 januari 2007–31 december 2007 var resultatet från finansiella tillgångar, värderade till verkligt värde över resultaträkningen, 158,41 MUSD (25,88). Resultat från investeringar i intresseföretag var 123,69 MUSD (36,03). Utdelningsintäkter har redovisats med 10,09 MUSD (12,54).

Rörelsekostnaderna för perioden blev –5,71 MUSD (–3,44).

Finansnettot uppgick till –2,16 MUSD (0,61).

Periodens nettoresultat efter skatt blev 282,77 MUSD (69,63).

Förvaltningsberättelse

Förvaltningsberättelse

Redovisat eget kapital uppgick till 803,95 MUSD (385,04) per 31 december 2007.

Vostok Naftas substansvärde per aktie har under tiden 1 januari 2007–31 december 2007 ökat med 108,72% (exklusive effekt av nyemissionslikvid: +51,29%). Denna ökning är större än för den ryska aktiemarknaden som helhet speglad av RTS-index, som stigit 19,23% under samma tid.

I absoluta termer har substansvärdet ökat från 385,04 MUSD till 803,95 MUSD. Förändringen i substansvärdet är ett resultat av erhållen nyemissionslikvid (+146,35 MUSD), årets resultat (+282,77 MUSD) och övriga eget kapital-transaktioner (-10,21).

Under perioden uppgick nettoinvesteringar i finansiella tillgångar till verkligt värde över resultaträkningen till 151,86 MUSD.

Aktieinformation

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

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

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

Styrelsearbetet

Vostok Naftas styrelse består av åtta ledamöter.

Under räkenskapsåret har sex styrelsemöten avhållits. Ledamöterna representerar ett antal olika nationaliteter. Styrelsemöten genomförs på engelska. Tre av styrelsemedlemmarna utgör investeringskommittén. Två av dessa tre medlemmar i förening ger investeringsrekommendationer till styrelsen för Vostok Komi (Cyprus) Limited, som därefter tar det formella investeringsbeslutet. Bolagets styrelse har två underkommittéer: revisionskommittén och kompensationskommittén. Styrelsens och dess underkommittéers arbete och sammansättning beskrivs i detalj i Bolagsstyrningsrapporten på sidan 88.

I enlighet med Koden har bolagsstämman inrättat en nomineringskommitté som utarbetar förslag till val och arvodering av styrelseledamöter och revisorer till bolagsstämman 2008 avseende

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

Nomineringskommittén för bolagsstämman 2008 har konstituerats med följande medlemmar: Ian H Lundin, företrädare för Lorito Holdings Ltd och ledamot av Vostok Naftas styrelse, Åsa Nisell, Swedbank Robur Fonder, samt Lars Öhrstedt, AFA Försäkring. Vid nomineringskommitténs första möte utsågs Ian H Lundin till kommitténs ordförande.

Riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare m.m.

Styrelsen föreslår inför bolagsstämman 2008 att de riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare som antogs vid extra bolagsstämma den 18 maj 2007 skall fortsätta att tillämpas. Vid den extra stämman antogs följande principer om ersättningsvillkor m.m. för bolagsledningen. Ersättning till den verkställande direktören och andra personer i bolagets ledning skall utgöras av fast lön, eventuell rörlig ersättning, övriga förmåner samt pension. Med andra personer i bolagets ledning avses medlemmar av koncernledningen, f.n. två personer utöver verkställande direktören. Den sammanlagda ersättningen skall vara marknadsmässig och konkurrenskraftig. Fast lön och rörlig ersättning skall vara relaterad till befattningshavarens ansvar och befogenheter. Den rörliga ersättningen skall i första hand hanteras inom ramen för bolagets optionsplan och i de fall annan rörlig ersättning kan utgå skall denna vara förenad med en marknadsmässig övre gräns och specificerade resultatmål för bolaget och/eller befattningshavaren. Uppsägningstiden skall vara tre till sex månader från befattningshavarens sida. Vid uppsägning från bolaget skall summan av uppsägningstid och den tid under vilken avgångsvederlag utgår maximalt vara 12 månader. Pensionsförmåner skall vara antingen förmåns- eller avgiftsbestämda, eller en kombination därav, med individuell pensionsålder. Förmånsbestämda pensionsförmåner förutsätter intjänande under en förutbestämd anställ-

Förvaltningsberättelse

ningstid. Styrelsen skall äga rätt att frångå riktlinjerna, om det i ett enskilt fall finns särskilda skäl för det.

Bolagsstyrningsrapport

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

Anställda

Vostok Nafta hade vid räkenskapsårets slut en anställd i London. Fyra personer var anställda av Vostok Nafta Sverige AB i Stockholm. 16 personer arbetade vid Vostok Komis representationskontor i Moskva. För ytterligare information se not 23 i Noter till räkenskaperna.

Förslag till vinstdisposition

Koncernens balanserade vinstmedel uppgår till 611 457 TUSD.

Styrelsen och verkställande direktören föreslår att moderbolagets balanserade vinstmedel om 335 177 TUSD, varav årets vinst 3 222 TUSD, balanseras och att ingen utdelning skall ske för perioden.

Styrelsen och verkställande direktören försäkrar att koncernredovisningen har upprättats i enlighet med internationella redovisningsstandarder (IFRS), och ger en rättvisande bild av koncernens ställning och resultat. Årsredovisningen har upprättats i enlighet med god redovisningssed och ger en rättvisande bild av moderbolagets ställning och resultat.

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

Stockholm den 4 april 2008

Lukas H Lundin, ordförande

Al Breach, ledamot

Paul Leander-Engström, ledamot

Torun Litzén, ledamot

Ian H Lundin, ledamot

William A Rand, ledamot

Robert J Sali, ledamot

Per Brilioth, ledamot och verkställande direktör

Förvaltningsberättelse

Resultaträkning – koncernen

| (TUSD) | Not | 1 jan 2007– 31 dec 2007 | 1 jan 2006– 31 dec 2006 |
|--|-------------|----------------------------|----------------------------|
| Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen | 3,12 | 158 407 | 25 877 |
| Resultat från innehav i intresseföretag | 4,13 | 123 693 | 36 031 |
| Utdelningsintäkter | 5 | 10 087 | 12 541 |
| Övriga rörelseintäkter | 6 | 325 | – |
| Totala rörelseintäkter | | 292 512 | 74 449 |
| Rörelsens kostnader | 7,23 | –5 704 | –3 441 |
| Rysk kupongskattkostnad på utdelningsintäkter | | –1 499 | –1 897 |
| Rörelseresultat | | 285 309 | 69 111 |
| Finansiella intäkter och kostnader | | | |
| Ränteintäkter | | 1 225 | 584 |
| Räntekostnader | 19 | –3 709 | – |
| Valutakursvinster/-förluster, netto | | 538 | 26 |
| Övriga finansiella kostnader | | –210 | – |
| Totala finansiella intäkter och kostnader | | –2 155 | 610 |
| Resultat före skatt | | 283 154 | 69 721 |
| Skatt | 8 | –389 | –88 |
| Årets resultat | | 282 765 | 69 633 |
| Resultat per aktie (USD) | 9 | 6,14 | 1,51 |
| Resultat per aktie efter utspädning (USD) | 9 | 6,14 | 1,51 |

Resultaträkning – koncernen

Resultaträkning – koncernen

Balansräkning – koncernen

| (TUSD) | Not | 31 dec 2007 | 31 dec 2006 |
|--|-----------|----------------|----------------|
| ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR | | | |
| Materiella anläggningstillgångar | | | |
| Kontorsinventarier | 10 | 545 | 316 |
| Totala materiella anläggningstillgångar | | 545 | 316 |
| Finansiella anläggningstillgångar | | | |
| Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen | 11,12 | 565 043 | 292 515 |
| Innehav i intresseföretag | 11,13 | 248 213 | 94 667 |
| Lånefordringar | 11,14 | 9 138 | - |
| Totala finansiella anläggningstillgångar | | 822 394 | 387 182 |
| OMSÄTTNINGSTILLGÅNGAR | | | |
| Likvida medel | 11,16 | 27 528 | 5 124 |
| Fordringar på närstående | 24 | 4 894 | 611 |
| Obetalda aktietransaktioner | | 3 172 | - |
| Skattefordringar | | 98 | 220 |
| Övriga kortfristiga fordringar | 15 | 601 | 138 |
| Totala omsättningstillgångar | | 36 293 | 6 093 |
| TOTALA TILLGÅNGAR | | 859 232 | 393 591 |
| EGET KAPITAL (inklusive årets resultat) | 17 | 803 954 | 385 043 |
| LÅNGFRISTIGA SKULDER | | | |
| Uppskjuten skatteskuld | 8 | 1 358 | 11 |
| Totala långfristiga skulder | | 1 358 | 11 |
| KORTFRISTIGA SKULDER | | | |
| Räntebärande kortfristiga skulder | | | |
| Upplåning | 19,21 | 50 438 | - |
| Icke räntebärande kortfristiga skulder | | | |
| Skatteskulder | | 106 | 585 |
| Skulder till närstående | 24 | 586 | - |
| Obetalda aktietransaktioner | | 1 677 | 7 626 |
| Övriga kortfristiga skulder | 20 | 141 | 27 |
| Upplupna kostnader | | 972 | 299 |
| Totala kortfristiga skulder | | 53 920 | 8 537 |
| TOTALT EGET KAPITAL OCH SKULDER | | 859 232 | 393 591 |

Balansräkning – koncernen

Balansräkning – koncernen

Förändringar i eget kapital – koncernen

| (TUSD) | Aktie- kapital | Övrigt tillskjutet kapital | Akkumulerat resultat inklusive årets resultat | Minoritets- intresse | Totalt |
|---|-------------------|----------------------------------|--|-------------------------|---------|
| Eget kapital per 31 december 2005 | - | - | 209 035 | 156 | 209 191 |
| Årets resultat 1 januari 2006–31 december 2006 | - | - | 69 633 | - | 69 633 |
| Summa totalt redovisade intäkter och kostnader | | | | | |
| 1 januari 2006–31 december 2006 | - | - | 69 633 | - | 69 633 |
| Transaktioner mellan Vostok Gas och Vostok Nafta | - | - | -11 855 | - | -11 855 |
| Genom ägartillskott tillförda | | | | | |
| tillgångar och skulder (not 17) | - | - | 118 230 | - | 118 230 |
| Reversering av minoritetsintresse som uppkommit vid företagsförvärv | - | - | - | -156 | -156 |
| | - | - | 106 375 | -156 | 106 219 |
| Eget kapital per 31 december 2006 | - | - | 385 043 | - | 385 043 |
| Årets resultat 1 januari 2007–31 december 2007 | - | - | 282 765 | - | 282 765 |
| Summa totalt redovisade intäkter och kostnader | | | | | |
| 1 januari 2007–31 december 2007 | - | - | 282 765 | - | 282 765 |
| Personaloptionsprogram: | | | | | |
| - värde på anställdas tjänstgöring | - | 125 | - | - | 125 |
| Likvid från utgivande av teckningsoptioner | - | - | 476 | - | 476 |
| Genom ägartillskott tillförda | | | | | |
| tillgångar och skulder (not 17) | - | - | -10 903 | - | -10 903 |
| Utnyttjande av emitterade teckningsoptioner | 46 021 | - | -46 021 | - | - |
| Erhållet från nyemission (not 18), netto efter transaktionskostnader | - | 146 351 | - | - | 146 351 |
| Valutakursdifferenser | - | - | 97 | - | 97 |
| | 46 021 | 146 476 | -56 351 | - | 136 146 |
| Eget kapital per 31 december 2007 | 46 021 | 146 476 | 611 457 | - | 803 954 |

Förändringar i eget kapital – koncernen

Förändringar i eget kapital – koncernen

Kassaflödesanalys – koncernen

(TUSD)

1 jan 2007–
31 dec 20071 jan 2006–
31 dec 2006**KASSAFLÖDE FRÅN ÅRETS VERKSAMHET**

| | | |
|--|----------|---------|
| Resultat före skatt | 283 154 | 69 721 |
| Justering för: | | |
| Ränteintäkter | -1 225 | -584 |
| Räntekostnader | 3 709 | - |
| Valutakursvinster | -538 | -25 |
| Avskrivningar | 78 | 40 |
| Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen | -158 407 | -25 877 |
| Resultat från innehav i intresseföretag | -123 693 | -36 031 |
| Övriga icke-kassaflödespåverkande poster | 1 127 | - |
| Förändringar i kortfristiga fordringar | -8 428 | 4 795 |
| Förändringar i kortfristiga skulder | -5 480 | 18 887 |
| Kassaflöde använt i/från verksamheten | -9 703 | 30 926 |

| | | |
|--|----------|----------|
| Investeringar i finansiella tillgångar till verkligt värde | -356 036 | -395 763 |
| Försäljning av finansiella tillgångar till verkligt värde | 219 482 | 256 622 |
| Ökning av lånefordringar | -9 126 | - |
| Investeringar i dotterföretag | -6 181 | - |
| Erhållna räntor | 1 225 | 2 |
| Betald skatt | -668 | - |
| Betalda räntor | -1 975 | -12 |
| Totalt kassaflöde använt i årets verksamhet | -162 982 | -108 225 |

KASSAFLÖDE ANVÄNT I INVESTERINGSVERKSAMHETEN

| | | |
|---|------|------|
| Investeringar i kontorsinventarier | -303 | -264 |
| Försäljning av kontorsinventarier | 3 | - |
| Totalt kassaflöde använt i investeringsverksamheten | -300 | -264 |

KASSAFLÖDE FRÅN FINANSIERINGSVERKSAMHETEN

| | | |
|--|---------|---------|
| Erhållet från upplåning | 49 750 | - |
| Erhållet från nyemission | 146 350 | - |
| Transaktioner mellan Vostok Gas och Vostok Nafta | - | -11 855 |
| Genom ägartillskott tillförda tillgångar och skulder | -10 903 | 118 230 |
| Erhållet från försäljning av teckningsrätter | 476 | - |
| Totalt kassaflöde från finansieringsverksamheten | 185 673 | 106 375 |

| | | |
|------------------------------------|--------|--------|
| Förändring av likvida medel | 22 391 | -2 114 |
| Likvida medel vid periodens början | 5 124 | 7 212 |
| Kursdifferens i likvida medel | 13 | 26 |
| Likvida medel vid periodens slut | 27 528 | 5 124 |

Kassaflödesanalys – koncernen

Kassaflödesanalys

– koncernen

Finansiella nyckeltal – koncernen

| | 2007 | 2006 |
|---|------------|------------|
| Räntabilitet på sysselsatt kapital, % (01) | 46,06 | 20,88 |
| Soliditet, % (02) | 93,57 | 97,83 |
| Eget kapital/aktie, USD (03) | 17,47 | 8,37 |
| Resultat/aktie, USD (04) | 6,14 | 1,51 |
| Resultat/aktie efter full utspädning, USD (05) | 6,14 | 1,51 |
| Substansvärde/aktie, USD (06) | 17,47 | 8,37 |
| Vägt genomsnittligt antal aktier för perioden | 46 020 901 | 46 020 901 |
| Vägt genomsnittligt antal aktier för perioden efter full utspädning | 46 020 901 | 46 020 901 |
| Antal aktier vid periodens slut | 46 020 901 | 46 020 901 |

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

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

Finansiella nyckeltal – koncernen

Finansiella nyckeltal – koncernen

Resultaträkning – moderbolaget

(TUSD)

5 apr 2007–
31 dec 2007

| | |
|---|--------|
| Rörelsens kostnader | -3 464 |
| Rörelseresultat | -3 464 |
| Finansiella intäkter och kostnader | |
| Ränteintäkter | 6 735 |
| Räntekostnader | 0 |
| Valutakursvinster/-förluster, netto | -48 |
| Totala finansiella intäkter och kostnader | 6 687 |
| Årets resultat | 3 222 |

Resultaträkning – moderbolaget

Resultaträkning – moderbolaget

Balansräkning – moderbolaget

(TUSD)

Not

31 dec 2007

ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR

Finansiella anläggningstillgångar

Aktier i dotterbolag

22

377 695

Lån till koncernföretag

150 795

Totala finansiella anläggningstillgångar

528 490

OMSÄTTNINGSTILLGÅNGAR

Likvida medel

113

Fordringar på närstående

6

Övriga kortfristiga fordringar

261

Totala omsättningstillgångar

379

TOTALA TILLGÅNGAR

528 870

EGET KAPITAL (inklusive årets resultat)

18

527 674

KORTFRISTIGA SKULDER

Icke räntebärande kortfristiga skulder

Skulder till koncernföretag

188

Övriga skulder

152

Upplupna kostnader

855

Totala kortfristiga skulder

1 195

TOTALT EGET KAPITAL OCH SKULDER

528 870

Balansräkning – moderbolaget

Balansräkning – moderbolaget

Förändringar i eget kapital – moderbolaget

| (TUSD) | Aktie- kapital | Övrigt tillskjutet kapital | Ackumulerat resultat inklusive årets resultat | Totalt |
|---|-------------------|----------------------------------|--|----------------|
| Årets resultat | - | - | 3 222 | 3 222 |
| Summa totalt redovisade intäkter och kostnader | | | | |
| 5 april 2007–31 december 2007 | - | - | 3 222 | 3 222 |
| Personaloptionsprogram: | | | | |
| - värde på anställdas tjänstgöring | - | 125 | - | 125 |
| Likvid från utgivande av teckningsoptioner | - | - | 476 | 476 |
| Aktieemission | 0 | - | - | 0 |
| Utnyttjande av emitterade teckningsoptioner | 46 021 | - | 331 479 | 377 500 |
| Erhållet från nyemission, not 18 | - | 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 |

Förändringar i eget kapital – moderbolaget

Förändringar i eget kapital – moderbolaget

Not 1 Inledning

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

Vostok Nafta-koncernen bildades i samband med omstruktureringen av Vostok Gas-koncernen, vilken ägde rum under 2007. Vostok Nafta kommer att fortsätta investera i enlighet med tidigare strategier för Vostok Nafta, d v s med tydligt och uthålligt fokus på Ryssland och dess grannländer. Mandatet har dock breddats med avseende på geografiska områden och industriella sektorer.

Styrelsen har den 7 april 2008 godkänt denna koncernredovisning för offentliggörande.

Omstruktureringen av Vostok Gas – effekter i Vostok Naftas redovisning

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

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

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

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

De balansräkningsposter som tidigare redovisats i andra företag inom Vostok Nafta-koncernen, än de nu i sin helhet överförda koncernföretagen, avser icke Gazpromrelaterade långfristiga

och kortfristiga finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen, innehav i intresseföretag, obetalda aktietransaktioner, samt fordringar på intressebolag.

Övertagandet av dessa resultaträkningsposter och tillgångar har redovisats med eget kapital som motpost, d.v.s. som om överföringen av de icke Gazpromrelaterade resultaträkningsposterna och tillgångarna till Vostok Nafta skett genom ett ägar-tillskott. För ytterligare information, se not 17.

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

Redovisningsprinciper Grund för redovisning

Koncernräkenskaper samt moderbolagets räkenskaper har upprättats i enlighet med internationella redovisningsprinciper; International Financial Reporting Standards, IFRS, per den 31 december 2007. Koncernredovisningen har upprättats enligt anskaffningsvärde-metoden justerat för omvärderingar av finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen.

Standarder, ändringar och tolkningar som trätt i kraft 2007
IFRS 7, Finansiella instrument: Upplysningar, och den kompletterande ändringen av IAS 1, Utformning av finansiella rapporter – Upplysningar om kapital, inför nya upplysningar avseende finansiella instrument. IFRS 7 har ingen inverkan på klassificering och värdering av Koncernens finansiella instrument, eller på upplysningar relaterade till skatter eller kundfordringar.

IFRIC 8, "Tillämpningsområdet för IFRS 2", kräver att transaktioner som berör utfärdande av egetkapitalinstrument - där det vederlag som erhålls understiger verkligt värde på utfärdade egetkapitalinstrument - ska provas för att fastställa om de faller inom ramen för IFRS 2. Denna tolkning har ingen inverkan på koncernens finansiella rapporter.

IFRIC 10, "Delårsrapportering och värdenedgångar", tillåter inte att de nedskrivningar som redovisats under en delårsperiod för goodwill, placeringar i egetkapitalinstrument och placeringar i finansiella tillgångar som redovisas till anskaffningsvärde återförs per en efterföljande balansdag. Denna tolkning har ingen inverkan på koncernens finansiella rapporter.

Standarder, ändringar och tolkningar som trätt i kraft 2007 men som inte är relevanta för Koncernen

Följande standarder, ändringar och tolkningar av publicerade standarder är obligatoriska för räkenskapsår som börjar den 1 januari 2007 eller senare men är inte relevanta för Koncernen: IFRS 4, Försäkringsavtal
IFRIC 7, Tillämpning av inflationsjusteringsmetoden enligt IAS 29, Redovisning i höginflationsländer, samt
IFRIC 9, Omvärdering av inbäddade derivat.

Standarder, ändringar och tolkningar av befintliga standarder som ännu inte har trätt i kraft och som inte har tillämpats i förtid av Koncernen

Följande nya standarder, samt ändringar och tolkningar av befintliga standarder har publicerats och är obligatoriska för Koncernens redovisning för räkenskapsår som börjar den

Noter

Noter till bokslutet

1 januari 2008 eller senare, men har inte tillämpats i förtid av Koncernen:
IAS 23 (Ändring), Lånekostnader (gäller från den 1 januari 2009). Denna ändring av standarden är fortfarande föremål för EUs godkännandeprocess. Ändringen kräver att ett företag aktiverar lånekostnader som är direkt hänförliga till inköp, konstruktion eller produktion av en tillgång som det tar en betydande tid i anspråk att färdigställa för användning eller försäljning, som en del av anskaffningsvärdet för tillgången. Alternativet att omedelbart kostnadsföra dessa lånekostnader kommer att tas bort. Koncernen kommer att tillämpa IAS 23 (Ändring) från den 1 januari 2009 men den är för närvarande inte relevant för koncernen eftersom det inte finns några tillgångar för vilka lånekostnader kan aktiveras.

IFRS 8, Rörelsesegment (gäller från den 1 januari 2009). IFRS 8 ersätter IAS 14 och anpassar segmentrapporteringen till kraven i USA-standard SFAS 131, Disclosures about segments of an enterprise and related information. Den nya standarden kräver att segmentinformationen presenteras utifrån ledningens perspektiv, vilket innebär att den presenteras på det sätt som används i den interna rapporteringen. Koncernen kommer att tillämpa IFRS 8 från 1 januari 2009.

IFRIC 14, "IAS 19 – Begränsning av krav på minimifinansiering för förmånsbestämd pensionsplan" (gäller från 1 januari 2008). Denna tolkning är fortfarande föremål för EUs godkännandeprocess. IFRIC 14 ger vägledning vid bedömning av begränsningen i IAS 19 av beloppet för det överskott som kan redovisas som en tillgång. Den förklarar också hur pensionstillgången eller -skulden kan påverkas av ett lagstadgat eller avtalsenligt krav på minimifinansiering. Koncernen kommer att tillämpa IFRIC 14 från den 1 januari 2008 men detta förväntas inte ha någon inverkan på Koncernens räkenskaper.

Räkenskaper

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

Räkenskapsår

Räkenskapsåret omfattar perioden 1 januari till 31 december.

Koncernredovisningsprinciper

Dotterbolag

Koncernredovisningen inkluderar moderbolaget och de bolag i vilka moderbolaget äger, direkt eller indirekt, aktier som representerar mer än 50% av rösterna, eller på annat sätt har möjlighet att utöva full kontroll över sådant bolag. Förvärv av dotterbolag har redovisats enligt förvärvsmetoden. Enligt förvärvsmetoden ingår i koncernens egna kapital, förutom moderbolagets egna kapital, endast de förändringar av dotterbolagets egna kapital som tillkommit efter förvärven. Skillnaden mellan anskaffningsvärdet på andelarna i ett dotterbolag och den del dessa representerar i dotterbolagets värderade netto-tillgångar vid förvärvstidpunkten, behandlas som goodwill. Ingen goodwill har redovisats i koncernbalansräkningen per 31 december 2007 respektive 31 december 2006.

Samtliga koncerninterna transaktioner har eliminerats i koncernredovisningen.

Segmentsrapportering

En rörelsegren är en grupp tillgångar och verksamheter som tillhandahåller produkter och tjänster som är utsatta för risker och möjligheter som skiljer sig från vad som gäller för andra rörelsegrenar. Geografiska områden tillhandahåller produkter och tjänster inom en ekonomisk miljö som är utsatt för risker och möjligheter som skiljer sig från vad som gäller för andra ekonomiska miljöer. På grund av verksamhetens karaktär och geografiska fokus, finns endast ett segment för Koncernen.

Funktionell valuta

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

Monetära tillgångar och skulder i annan valuta än den funktionella valutan omräknas till balansdagens kurser. Realiserade och orealiserade valutakursvinster- och förluster redovisas bland finansiella poster i resultaträkningen. Omräkningsdifferenser för icke-monetära finansiella tillgångar och skulder, såsom aktier som värderas till verkligt värde via resultaträkningen, redovisas i resultaträkningen som en del av verkligt värdevinster/-förluster.

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

Kontorsinventarier

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

Finansiella tillgångar

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

Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen

Denna kategori har två underkategorier:

- sådana som från första början hänförs till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen, samt
- finansiella tillgångar som innehas för handel. En finansiell tillgång klassificeras i den senare kategorin om den anskaffats principiellt i syfte att avyttras i ett kort perspektiv eller om den angivits som sådan av ledningen. Derivat skall också klassificeras såsom innehav för handel såvida de inte är avsedda som säkringar. Tillgångar i denna kategori klassificeras som kortfristiga

Noter

Noter till bokslutet

tillgångar om de antingen är innehav för handel eller om de förväntas bli realiserade inom 12 månader från balansdagen. Koncernen klassificerar alla sina finansiella tillgångar som sådana som från första början hänförs till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen redovisas första gången till verkligt värde, medan hänförliga transaktionskostnader redovisas i resultaträkningen. Därefter redovisas de löpande till verkligt värde. Vinster och förluster till följd av förändringar i verkligt värde avseende kategorin finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen, resultatredovisas i den period då de uppstår och ingår i resultaträkningens post "Resultat från finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen". Utdelningsintäkter från värdepapper i kategorin finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen redovisas i resultaträkningen som Utdelningsintäkter när Koncernens rätt att erhålla betalning har fastställts.

Innehav i intresseföretag

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

Lånefordringar

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

Lånefordringar redovisas första gången till verkligt värde plus transaktionskostnader och därefter till upplupet anskaffningsvärde med tillämpning av effektivräntemetoden. Ränta på värdepapper som kan säljas som beräknats med effektivräntemetoden redovisas i resultaträkningen som Ränteutgifter bland finansiella poster.

Koncernen bedömer per varje balansdag om det finns objektiva bevis för att nedskrivningsbehov föreligger för en finansiell tillgång eller en grupp av finansiella tillgångar. Om det föreligger sådana objektiva bevis ska en detaljerad beräkning göras för att bestämma huruvida en nedskrivning ska redovisas. Nedskrivningens storlek utgörs av skillnaden mellan det redovisade värdet och nuvärdet av uppskattade kassaflöden diskonterade till den finansiella tillgångens ursprungliga effektiva räntesats. Nedskrivningar redovisas i resultaträkningen som "Övriga finansiella kostnader", bland finansiella poster.

Köp och försäljningar av finansiella tillgångar redovisas på affärsdagen – det datum då Koncernen förbinder sig att köpa

eller sälja tillgången. Finansiella tillgångar tas bort från balansräkningen när rätten att erhålla kassaflöden från instrumentet har löpt ut eller överförs och Koncernen har överfört i stort sett alla risker och förmåner som är förknippade med äganderätten. Verkligt värde för börsnoterade värdepapper baseras på aktuella köpkurser. Om marknaden för en finansiell tillgång inte är aktiv (och för onoterade värdepapper), fastställer Koncernen verkligt värde genom att tillämpa värderingstekniker såsom användning av information avseende nyligen gjorda transaktioner på armlängds avstånd, hänvisning till verkligt värde för ett annat instrument som i allt väsentligt är likvärdigt, analys av diskonterade kassaflöden och optionsvärderingsmodeller.

Likvida medel

Likvida medel inkluderar kassa, banktillgodohavanden och deponerade bankmedel.

Aktiekapital

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

Vid återköp av egna aktier redovisas transaktionen, efter annullering av aktierna, som en reduktion av aktiekapitalet med det nominella värdet av de återköpta aktierna och som en reduktion av övrigt tillskjutet kapital eller balanserad vinst med köpeskillingens överskjutande belopp netto efter transaktionskostnader.

Upplåning

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

Upplåning klassificeras som kortfristiga skulder om inte Koncernen har en ovillkorlig rätt att skjuta upp betalning av skulden i åtminstone 12 månader efter balansdagen.

Skatter

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

Uppskjutna skatt redovisas i sin helhet, enligt balansräkningsmetoden, på alla temporära skillnader som uppkommer mellan det skattemässiga värdet på tillgångar och skulder och dessa redovisade värden i koncernredovisningen. Den uppskjutna skatten redovisas emellertid inte om den uppstår till följd av en transaktion som utgör den första redovisningen av en tillgång eller skuld som inte är ett rörelseförvärv och som, vid tidpunkten

Noter

Noter till bokslutet

för transaktionen, varken påverkar redovisat eller skattemässigt resultat. Uppskjuten inkomstskatt beräknas med tillämpning av skattesatser (och –lagar) som har beslutats eller aviserats per balansdagen och som förväntas gälla när den berörda uppskjutna skattefordran realiserar eller den uppskjutna skatteskulden regleras.

Uppskjutna skattefordringar redovisas i den omfattning det är troligt att framtida skattemässiga överskott kommer att finnas tillgängliga, mot vilka de temporära skillnaderna kan utnyttjas. Uppskjuten skatt beräknas på temporära skillnader som uppkommer på andelar i dotterföretag och intresseföretag, förutom där tidpunkten för återföring av den temporära skillnaden kan styras av Koncernen och det är sannolikt att den temporära skillnaden inte kommer att återföras inom överskådlig framtid.

Ersättningar till anställda

Pensionsåtaganden

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

Aktiebaserade ersättningar

Koncernen använder en aktiebaserad kompensationsplan. Ersättningar till anställda i form av optioner ska värdas till verkligt värde och redovisas som en kostnad. Det totala beloppet som ska kostnadsföras under den tid vilken den anställdes rättigheter intjänas bestäms utifrån det verkliga värdet hos optionerna, exklusive inverkan av icke marknadsankutna intjänandevillkor (till exempel lönsamhet och försäljningstillväxtmål). Icke marknadsankutna intjänandevillkor inkluderas i antagandena om de antal optioner som kommer att kunna utnyttjas. Vid varje balansdag ska företaget revidera det antal optioner som förväntas kunna utnyttjas, varvid eventuella avvikelser från de ursprungliga uppskattningarna redovisas i resultaträkningen med en motsvarande justering av eget kapital över den återstående intjänandeperioden.

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

Intäktsredovisning

Intäkter innefattar det verkliga värdet av vad som erhållits eller kommer att erhållas från Koncernens löpande verksamhet. För aktier innehavda såväl vid ingången som utgången av året utgörs värdeförändringen av skillnaden i marknadsvärde mellan dessa tillfällen. För aktier som förvärvats under året utgörs värdeförändringen av skillnaden mellan anskaffningsvärdet och marknadsvärdet vid utgången av året. För aktier som avyttrats under året utgörs värdeförändringen av skillnaden mellan erhållna likvid och värdet vid ingången av året. Samtliga värdeförändringar redovisas under rubriken Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

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

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

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

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

Finansiella riskfaktorer

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

Riskhanteringen sköts av ledningen utifrån policyer godkända av styrelsen.

Valutarisk

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

Skulle valutan per den 31 december 2007 ha försvagats med 6% mot SEK med alla andra variabler oförändrade, skulle vinsten efter skatt ha blivit 14 838 TUSD (2006: 5 198 TUSD) högre, främst som ett resultat av valutakursvinster vid omräkning av SEK-denominerade finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen. Resultatet var mer känsligt för rörelser i valutakursen SEK/USD under 2007 än under 2006, pga ökningen i SEK-denominerade finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen.

Skulle valutan per den 31 december 2007 ha försvagats med 6% mot RUB med alla andra variabler oförändrade, skulle vinsten efter skatt ha blivit 695 TUSD (2006: obetydlig exponering) högre, främst som ett resultat av valutakursvinster vid omräkning av RUB-denominerade långfristiga och kortfristiga fordringar.

Skulle valutan per den 31 december 2007 ha försvagats med 6% mot EUR med alla andra variabler oförändrade, skulle vinsten efter skatt ha blivit 1 233 TUSD (2006: obetydlig exponering) högre, främst som ett resultat av valutakursvinster vid omräkning av EUR-denominerade finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen.

Noter

Noter till bokslutet

Prisrisk

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

Majoriteten av aktierna i portföljen är noterade och ingår i det ryska RTS-index. Under 2007 ökade RTS-index med 19,23 procent. Prisrisken förknippad med Vostok Naftas aktieportfölj kan illustreras med att en antagen ökning av RTS-index med 20 procent per 31 december 2007 skulle ha påverkat resultatet efter skatt med uppskattningsvis 157,23 MUSD.

Kreditrisk

Kreditrisk hanteras på koncernbasis. Kreditrisk uppstår genom lånefordringar, kortfristiga fordringar samt likvida medel

och depåer hos banker och kreditinstitut. Endast banker och finansinstitut som av oberoende värderare fått lägst kreditrating "A" accepteras.

Majoriteten av finansiella tillgångar hålls hos Deutsche Bank (som av S&P fått långsiktig rating AA (feb 08)).

Likviditetsrisk

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

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

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

| Per 31 december 2006 | Mindre än ett år | Mellan ett och två år | Mellan två och fem år | Mer än fem år |
|----------------------|------------------|-----------------------|-----------------------|---------------|
| Upplåning | - | - | - | - |

Ränterisk avseende kassaflöden

Eftersom koncernen inte har några väsentliga räntebärande tillgångar är koncernens intäkter och kassaflöde från verksamheten i allt väsentligt oberoende av förändringar i marknadsräntor. Koncernens ränterisk uppstår genom upplåning. Den upplåning som görs till rörlig ränta utsätter koncernen för ränterisk avseende kassaflöde.

Om räntan på upplåningen per den 31 december 2007 varit 1 procent högre med alla andra variabler konstanta, hade vinsten efter skatt för räkenskapsåret varit 333 TUSD lägre som en effekt av högre räntekostnader för upplåning med rörlig ränta. (Under 2006 hade inte koncernen någon exponering mot ränterisk avseende kassaflöden.)

Hantering av kapitalrisk

Koncernens mål avseende kapitalstrukturen är att trygga Koncernens förmåga att fortsätta sin verksamhet, så att den kan fortsätta att generera avkastning till aktieägarna och nytta för andra intressenter och att upprätthålla en optimal kapitalstruktur för att hålla kostnaderna för kapitalet nere.

Koncernen bedömer kapitalet på basis av skuldsättningsgraden. Detta nyckeltal beräknas som nettoskuld dividerad med totalt kapital. Nettoskuld beräknas som total upplåning (omfattande posterna Kortfristig upplåning och Långfristig upplåning i Koncernens balansräkning) med avdrag för likvida medel. Totalt kapital beräknas som Eget kapital i Koncernens balansräkning plus nettoskulden.

Skuldsättningsgraden per 31 december 2007 var som följer:

| | 2007 |
|--------------------------------|---------|
| Upplåning, totalt (not 19) | 50 438 |
| Minus: likvida medel (note 16) | -24 528 |
| Nettoskuld | 25 910 |
| Totalt eget kapital | 803 954 |
| Totalt kapital | 829 864 |
| Skuldsättningsgrad | 3% |

Uppskattningar av verkligt värde

Verkligt värde på finansiella instrument som handlas på en aktiv marknad baseras på noterade marknadspriser på balansdagen.

Det noterade marknadspriset som används för Koncernens finansiella tillgångar är den aktuella köpkursen. Redovisat värde, efter eventuella nedskrivningar, för kundford-

Noter

Noter till bokslutet

ringar och leverantörsskulder förutsätts motsvara deras verkliga värden, eftersom dessa poster är kortfristiga till sin natur. Vostok Nafta initierade i september 2005 en rättsprocess mot det av regeringen i republiken Sakha ägda och kontrollerade bolaget Sakhatransneftegaz. Anledningen till rättsprocessen är uteblivna betalningar om 189,58 MRUB från Vostok Naftas försäljning av ca två miljoner aktier i OAO Sakhaneftegaz. Fordran har därefter upptagits till aktiens säljkurs, för att återspegla företagets möjlighet till återköp av de sålda aktierna. Under 2007 utfärdades ett domstolsbeslut som gav Vostok Nafta rätt att återvinna 208,54 MRUB av utestående fordringar (inklusive upplupen ränta). Per 31 december 2007 var det fortfarande osäkert i vilken utsträckning fordran verkligen kan återvinnas. Per 31 december 2007 uppskattades därför den redovisade värdet på fordran till 4,57 MUSD (2006: 6,75 MUSD.)

Not 2 Allmänt

Inregistrering

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

Per den 31 december 2007 består Vostok Nafta-koncernen (Koncernen) av ett bermudianskt moderbolag, Vostok Nafta Investment Ltd, ett helägt bermudianskt dotterbolag, Vostok Holding Ltd, ett helägt cypriskt dotterbolag; Vostok Komi (Cyprus) Ltd, ett helägt svenskt dotterbolag, Vostok Nafta

Sverige AB samt ett helägt ryskt dotterbolag; OOO Resursniye Investitsii.

Vostok Komi (Cyprus) Ltd registrerades som ett privat aktiebolag med offshore status på Cypren den 21 september 2000. Vostok Nafta Sverige AB, ett dotterbolag till Vostok Komi (Cyprus) Ltd, registrerades som ett privat aktiebolag i Sverige under 2005. Vostok Nafta Sverige AB:s adress är Hovslagar-gatan 5, 111 48 Stockholm. Under 2007 har Vostok Komi anskaffat ett ryskt dotterbolag; OOO Resursniye Investitsii, se vidare not 25 nedan.

I november 2007 bildade företaget ett nytt bermudianskt dotterbolag, Vostok Holding Ltd.

Bolagets säte och registrerade adress finns i Hamilton på Bermuda (Codan Services Ltd, 2 Church Street, P.O Box HM 666, Hamilton, Bermuda).

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

Under 2006 och 2007 utgörs resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen av resultat från sådana finansiella tillgångar som från första början hänförs till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

Not 4 Resultat från innehav i intresseföretag

Under 2006 och 2007 utgörs resultat från innehav i intresseföretag av resultat från sådana finansiella tillgångar som från första början hänförs till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

Not 5 Utdelningsintäkter

| | Koncernen 1 jan 2007– 31 dec 2007 | Koncernen 1 jan 2006– 31 dec 2006 |
|---|---|---|
| Utdelningsintäkter, netto efter skatt som redovisats i resultaträkningen | 8 588 | 10 644 |
| Varav obetalda per balansdagen | – | – |
| Netto erhållna utdelningar, efter skatt från årets redovisade utdelningar | 8 588 | 10 644 |

Not 6 Övriga rörelseintäkter

| | Koncernen 1 jan 2007– 31 dec 2007 | Koncernen 1 jan 2006– 31 dec 2006 |
|---|---|---|
| Arvode för managementtjänster fakturerat till Vostok Gas (not 24) | 268 | – |
| Ränteintäkter (not 14) | 57 | – |
| Totalt | 325 | – |

Noter

Noter till bokslutet

Not 7 Administrativa kostnader fördelade på kostnadsslag

| | Koncernen 1 jan 2007– 31 dec 2007 | Koncernen 1 jan 2006– 31 dec 2006 | Moderbolaget 5 apr 2007– 31 dec 2007 |
|--|---|---|--|
| Kostnader för ersättningar till anställda (Not 23) | 2 764 | 913 | 607 |
| Avskrivningar och nedskrivningar på kontorsinventarier | 78 | 40 | – |
| Kostnader för operativ leasing | 227 | 88 | 101 |
| Övriga administrativa kostnader | 2 635 | 2 400 | 2 756 |
| Totala administrativa kostnader | 5 704 | 3 441 | 3 464 |

Operationella leasingavgifter till ett belopp om 227 TUSD (2006: 88) avseende hyra av kontorslokaler i Stockholm, Moskva och London har redovisats i resultaträkningen.

Not 8 Skatt

Bolagsskatt – allmänt

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

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

Det ryska dotterbolagets vinster är föremål för rysk inkomstskatt om 24%.

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

Skattekostnader

| | 1 jan 2007– 31 dec 2007 | 1 jan 2006– 31 dec 2006 |
|--------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| Aktuell skatt | –184 | –77 |
| Uppskjuten skatt | –205 | –11 |
| Skatt på årets resultat | –389 | –88 |

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

| | 1 jan 2007– 31 dec 2007 | 1 jan 2006– 31 dec 2006 |
|---|----------------------------|----------------------------|
| Resultat före skatt | 283 154 | 69 721 |
| Skatt moderbolag (0%) | – | – |
| Förväntad skatt Cypern (10%) | –27 959 | –7 045 |
| Förväntad skatt Ryssland (24%) | –114 | – |
| Förväntad skatt Sverige (28%) | 34 | –237 |
| Förväntad skatt, totalt | –28 039 | –7 282 |
| Ej skattepliktiga intäkter | 29 103 | 7 738 |
| Ej avdragsgilla kostnader | –1 316 | –541 |
| Skattemässiga underskott för vilka uppskjuten skatt ej redovisats | – | –3 |
| Övrigt | –137 | – |
| Skatt på årets resultat | –389 | –88 |

Noter

Noter till bokslutet

| | 31 dec 2007 | 31 dec 2006 |
|--|-------------|-------------|
| Uppskjuten skatteskuld avseende | | |
| Obeskattade reserver | 21 | 11 |
| Orealiserade vinster på finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen | 1 337 | - |
| | 1 358 | 11 |

Bruttoförändringen avseende uppskjutna inkomstskatter är enligt följande:

| | 1 jan 2007– 31 dec 2007 | 1 jan 2006– 31 dec 2006 |
|---------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| Vid årets början | 11 | - |
| Förvärvat uppskuten skatteskuld | 1 147 | - |
| Redovisning i resultaträkningen | 205 | 11 |
| Valutakursdifferenser | -5 | - |
| Vid årets slut | 1 358 | 11 |

Not 9 Resultat per aktie

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

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

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

Intill dess att teckningsoptionerna i Vostok Nafta utnyttjades fanns endast en aktie emitterad i bolaget. Det antal aktier som använts för en meningsfull beräkning av nyckeltal per aktie är det antal aktier som fanns emitterade efter att teckningsrätterna utnyttjades.

| | 2007 | 2006 |
|--|------------|------------|
| Årets nettoresultat, TUSD | 282 765 | 69 633 |
| Genomsnittligt antal utestående stamaktier | 46 020 901 | 46 020 901 |
| Resultat per aktie före utspädning | 6,14 | 1,51 |
| Justering för utspädning till följd av utfärdade personaloptioner | - | - |
| Genomsnittligt antal utestående stamaktier med hänsyn tagen till utspädning | 46 020 901 | 46 020 901 |
| Resultat per aktie efter utspädning | 6,14 | 1,51 |

Noter

Noter till bokslutet

Not 10 Kontorsinventarier

| | Koncernen 31 dec 2007 | Koncernen 31 dec 2006 |
|--|--------------------------|--------------------------|
| Anskaffningsvärde | | |
| Ingående ackumulerade anskaffningsvärden | 361 | 97 |
| Inköp | 303 | 264 |
| Försäljning | -3 | - |
| Valutakursdifferenser | 59 | - |
| Utgående ackumulerade anskaffningsvärden | 720 | 361 |
| Avskrivningar | | |
| Ingående ackumulerade avskrivningar | -45 | -5 |
| Årets avskrivningar | -119 | -40 |
| Valutakursdifferenser | -10 | - |
| Utgående ackumulerade avskrivningar | -174 | -45 |
| Netto bokfört värde vid årets slut | 545 | 316 |

Bland rörelsekostnader i koncernens resultaträkning har avskrivningar redovisats med -78 (-40) (se not 7).

Not 11 Finansiella instrument per kategori

Redovisningsprinciperna för finansiella instrument har tillämpats för nedanstående poster:

31 december 2007 – Koncernen

| Tillgångar i balansräkningen | Lånefordringar | Tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen | Totalt |
|--|----------------|--|----------------|
| Finansiella tillgångar värdate till verkligt värde via resultaträkningen | - | 565 043 | 565 043 |
| Innehav i intresseföretag | - | 248 413 | 248 413 |
| Lånefordringar | 9 138 | - | 9 138 |
| Likvida medel | 27 528 | - | 27 528 |
| Totalt | 36 666 | 813 256 | 849 922 |
| Skulder i balansräkningen | | Övriga finansiella skulder | Totalt |
| Upplåning | | 50 438 | 50 438 |
| Totalt | | 50 438 | 50 438 |

31 december 2006 – Koncernen

| Tillgångar i balansräkningen | Lånefordringar | Tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen | Totalt |
|--|----------------|--|----------------|
| Finansiella tillgångar värdate till verkligt värde via resultaträkningen | - | 292 515 | 292 515 |
| Innehav i intresseföretag | - | 94 667 | 94 667 |
| Likvida medel | 5 124 | - | 5 124 |
| Totalt | 5 124 | 387 182 | 392 306 |
| Skulder i balansräkningen | | Övriga finansiella skulder | Totalt |
| Upplåning | | - | - |
| Totalt | | - | - |

Noter

Noter till bokslutet

Not 12

Långfristiga finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen

| | Koncernen 31 dec 2007 | Koncernen 31 dec 2006 |
|-----------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Vid årets början | 292 515 | 178 491 |
| Inköp | 331 406 | 342 197 |
| Erhållet från försäljningar | -217 285 | -254 050 |
| Förändring i verkligt värde | 158 407 | 25 877 |
| Vid årets slut | 565 043 | 292 515 |

| | Innehav, antal aktier 31 dec 2007 | Verkligt värde (USD), 31 dec 2007 | Ägar- andel, % | Innehav, antal aktier 31 dec 2006 | Verkligt värde (USD), 31 dec 2006 | Ägar- andel, % |
|-----------------------------|---|---|----------------------|---|---|----------------------|
| KONCERNEN | | | | | | |
| Alchevsk Steel | - | - | - | 160 652 377 | 7 510 499 | 1,49% |
| Alrosa Co Ltd | 966 | 27 048 000 | 0,48% | - | - | - |
| Armada | 161 952 | 3 320 016 | 1,35% | - | - | - |
| Bashneft Pref | 1 000 000 | 10 750 000 | 2,89% | - | - | - |
| Belon | 929 700 | 74 376 000 | 8,08% | 919 700 | 33 339 125 | 9,20% |
| Caspian Services Inc, | 233 250 | 758 063 | 0,46% | 233 250 | 886 350 | 0,55% |
| Centerenergo | - | - | - | 500 000 | 658 750 | 0,07% |
| Dagestan Regional | 72 500 000 | 13 775 000 | 1,38% | - | - | - |
| Dakor | 272 107 | 7 282 400 | 4,79% | - | - | - |
| European Minerals WTS | - | - | 5,06% | 3 400 000 | - | - |
| Gaisky GOK | 31 274 | 21 266 320 | 5,06% | 30 114 | 15 358 140 | 4,88% |
| Gazprom Neft ADR | 488 000 | 10 248 000 | 0,05% | - | - | - |
| Gornozavodsk Cement | 39 000 | 23 400 000 | 5,03% | 39 000 | 13 143 000 | 5,03% |
| Kamkabel | 1 600 000 | 8 112 000 | 4,12% | 800 000 | 1 680 000 | 3,99% |
| Kemerovo Azot | 375 000 | 13 968 750 | 5,51% | - | - | - |
| Kherson Oil Refinery | 5 789 903 | 283 705 | 4,40% | 5 156 903 | 2 052 447 | 3,92% |
| Kuzbassrazrezugol | 231 434 053 | 99 053 775 | 3,79% | 70 005 000 | 30 452 175 | 1,15% |
| Kyrgyzenergo | 2 618 241 | 168 688 | 0,27% | 2 618 241 | 44 510 | 0,27% |
| Luganskteplovoz | - | - | - | 10 578 336 | 4 691 492 | 4,83% |
| Mechel ADR | - | - | - | 493 700 | 12 539 980 | 0,12% |
| Orsk Refinery stam | 2 025 | 70 875 | 0,06% | 2 025 | 50 625 | 0,06% |
| Orsk Refinery pref | 538 | 15 979 | 0,05% | 538 | 13 450 | 0,05% |
| Poltava GOK GDR | 1 516 055 | 22 831 788 | 1,08% | 1 516 055 | 15 160 550 | 1,31% |
| Priargunsky Industrial stam | 9 000 | 4 635 000 | 0,53% | - | - | - |
| Priargunsky Industrial pref | 1 200 | 384 000 | 0,29% | - | - | - |
| Raspadsкая | - | - | - | 11 000 000 | 20 295 000 | 1,41% |
| Rosneft Oil Co | - | - | - | 3 415 583 | 31 252 584 | 0,04% |
| Sayano Shushenskaya | 300 000 | 540 000 | 0,02% | - | - | - |
| Shalkiya Zinc | 275 000 | 1 100 000 | 0,49% | - | - | - |
| Sibirski Cement | 151 000 | 25 670 000 | 0,50% | - | - | - |
| Sistema | 2 000 000 | 3 280 000 | 0,02% | - | - | - |
| Tatneft ADR | 27 800 | 3 336 000 | 0,03% | - | - | - |
| Tatneft pref | 1 200 000 | 4 320 000 | 0,81% | - | - | - |
| Tinkoff Credit Systems WTS | - | 2 000 000 | 2,00% | - | - | - |

Noter

Noter till bokslutet

| | Innehav, antal aktier 31 dec 2007 | Verkligt värde (USD), 31 dec 2007 | Ägar- andel, % | Innehav, antal aktier 31 dec 2006 | Verkligt värde (USD), 31 dec 2006 | Ägar- andel, % |
|--|---|---|----------------------|---|---|----------------------|
| TNK-BP Holding stam | - | - | - | 326 448 | 829 178 | 0,00% |
| TNK-BP Holding pref | 45 468 616 | 85 026 312 | 10,10% | 38 712 416 | 89 038 557 | 8,60% |
| Transneft pref | 9 378 | 18 568 440 | 0,60% | - | - | - |
| Tuimazy Concrete Mixers | 1 200 000 | 19 800 000 | 14,60% | - | - | - |
| Uchalinsky GOK | 1 124 045 | 21 356 855 | 2,95% | 397 317 | 5 761 097 | 1,04% |
| Waymore Holding Ltd | 523 800 | 11 720 549 | 5,82% | - | - | - |
| Volzhskaya GES | 20 903 442 | 20 276 339 | 0,71% | - | - | - |
| Yakutgazprom | 100 000 | 15 000 | 0,01% | 100 000 | 25 000 | 0,05% |
| Yuzhni Kuzbass | - | - | - | 271 312 | 7 732 392 | 0,57% |
| Zeiskaya GES pref | 12 570 000 | 6 285 000 | 5,54% | - | - | - |
| Finansiella tillgångar till verkligt värde via resultat- räkningen, totalt, koncernen | | 565 042 852 | | | 292 514 901 | |

Den 21 december 2007 ingick Vostok Nafta i en syndikerad låneuppgörelse med Tinkoff Credit Systems. Genom denna uppgörelse förband sig Vostok Nafta att låna ut 500 MRUB, samtidigt som teckningsoptioner (warrants) erhöles som motsvarar strax under två procent av det egna kapitalet i TCS. Verkligt värde på teckningsoptionerna, som från första början hänförts till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen, uppgår såväl vid förvärvstidpunkten som per den 31 december 2007 till 2 000 000 USD.

Ryska riskfaktorer

Rysslands ekonomi kan fortfarande karaktäriseras som en "emerging market". Kännetecknen inkluderar bland annat en inhemsk valuta som inte är fullt konvertibel utanför landets gränser, en illikvid aktie- och obligationsmarknad samt en relativt hög inflation. Valutarestriktioner och kontroller förekommer fortfarande i samband med växling av den ryska rubeln till andra

valutor. Då Vostok Nafta har merparten av sin tillgångsmassa investerad i Ryssland bör dess aktieägare också vara medvetna om dessa risker.

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

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

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

Not 13

Innehav i intresseföretag

| | Koncernen 31 dec 2007 | Koncernen 31 dec 2006 |
|-----------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Vid årets början | 94 667 | 6 647 |
| Inköp | 32 051 | 53 566 |
| Erhållet från försäljningar | -2 198 | -1 577 |
| Förändring i verkligt värde | 123 693 | 36 031 |
| Vid årets slut | 248 213 | 94 667 |

Aktierna enligt nedanstående specifikation är innehav i intresseföretag. Black Earth Farming Ltd, Kontakt East Holding AB och Systemseparation AB är noterade bolag, och redovisas därför till verkligt värde. Företagsgruppen RusForest är allttjämt

onoterad, och ett arbete pågår med att anpassa företagets rapportering till krav som ställs på publika företag, varför detta innehav redovisats till anskaffningsvärde då detta värde per balansdagen uppskattas motsvara verkligt värde.

Noter

Noter till bokslutet

| Namn 2007 | Innehav, antal aktier | Ägarandel, % | Verkligt värde | Intäkter | Vinst/förlust | Tillgångar | Skulder |
|-------------------------|-----------------------|--------------|----------------|----------|---------------|------------|---------|
| Black Earth Farming Ltd | 26 715 404 | 21,5 | 206 510 | 21 256 | -21 505 | 490 127 | 92 328 |
| Kontakt East Holding AB | 4 410 000 | 31,8 | 18 659 | 19 918 | -5 555 | 51 059 | 17 311 |
| RusForest Ltd* | 11 004 813 | 50,0 | 21 521 | 54 402 | 1 156 | 53 409 | 32 886 |
| Systemseparation AB | 6 167 161 | 20,5 | 1 523 | 3 036 | -1 390 | 6 339 | 1 086 |

| Namn 2006 | Innehav, antal aktier | Ägarandel, % | Verkligt värde | Intäkter | Vinst/förlust | Tillgångar | Skulder |
|--------------------------|-----------------------|--------------|----------------|----------|---------------|------------|---------|
| Black Earth Farming Ltd | 23 460 000 | 30,6 | 63 362 | 501 | -8 371 | 123 860 | 1 211 |
| Kontakt East Holding AB | 2 940 000 | 35,0 | 17 598 | 10 859 | -1 291 | 25 349 | 5 706 |
| RusForest företagsgrupp* | - | 40,0 | 11 414 | 32 988 | -66 | 26 868 | 13 424 |
| Systemseparation AB | 5 926 991 | 19,5 | 2 293 | 1 723 | -2 863 | 7 263 | 974 |

* Under 2007 ägde en omstrukturering av RusForest-koncernen rum, varvid Vostok Gas sålde 100 % av aktierna i RusForest Ltd till Vostok Nafta (50%) och Varyag Capital Ltd (50%). Från Vostok Gas förvärvade RusForest Ltd 100% av aktierna i RusForest (Cyprus) Ltd, vilket i sin tur förvärvade de andelar i ryska skogsbolag som tidigare ägdes till 40% var av Vostok Nafta och Varyag. Som en följd av omstruktureringen äger Vostok Nafta, ehuru indirekt, alltså 40% av andelarna av de ryska skogsbolagen.

I tabellen ovan utgörs intäkter, vinst/förluster, tillgångar och skulder för RusForest Ltd och RusForest företagsgrupp av aggregerade intäkter, vinst/förluster, tillgångar och skulder för de ryska skogsbolag som ingick i RusForest Ltd-koncernen och RusForest företagsgrupp per 31 december 2007 respektive 31 december 2006. Den finansiella informationen är hämtad från företagens rapporter som upprättats enligt rysk redovisningsstandard.

Not 14 Lånefordringar

| | Koncernen 31 dec 2007 | Koncernen 31 dec 2006 |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|
| Vid årets början | - | - |
| Tillskott | 9 126 | - |
| Ränteintäkter | 57 | - |
| Valutakursdifferenser | -45 | - |
| Vid årets slut | 9 138 | - |

| Motpart | Kreditbetyg, 31 dec 2007 | Nominellt värde, 31 dec 2007 | Nominellt värde, 31 dec 2006 | Bokfört värde, 31 dec 2007 | Bokfört värde, 31 dec 2006 | Räntevillkor | Löptid |
|------------------------|--------------------------|------------------------------|------------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------|----------|
| Tinkoff Credit Systems | - | 6 151 | - | 6 208 | - | 16,50/18,50% | Dec 2009 |
| Murrayföretagen AB | 2* | 2 930 | - | 2 930 | - | 10% | Dec 2007 |

* Kreditbetyget är enligt UC AB:s kreditbetygssystem. Efter räkenskapsårets utgång har kreditbetyget ändrats till 'K', som en följd av Murrayföretagen AB:s konkurs. Vi tidpunkten för årsredovisningens avgivande var konkursens effekt på värdet av lånet till Murrayföretagen inte känd.

I december 2007 ingick Vostok Nafta i en syndikerad låneuppgörelse med Tinkoff Credit Systems (TCS). Genom denna uppgörelse är Vostok Nafta förpliktad att låna ut 500 MRUB, av vilka 201 MRUB överförts till motparten per 31 december 2007. Genom avtalet har också Vostok Nafta erhållit teckningsoptioner (warrants) som motsvarar strax under två procent av det

Noter

Noter till bokslutet

egna kapitalet i TCS. Verkligt värde på teckningsoptionerna, som som från första början hänförs till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen, uppgick vid förvärvstidpunkten till 2 000 TUSD, vilket reducerat det bokförda värdet av utestående lån. På lånet löper en ränta, som uppgår till 16,50%

under första året och till 18,50% under andra året av lånets löptid. Ränteintäkter redovisas i resultaträkningen över lånets löptid genom användande av den effektiva räntemetoden. Under 2007 har ränteintäkter avseende lånet till TCS uppgått till ett belopp av 57 TUSD.

Not 15 Övriga kortfristiga fordringar

| | Koncernen 31 dec 2007 | Koncernen 31 dec 2006 | Moderbolaget 31 dec 2007 |
|--|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter | 125 | 93 | 16 |
| Övriga fordringar | 476 | 45 | 245 |
| Totalt | 601 | 138 | 261 |

Not 16 Likvida medel

I likvida medel i balansräkningen och kassaflödesanalysen ingår följande:

| | Koncernen Dec 31, 2007 | Koncernen Dec 31, 2006 |
|---------------|---------------------------|---------------------------|
| Likvida medel | 27 528 | 5 124 |
| Totalt | 27 528 | 5 124 |

Not 17 Eget kapital

Transaktionerna då Vostok Nafta förvärvat dotterföretag samt icke Gazpromrelaterade tillgångar vilka redovisats i andra bolag inom Vostok Gas-koncernen utgör transaktioner mellan företag under samma bestämmande inflytande. Dessa transaktioner har redovisats till de värden som posterna var redovisade till i det överlåtande företaget, d.v.s. den så kallade redovisade värde-metoden (predecessor accounting) har tillämpats. De överförda resultaträkningsposter som tidigare redovisats i andra företag inom Vostok Gas-koncernen, än de nu i sin helhet överförda koncernföretagen, avser icke-Gazpromrelaterade realiserade och orealiserade vinster och förluster från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen, resultat från innehav i intresseföretag, utdelningsintäkter med tillhörande kupongskattkostnader samt administrativa kostnader hänförliga till den icke-Gazpromrelaterade verksamheten.

De balansräkningsposter som tidigare redovisats i andra företag inom Vostok Gas-koncernen än de nu i sin helhet överförda koncernföretagen avser icke Gazpromrelaterade långfristiga och kortfristiga finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen, innehav i intresseföretag, obetalda aktietransaktioner, fordringar på intressebolag samt likvida medel. Övertagandet av dessa resultaträkningsposter och tillgångar har redovisats med eget kapital som motpost, d.v.s. som om överföringen av de icke Gazpromrelaterade resultaträkningspostererna och tillgångarna till Vostok Nafta skett genom ett ägartillskott. Posten " Genom ägartillskott tillförda tillgångar och skulder" innefattar med andra ord nettot av de tillgångsöverföringar till Vostok Nafta som inte redovisats över Vostok Naftas resultaträkning, och som således i huvudsak utgörs av nettoinvesteringar i finansiella tillgångar, ej betalda utdelningsintäkter (netto efter kupongskatt), förändringar i obetalda aktietransaktioner samt ej betalda administrationskostnader.

Noter

Noter till bokslutet

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

Not 18 Aktiekapital och bundna reserver

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

Maximalt aktiekapital är 100 000 000 USD (2006: 100 000 000 USD). Per den 31 december 2007 var 46 020 901 aktier utgivna och till fullo betalda. Per samma datum uppgick antalet utestående aktier 46 020 901, med ett kvotvärde om 1 USD. Transaktionskostnader för emitterade aktier uppgick under perioden 5 april 2007–31 december 2007 till 4 052 TUSD, vilket har minskat Företagets eget kapital. Övrigt tillskjutet kapital består av

skillnaden mellan erhållet nettobelopp vid nyemissioner av aktier och samma aktiers nominella belopp. Varje stamaktie har en röst.

Det finns för närvarande 710 000 utestående personaloptioner. Var och en berättigar till teckning av en ny aktie i Vostok Nafta Investment Ltd. För mer information avseende personaloptionerna se not 23.

Noter

Noter till bokslutet

Not 19 Upplåning

| Kortfristig | | | Koncernen 31 dec 2007 | Koncernen 31 dec 2006 | |
|---------------------------------|--------------------------------|---|-------------------------------------|--------------------------|-------------------|
| Banklån | | | 50 438 | - | |
| Specifikation av banklån (TUSD) | Kreditfacilitet 31 dec 2007 | Utnyttjad kreditfacilitet 31 dec 2007 | Outnyttjat belopp 31 dec 2007 | Förfallo- datum | Ränte- villkor |
| Långivare | | | | | |
| Deutsche Bank | 50 000 | 50 000 | - | Maj 2008 | LIBOR+200 bps |
| Banklån, totalt | 50 000 | 50 000 | - | | |

Transaktionskostnader om sammanlagt 250 TUSD redovisas i koncernens resultaträkning över lånets löptid genom användande av effektivräntemetoden. Upplåningens verkliga värde per 31 december 2007 uppgick till 49 931 TUSD (2006: -). Upplupen ränta uppgick per 31 december 2007 till 507 TUSD (2006: -).

Det bokförda värdet av kortfristig upplåning motsvarar approximativt dess verkliga värde.
Ställda panter för upplåningen; se not 21.

Not 20 Övriga kortfristiga skulder

| | Koncernen 31 dec 2007 | Koncernen 31 dec 2006 | Moderbolaget 31 dec 2007 |
|----------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| Övriga skulder | 141 | 27 | 152 |
| Totalt | 141 | 27 | 152 |

Not 21 Ställda panter

Per den 31 december 2007 var panter ställda som säkerhet för banklån om 50 000 TUSD. De ställda panterna utgjordes av de noterade aktierna i aktieportföljen.

Totalt representerar de ställda panterna ett verkligt värde om 895.90 MUSD (2006: -).

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

Varken Koncernen eller Företaget hade några ansvarsförbindelser eller ställda panter per den 31 december 2006.

Not 22 Aktier i dotterbolag

| Moderbolaget | Land | Antal aktier | Nominellt värde på utgivna aktier, USD | Andel av kapital och röster, % | Bokfört värde 31 dec 2007, TUSD |
|--------------------------|---------|-----------------|--|--------------------------------------|---------------------------------------|
| Vostok Komi (Cyprus) Ltd | Cypern | 150 000 | 150 000 | 100 | 377 685 |
| Vostok Holding Ltd | Bermuda | 10 000 | 10 000 | 100 | 10 |
| Totalt | | | | | 377 695 |

Samtliga bolag ingår i koncernredovisningen från förvärvstidpunkten. Skillnader mellan anskaffningsvärdet och marknads-

värdet på de fysiska nettotillgångar som har förvärvats har aktiverats enligt koncernens redovisningsprinciper.

Noter

Noter till bokslutet

Not 23 Personalkostnader

Kostnader för ersättningar till anställda

| | Koncernen 1 jan 2007– 31 dec 2007 | Koncernen 1 jan 2006– 31 dec 2006 | Moderbolaget 5 apr 2007– 31 dec 2007 |
|--|---|---|--|
| Löner | 2 093 | 691 | 436 |
| Sociala kostnader | 446 | 186 | 44 |
| Aktiebaserade ersättningar | 125 | – | 125 |
| Pensionskostnader | 60 | 31 | – |
| Övriga ersättningar till anställda | 40 | 4 | 3 |
| Kostnader för ersättningar till anställda, totalt | 2 764 | 913 | 608 |

| | Koncernen 1 jan 2007– 31 dec 2007 | Koncernen 1 jan 2006– 31 dec 2006 | Moderbolaget 5 apr 2007– 31 dec 2007 |
|--|---|---|--|
| Löner och ersättningar till styrelsen och ledande befattningshavare* | 1 519 | 375 | 424 |
| Löner till övriga anställda | 759 | 316 | 137 |
| Löner och ersättningar, totalt | 2 278 | 691 | 561 |

* En specifikation avseende löner och andra ersättningar till ledningen och styrelsen finns nedan.

Beslut avseende ersättning till ledande befattningshavare fattas av bolagets ersättningskommitté (compensation committee), vilken utgörs av tre av bolagets styrelseledamöter. För verkställande direktören gäller en uppsägningstid om tolv månader vid uppsägning från bolagets sida och en uppsägningstid om sex

månader vid uppsägning från verkställande direktörens sida. För övriga ledande befattningshavare i Vostok Nafta gäller en uppsägningstid om 1 månad vid uppsägning från såväl bolagets som de övriga ledande befattningshavarnas sida. Inga avtal om avgångsvederlag har ingåtts med styrelseledamöterna i Vostok Nafta. Medelantalet anställda för koncernen exklusive styrelsens medlemmar var 9 (10), varav 6 var män (9).

| Koncernen, 2007 | Grundlön/ styrelsearvode | Rörlig ersättning | Övriga förmåner | Pensions- kostnader | Aktiebaserade ersättningar | Övriga ersättningar | Totalt |
|--|-----------------------------|----------------------|--------------------|------------------------|-------------------------------|------------------------|--------------|
| Lukas H Lundin | 76 | – | – | – | – | 23 | 99 |
| Al Breach | 29 | – | – | – | – | – | 29 |
| Paul Leander Engström | 41 | – | – | – | – | – | 41 |
| Torun Litzén | 43 | – | – | – | – | – | 43 |
| Ian H Lundin | 43 | – | – | – | – | – | 43 |
| William A Rand | 50 | – | – | – | – | – | 50 |
| Robert J Sali | 34 | – | – | – | – | – | 34 |
| Fabienne Pfyffer | – | – | – | – | 3 | – | 3 |
| Per Brilioth | 294 | 506 | – | 51 | – | – | 851 |
| Övriga ledande befattningshavare (2 personer) | 213 | 61 | – | 9 | 43 | – | 326 |
| | 823 | 567 | – | 60 | 46 | 23 | 1 519 |

Noter

Noter till bokslutet

| Moderbolaget, 2007 | Grundlön/styrelsearvode | Rörlig ersättning | Övriga förmåner | Pensionskostnader | Aktiebaserade ersättningar | Övriga ersättningar | Totalt |
|--|-------------------------|-------------------|-----------------|-------------------|----------------------------|---------------------|------------|
| Lukas H Lundin | 76 | - | - | - | - | - | 76 |
| Al Breach | 29 | - | - | - | - | - | 29 |
| Paul Leander Engström | 41 | - | - | - | - | - | 41 |
| Torun Litzén | 43 | - | - | - | - | - | 43 |
| Ian H Lundin | 43 | - | - | - | - | - | 43 |
| William A Rand | 50 | - | - | - | - | - | 50 |
| Robert J Sali | 34 | - | - | - | - | - | 34 |
| Fabienne Pfyffer | - | - | - | - | 3 | - | 3 |
| Övriga ledande befattningshavare (1 person) | 62 | - | - | - | 43 | - | 105 |
| | 378 | - | - | - | 46 | - | 424 |

1. Inga avgångsvederlag eller pensionsförmåner har utbetalts under året.

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

Incitamentsprogram

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

För incitamentsprogrammet skall följande villkor gälla:

– Lösenspriset för optionerna skall motsvara 120 procent av depåbevisens marknadsvärde vid tidpunkten för utställandet av optionerna.

– Optionerna får utnyttjas tidigast två år och senast tre år från tidpunkten för utställandet.

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

optionsinnehavaren arbetar, överförs till ett företag som varken är under Bolagets kontroll eller medlem av Koncernen; någon annan anledning så som den specificeras av styrelsens medlemmar genom utnyttjandet av deras absoluta beslutsrätt.

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

– Optioner skall kunna utställas av Vostok Nafta Investment Ltd eller andra koncernbolag.

Utformning och hantering

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

Fördelning

Incitamentsprogrammets omfattning föreslås uppgå till högst 1 miljon optioner. Vid tilldelning av optioner skall den verkställande direktören kunna tilldelas högst 500 000 optioner, ledande

Noter

Noter till bokslutet

befattningshavare samt övriga nyckelmedarbetare vardera högst 200 000 optioner. Fördelningen av optioner skall bestämmas av styrelsen eller dess ersättningskommitté, varvid bland annat den anställdes prestation samt dennes position inom och betydelse för koncernen kommer att beaktas. Vid tilldelningen av optioner till såväl anställda utomlands som i Sverige skall bland annat beaktas förmågan att förvalta och förädla den existerande portföljen, identifiera nya investeringsobjekt, utvärdera förutsättningarna för nya investering samt avkastning eller bedömd förväntad avkastning i olika investeringsobjekt. Genom att inte inledningsvis erbjuda full tilldelning av optioner bibehålls ett prestationsrelaterat tilldelningssystem genom att förnyade erbjudanden av optioner inom ramen för bolagsstämmans mandat förutsätter att uppställda krav och mål infriats. Ersättningskommittén skall ansvara för utvärderingen av de anställdas prestation. Utfallet av uppställda mål skall där så är möjligt redovisas i efterhand. Styrelseledamöter som inte är anställda i koncernen skall inte kunna delta i programmet.

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

Skälen för programmet

Syftet med det föreslagna incitamentsprogrammet är att skapa förutsättningar för att behålla och rekrytera kompetent personal till koncernen samt att främja bolagets långsiktiga intressen genom att bereda anställda möjlighet att ta del av en positiv värdeutveckling i bolaget. Styrelsen anser att införandet av ett incitamentsprogram är särskilt motiverat mot bakgrund av att anställda i bolaget inte omfattas av något rörligt bonusprogram. Den 30 augusti 2007 beslutades det att emittera 710 000 optioner till en grupp av anställda, som en del av incitamentsprogrammet omfattande 1 000 000 optioner.

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

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

** Marknadsvärdet för tilldelade personaloptioner i Vostok Nafta under räkenskapsåret 2006 har beräknats enligt Black & Scholes värderingsmodell. Viktiga indata i modellen var aktiepriset på tilldelningsdagen, ovanstående lösenpris, aktieprisets förväntade volatilitet, baserat på analys av historiska kurser, optionernas löptid samt svensk marknadsränta vid tilldelningstillfället.

Noter

Noter till bokslutet

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

| | Genomsnittligt lösenpris i SEK/aktie | Optioner 31 dec 2007 | Optioner 31 dec 2006 |
|------------------|--------------------------------------|----------------------|----------------------|
| Vid årets början | - | - | - |
| Tilldelade | 84,66 | 710 000 | - |
| Förverkade | - | - | - |
| Utnyttjade | - | - | - |
| Vid årets slut | 84,66 | 710 000 | - |

Av utestående 710 000 optioner (2006: -) var inga (2006: -) möjliga att utnyttja.

Personaloptioner utestående vid årets slut har följande förfalldatum och lösenpriser:

| | Lösenpris, SEK | Optioner 2007 | Optioner 2006 |
|-----------------|----------------|---------------|---------------|
| 30 augusti 2010 | 84,66 | 710 000 | - |
| Vid årets slut | | 710 000 | - |

Not 24 Närståendetransaktioner

Under räkenskapsåret har Koncernen ingått i transaktioner med följande huvudgrupper av närstående:

- Vostok Gas Ltd koncernen. I samband med omstruktureringen av Vostok Gas har Vostok Komi (Cyprus) Ltd (ett företag i Vostok Nafta-koncernen) förvärvat tillgångar av Austro (Cyprus) Ltd (ett företag i Vostok Gas-koncernen) om totalt 377,5 MUSD. Betalning av förvärvade tillgångar har skett genom att Vostok Komi utgivit ett skuldebrev om 377,5 MUSD till Austro. Ränteintäkt avseende skuldebrevet, som hade en ränta på 9%, har redovisats om 1,2 MUSD. Vostok Nafta har därefter sålt 46 020 900 teckningsoptioner till Vostok Gas för 377,5 MUSD, vilka betalats genom utgivande av skuldebrev; Vostok Nafta fick således en

fordran på Vostok Gas om 377,5 MUSD, vilken användes för att reglera skulden till Vostok Gas-koncernen. Utöver tillgångarna enligt ovan har Vostok Gas sålt Vostok Komi (Cyprus) Ltd och dess dotterbolag Vostok Nafta Sverige AB till Vostok Nafta för en total köpskilling av 185 TUSD. Övriga transaktioner med Vostok Gas specificeras nedan.

- Lundinfamiljen och Lundingruppen. Flera medlemmar av Lundinfamiljen - Adolf H Lundin (AHL), Lukas H Lundin (LHL) och Ian H Lundin (IHL) - har aktivt deltagit i företagets styrning och erhållit ersättning för sina tillhandahållna tjänster.

- Management och styrelsemöter; se not 23.

- Intresseföretag; Black Earth Farming Ltd, Kontakt East Holding AB, RusForest Ltd (och dess dotterföretag).

- Nyckelpersoner och företag som ägs av nyckelpersoner.

Större transaktioner med närstående har varit:

| Intäkter, TUSD | 2007 | 2006 |
|---|------|------|
| Arvodet för managementtjänster tillhandahållna till Vostok Gas under april och maj 2007 | 268 | - |
| Hyra av kontorslokaler till intresseföretag | 90 | 6 |
| Ränteintäkter på lån till intresseföretag | 36 | 58 |
| Ränteintäkter på lån till nyckelpersonal och företag som ägs av nyckelpersonal | 8 | 2 |

Noter

Noter till bokslutet

Utgifter för gemensamma tjänster har fakturerats till Vostok Gas med 231 TUSD under 2007 (2006: -).

| Kostnader, TUSD | 2007 | 2006 |
|--|------|------|
| Managementarvoden AHL | - | 142 |
| Managementarvoden LHL | 23 | 90 |
| Managementarvoden IHL | - | 8 |
| Styrelsearvode LHL | 76 | 2 |
| Styrelsearvode IHL | 43 | 2 |
| Managementtjänster tillhandahållna av nyckelpersonal i intresseföretag | 55 | 12 |

| Fordringar och skulder, TUSD | 2007 | 2006 |
|--|-------|------|
| Fordringar på Vostok Gas | - | 340 |
| Fordringar på intresseföretag | 3 777 | 271 |
| Fordringar på nyckelpersonal i intresseföretag | 674 | - |
| Fordringar på företag som ägs av företagets nyckelpersonal | 447 | - |
| Skulder till Vostok Gas | 586 | - |

Not 25 Rörelseförvärv

Under året har Vostok Komi (Cyprus) Ltd förvärvat 100% av andelarna i OOO Resursiye Investitsii. Förvärvsdatum var den 3 juli 2007 och total köpeskilling uppgick till 6 181 TUSD. Den förvärvade verksamheten har bidragit med en nettovinst på 279 TUSD till Koncernen för perioden från 3 juli 2007 till 31 december

Tillgångar och skulder, per 3 juli 2007, till följd av förvärvet är följande:

| | Verkligt värde | Bokfört värde |
|--|----------------|---------------|
| Finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen | 7 333 | 2 555 |
| Övriga tillgångar | 3 | 3 |
| Uppskjuten skatteskuld | -1 147 | - |
| Övriga skulder | -8 | -8 |
| Nettotillgångar | 6 181 | 2 550 |
| Kontant reglerad löpeskilling | | 6 181 |
| Likvida medel i det förvärvade dotterbolaget | | -0 |
| Förändring av koncernens likvida medel vid förvärv | | 6 181 |

Not 26 Händelser efter räkenskapsårets utgång

Per den 31 december 2007 hade koncernen ett utestående lån till Murrayföretagen AB som uppgick till 2 930 TUSD. Efter räkenskapsårets utgång har Murrayföretagen AB gått i konkurs. Per datumet för avgivandet av årsredovisningen var konkursens effekt på värdet av lånet inte känd.

Not 27 Fastställande av årsredovisning

Årsredovisningen har avgivits av styrelsen den 4 april 2008, se sidan 58. Balans- och resultaträkning fastställs av bolagets aktieägare på ordinarie bolagsstämma den 14 maj 2008.

Noter

Noter till bokslutet

Till Aktieägarna i Vostok Nafta Investment Ltd

Vi har granskat koncernredovisningen och moderbolagsredovisningen för Vostok Nafta Investment Ltd som återfinns på sidorna 59 till 86. Dessa räkenskaper innefattar balansräkningar per den 31 december 2007 och 2006, resultaträkningar, förändringar av eget kapital och kassaflödesanalyser för räkenskapsåren, samt en sammanställning över redovisningsprinciper och övriga bokslutskommentarer.

Ledningens ansvar för redovisningshandlingarna

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

Revisorernas ansvar

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

En revision innefattar att granska ett urval av underlagen för belopp och annan information i redovisningshandlingarna. Valda granskningsmetoder beror på revisorns bedömningar, innefattande bedömning av risker för väsentliga fel i redovisningshandlingarna genom oegentligheter eller misstag. Vid riskbedömningen utvärderas den interna kontrollen avseende färdigställande av bolagets redovisningshandlingar för att utforma tillämpliga granskningsmetoder men inte för att uttala sig om effektiviteten i bolagets interna kontroll.

I en revision ingår också att pröva redovisningsprinciperna och styrelsens och verkställande direktörens tillämpning av dem samt att bedöma de betydelsefulla uppskattningar som styrelsen och verkställande direktören gjort när de upprättat redovisningshand-

lingarna samt att utvärdera den samlade informationen i redovisningshandlingarna.

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

Revisorernas uttalande

Vi anser att dessa redovisningshandlingar ger en rättvisande bild av moderbolagets och koncernens ställning per den 31 december 2007 och 2006 samt deras resultat och kassaflöde för de räkenskapsår som då avslutades i enlighet med internationella redovisningsstandards (IFRS).

Stockholm den 8 april 2008
PricewaterhouseCoopers AB

Klas Brand
Auktoriserad revisor
Huvudansvarig revisor

Bo Hjalmarsson
Auktoriserad revisor

Revisionsberättelse

Revisionsberättelse

Kod för bolagsstyrning

Vostok Nafta är ett aktiebolag registrerat på Bermuda. I avsaknad av en bermudiansk kod för bolagsstyrning tillämpar Vostok Nafta den svenska koden för bolagsstyrning ("Koden"). Bolaget tillämpar Koden fullt ut eller redogör, där så är tillämpligt, för avvikelser från den. Principerna för bolagsstyrning inom Vostok Nafta beskrivs nedan. Rapporten har ej varit föremål för granskning av företagets revisorer.

Bolagsstämmor

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

Under 2007 höll Vostok Nafta två extra bolagsstämmor den 18 maj och 29 augusti. Den extra bolagsstämma som hölls 18 maj, 2007 beslutade bland annat om ersättningen till styrelsen och revisorerna samt godkände principerna kring ersättning till ledningsgruppen. Den extra bolagsstämma som hölls 29 augusti, 2007 beslutade bland annat att godkänna styrelsens förslag avseende Bolagets incitamentsprogram. Samma stämma beslutade även att godkänna styrelsens förslag avseende överlåtelse av köpoptioner till marknadspris i samband med investeringar i portföljbolag (med en ändring på förslag av Lorito Holding Ltd).

Utnämning av och ersättning till styrelse och revisorer

Till årsstämman har aktieägare i Bolaget rätt att nominera styrelseledamöter och revisorer. Årsstämman väljer styrelseledamöter för en mandatperiod om ett år och revisorer för en period om ett år. Aktieägarna föreslår även ersättning till styrelsen och revisorerna, vilken skall beslutas av årsstämman.

I enlighet med Koden har bolaget inrättat en nomineringskommitté som utarbetar förslag till val och arvodering av styrelseledamöter och revisorer till årsstämman. Nomineringskommittén skall bestå av tre

ledamöter, varav en ledamot utses bland styrelseledamöterna och två ledamöter skall utses av Bolagets större aktieägare.

Nomineringskommittén, inför årsstämman 2008, har konstituerats med följande medlemmar: Ian H Lundin – Styrelseledamot, Åsa Nisell – Swedbank Robur Fonder och Lars Öhrstedt – AFA Försäkring.

Styrelsen

Styrelsen 2007

Genom ett formellt skriftligt beslut taget av aktieägaren den 10 april 2007 (i enlighet med Bolagets bolagsordning) beslutades att Vostok Naftas styrelse skall bestå av åtta ledamöter. Ledamöterna som valdes var: Lukas H Lundin, Paul Leander-Engström, Per Bri-lioth, Al Breach, Ian H Lundin, William A Rand, Robert J Sali och Torun Litzén. För en närmare presentation av nuvarande styrelse för perioden fram till dess att årsstämman 2008 har hållits, se avsnittet "Styrelse, företagsledning och revisorer" i ordinarie årsredovisningshandlingar.

Styrelsemöten

Styrelsen skall sammanträda minst två gånger per år med personlig närvaro och mer frekvent vid behov. Dessutom skall möten genomföras över telefon när så anses nödvändigt. Verkställande direktören har dessutom regelbundna kontakter med styrelsens ordförande och övriga styrelseledamöter. Under räkenskapsåret som avslutades 31 december 2007 har sex styrelsemöten hållits, varav två genomfördes med personlig närvaro.

Styrelsens arbete och arbetsordning

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

- besluta om verksamhetens inriktning och företagets riktlinjer,
- ombesörja kapitaltillförsel,
- utse och regelbundet utvärdera verkställande direktörens och företagsledningens arbete,
- godkänna rapporteringsanvisningar för företagsledningen,
- säkerställa att företagets externa kommunikation är öppen, saklig och relevant för målgrupperna,

Bolagsstyrningsrapport

Bolagsstyrningsrapport

– säkerställa att det finns effektiva uppföljnings- och kontrollsystem för företagets verksamhet och finansiella ställning gentemot uppställda mål,
 – följa upp och bevaka att verksamheten bedrivs i enlighet med lagar, förordningar, börsregler och vederbärlig praxis på värdepappersmarknaden.

Styrelsens ordförande

Styrelsen har inom sig utsett en ordförande. Ordförande får inte vara anställd i företaget, skall inte erhålla lön och är inte berättigad att delta i företagets incitamentsprogram. Ordförande i Vostok Nafta har en beslutsfattande position och deltar i arbetet på daglig basis. Lukas H Lundin valdes till styrelsens ordförande vid Bolagets första styrelsemöte som hölls 10 april, 2007.

Styrelsekommittéer

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

Revisionskommittén

Revisionskommitténs uppgift är att för styrelsens räkning granska företagets kvartalsrapporter (KV1 och KV3), granska och lämna förslag till styrelsen avseende företagets halvårs- och årsrapporter, granska revisionsarvodet, säkerställa att företagets interna kontrollsystem upprätthålls och efterlevs samt hålla kon-

takt med koncernens externa revisorer i samband med den årliga revisionsprocessen.

Revisionskommittén 2007

I revisionskommittén ingår William A Rand, Torun Litzén och Ian H Lundin. Under 2007 sammanträdde revisionskommittén 3 gånger.

Ersättningskommittén

Ersättningskommitténs uppgift är att informera sig om, samt besluta om, frågor som rör ersättning till företagsledningen. Kommitténs beslut om ersättning till ledande befattningshavare skall vägledas av behovet att erbjuda ett ersättningspaket som är konkurrenskraftigt och stimulerande, som kan attrahera och behålla meriterade ledningspersoner samt engagera och motivera till goda prestationer.

Ersättningskommittén 2007

I ersättningskommittén ingår Lukas H Lundin, Robert J Sali och Paul Leander-Engström. Under 2007 sammanträdde ersättningskommittén 2 gånger.

Investeringskommittén

Investeringskommitténs uppgift är att lägga fram passande investeringsrekommendationer till det cypriotiska dotterbolaget Vostok Komi (Cyprus) Limited. Dessa rekommendationer skall alltid vara i linje med Bolagets övergripande strategi, som beslutats av sty-

Sammansättning av styrelsen som valdes den 10 april 2007, inklusive mötesnärvaro

| Namn | Invald i styrelsen | Position | Förhållande till bolaget | Revisionskommittén | Ersättningskommittén | Investeringskommittén | Närvaro styrelsemöten | Styrelsearvode, TUSD |
|-----------------------|--------------------|------------|--------------------------|--------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|
| Lukas H Lundin | 2007 | Ordförande | Huvudägare | | x | x | 100% | 76 |
| Al Breach | 2007 | Ledamot | Oberoende | | | | 67% | 29 |
| Per Brilioth | 2007 | Ledamot | Företagsledning | | | x | 100% | - |
| Paul Leander-Engström | 2007 | Ledamot | Oberoende | | x | x | 83% | 41 |
| Torun Litzén | 2007 | Ledamot | Oberoende | x | | | 100% | 43 |
| Ian H Lundin | 2007 | Ledamot | Huvudägare | x | | | 100% | 43 |
| William A Rand | 2007 | Ledamot | Oberoende | x | | | 100% | 50 |
| Robert J Sali | 2007 | Ledamot | Oberoende | | x | x | 100% | 34 |
| Antal möten | | | | 3 | 2 | x | 6 | |

Bolagsstyrningsrapport

relsen och löpande kommuniceras till Investeringskommittén. En majoritet av Investeringskommittén, det vill säga två ledamöter, kan tillsammans utfärda rekommendationer på vars grunder styrelsen för Vostok Komi (Cyprus) Ltd. sedan formellt fattar investeringsbeslut.

Investeringskommittén 2007

I investeringskommittén ingår Lukas H Lundin, Per Brilioth och Paul Leander-Engström.

Ledningsgrupp

Verkställande direktören som är medlem både i styrelsen och ledningsgruppen, leder det dagliga arbetet och förbereder investeringsrekommendationer tillsammans med de andra medlemmarna i investeringskommittén.

Koncernledning 2007

Per Brilioth: verkställande direktör. Anställd sedan 2007.

Sergei Glaser: analytiker, medlem i ledningsgruppen. Anställd sedan 2007.

Anders Sjöberg: ekonomichef. Anställd sedan 2007. För en närmare presentation av företagsledningen, se avsnittet "Styrelse, företagsledning och revisorer" i ordinarie årsredovisningshandlingar. Vostok Naftas investor relations hanteras av Robert Eriksson, som är "Head of Investor Relations" för Bolaget. Robert Eriksson ägnar en stor del av sin tid åt Vostok Nafta, samtidigt som han är engagerad i investor relations-aktiviteter för ytterligare ett antal bolag inom "The Lundin Group of Companies".

Ersättning till styrelse och företagsledning

Den extra bolagsstämma som hölls 18 maj 2007 beslutade att arvodet till styrelsen skall utgå med sammanlagt 322 000 USD, varav 57 000 USD till styrelsens ordförande och 29 000 USD till var och en av övriga styrelseledamöter. För arbete i revisionskommittén utgår arvode om 21 000 USD till ordföranden och 14 000 USD till vardera ledamot och för arbete i ersättningskommittén utgår arvode om 8 000 USD till ordföranden och 5 000 USD till vardera ledamot. Slutligen utgår arvode för arbete i investeringskommittén om 11 000 USD till ordföranden och med 7 000 USD till vardera ledamot. Arvode utgår inte till den verkställande direktören.

Den extra bolagsstämma som hölls 18 maj 2007, godkände även styrelsens förslag gällande riktlinjer för ersättning till bolagsledningen. Ersättning till den verkställande direktören och andra personer i Bolagets ledning skall utgöras av fast lön, eventuell rörlig ersättning, övriga förmåner samt pension. Med andra personer i Bolagets ledning avses medlemmar av koncernledningen, f.n. två personer utöver verkställande direktören. Den sammanlagda ersättningen skall vara marknadsmässig och konkurrenskraftig. Fast lön och rörlig ersättning skall vara relaterad till befattningshavarens ansvar och befogenheter. Den rörliga ersättningen skall i första hand hanteras inom ramen för Bolagets optionsplan och i de fall annan rörlig ersättning kan utgå skall denna vara förenad med en marknadsmässig övre gräns och specificerade resultatmål för Bolaget och/eller befattningshavaren. Uppsägningstiden skall vara tre till sex månader från befattningshavarens sida. Vid uppsägning från Bolaget skall summan av uppsägningstid och den tid under vilken avgångsvederlag utgår maximalt vara 12 månader. Pensionsförmåner skall vara antingen förmåns- eller avgiftsbestämda, eller en kombination därav, med individuell pensionsålder. Förmånsbestämda pensionsförmåner förutsätter intjänande under en förutbestämd anställningstid. Styrelsen skall äga rätt att frångå riktlinjerna, om det i ett enskilt fall finns särskilda skäl för det. Ersättningskommittén skall före ordinarie bolagsstämma 2008 lägga fram ett detaljerat förslag om ledningens ersättningsprinciper för det kommande året samt ange vilka ledande befattningar som skall omfattas av ersättningsprinciperna.

Incitamentsprogram

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

- Lösenpriset för optionerna skall motsvara 120 procent av depåbevisens marknadsvärde vid tidpunkten för utställandet av optionerna.
- Optionerna får utnyttjas tidigast två år och senast tre år från tidpunkten för utställandet.

Bolagsstyrningsrapport

– För anställda bosatta utanför Sverige gäller följande villkor. Ingen premie skall erläggas för optionerna och optionerna får endast utnyttjas om optionsinnehavaren vid tidpunkten för utnyttjandet fortfarande är anställd i koncernen. I det fall en Optionsinnehavare upphör att vara anställd av eller, vilket kan vara fallet, ha ett konsultuppdrag för någon Medlem av Gruppen på grund av någon av de anledningar som anges nedan, ska hans eller hennes Optioner inte förfalla utan kunna utnyttjas på det sätt som underrättats Optionsinnehavaren vid datumet för tilldelning – givet att alla applicerbara prestationsvillkor som är relevanta vid det datum då anställning eller uppdrag upphör har uppfyllts, eller inte längre är tillämpliga. Dessa anledningar är; sjukdom, skada eller invaliditet; pension; förtida pension i form av en skriven överenskommelse med Optionsinnehavarens arbetsgivare om det företag som hans eller hennes anställning återfinns hos upphör att vara under kontroll av Bolaget eller, som ett resultat av en överföring av den förpliktelse med vilken Optionsinnehavaren arbetar, överförs till ett företag som varken är under Bolagets kontroll eller Medlem av Gruppen; någon annan anledning så som den specificeras av Styrelsens Medlemmar genom utnyttjandet av deras absoluta beslutsrätt.

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

– Optioner skall kunna utställas av Vostok Nafta Investment Ltd eller andra koncernbolag.

Utformning och hantering

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

tilldelning enligt incitamentsprogrammet inte längre är ändamålsenliga.

Fördelning

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

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

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

Eventuell framtida bonus för anställda bosatta i Sverige

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

Skälen för programmet

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

Utfärdande

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

Överlåtelse av köpoptioner

Den extra bolagsstämma som hölls 29 augusti 2007, beslutade även i enlighet med styrelsens förslag avseende att koncernbolag, under tiden fram till nästa årsstämma i Vostok Nafta, utställer och överlåter köpoptioner till ledande befattningshavare och andra anställda i samband med investeringar i icke noterade portföljbolag för att därigenom möjliggöra för anställda att ta del av en framtida värdeutveckling. Styrelseledamöter i bolaget som inte samtidigt är anställda skall inte i något fall erbjudas deltagande. Följande riktlinjer skall gälla vid överlåtelse av köpoptioner:

- Optionerna skall innebära en rätt att från koncernbolag förvärva aktier i portföljbolaget för ett visst lösenpris uppgående till 110-150 procent av marknadsvärdet på portföljbolagets aktie vid tidpunkten för förvärvet av optionerna.
- Optionernas löptid skall vara högst fem år.
- En marknadsmässig premie skall erläggas för optionerna. Premien skall med tillämpning av Black & Scholes värderingsmodell fastställas av externt värderingsinstitut eller revisionsbolag. Förvärv av optioner innebär sålunda ett risktagande för den anställda.
- Antalet optioner skall högst uppgå till det antal som motsvarar tio procent av de underliggande aktierna i ett portföljbolag som ägs av bolag i koncernen.
- Bolaget skall äga rätt att återköpa optionerna till marknadsvärde om innehavarens anställning i koncernen upphör.
- Om aktierna i portföljbolaget säljs eller marknadsnoteras innan optionernas slutdag, skall utnyttjande

ske senast i samband med försäljningen eller marknadsnoteringen. Om optioner utnyttjas före bolagets försäljning av aktierna i portföljbolaget, skall den anställda vara skyldig att vid anfordran avyttra aktier i samband med bolagets försäljning. Styrelsen skall äga rätt att frångå riktlinjerna enligt ovan, om det i ett enskilt fall finns särskilda skäl för det.

Genom att möjliggöra för bolagets anställda att förvärva optioner på aktier i portföljbolag skapas möjligheter för bolagets anställda att delta i en framtida värdetillväxt på liknande sätt som gäller för personer som är verksamma inom s.k. private equity-företag. Styrelsen anser att förslaget väsentligt förbättrar förutsättningarna att behålla och rekrytera kompetent personal till koncernen.

Utfärdande

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

Revisorer

Revisorer 2007

Genom ett formellt skriftligt beslut taget av aktieägaren den 10 april 2007 (i enlighet med Bolagets bolagsordning) utsågs revisionsföretaget PricewaterhouseCoopers AB, Sverige, till revisorer fram till och med nästa årsstämma.

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

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

Under året har revisionsföretaget ej haft några övriga uppdrag för Vostok Nafta, utöver det som beskrivs i avsnittet "Revisionsberättelse" i ordinarie årsredovisningshandlingar, och granskningen av de nya, omarbetade historiska finansiella rapporterna som presenterades i prospektet avseende omstruktureringen av Vostok Nafta Investment Ltd.

Bolagsstyrningsrapport

Intern kontroll

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

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

Denna rapport har upprättats i enlighet med svensk kod för bolagsstyrning, avsnitt 3.7.2 och 3.7.3, vilka behandlar intern kontroll avseende den finansiella rapporteringen. Rapporten utgör ej del av de formella årsredovisningshandlingarna och den har därför inte granskats av bolagets revisorer. Vidare har rapporten upprättats enligt den vägledning som framtagits av FAR SRS i samarbete med Svenskt Näringsliv. Vostok Nafta är ett investmentbolag och hanterar därför i huvudsak finansiella transaktioner i samband med portföljinvesteringar. Därmed så är den interna kontrollen för finansiell rapportering främst inriktad på att säkerställa väl fungerande och tillförlitliga rutiner för att genomföra och redovisa köp och försäljningar av värdepapper och värdepappersinnehav. Styrelsen har beslutat att inte införa någon särskild granskningsfunktion (internrevision) utöver den existerande kontroll som finns i bolaget.

Den interna kontrollen beskrivs oftast utifrån de fem komponenter som ingår i det internationellt etablerade ramverk som lanserades 1992 av The Committee of Sponsoring Organizations in the Treadway Commission (COSO). Dessa fem komponenter som beskrivs nedan, är kontrollmiljö, riskbedömning, kontrollaktiviteter, information och kommunikation samt uppföljning.

Företagsledningen följer löpande upp bolagets verksamhet i enlighet med det ramverk som beskrivs nedan. Månatliga rapporter produceras för internt användande, vilka sedan fungerar som underlag för avrapporteringar till styrelsen varje kvartal. Under det senaste året har styrelsen och ledningen även sett närmare på möjliga tillägg till Bolagets befintliga

internkontrollfunktioner. Syftet var att se på möjliga alternativ att förhöja kontrollfunktionerna kring hanteringen av finansiell risk, lånevillkor (covenants) samt motpartsrisker.

Kontrollmiljö

Kontrollmiljön, som är basen för bolagets interna kontroll avseende den finansiella rapporteringen, utgörs i stor utsträckning av de mjuka värden som styrelsen och ledningen kommunicerar och verkar utifrån.

Vostok Nafta arbetar för att organisationen skall karaktäriseras av värderingar som noggrannhet, professionalism och integritet.

En annan viktig del av kontrollmiljön är att den organisatoriska strukturen, beslutsvägar och befogenheter är klart definierade och kommunicerade. Detta åstadkoms genom skriftliga instruktioner och formella rutiner för arbetsfördelningen mellan å ena sidan styrelsen och å andra sidan vd:n och övrig personal. För Vostok Naftas kärnverksamhet som utgörs av portföljinvesteringar så fastställer styrelsen de övergripande riktlinjerna för bolagets investeringsverksamhet. För att garantera en tillförlitlig och lättöverbakad procedur för köp och försäljningar av värdepapper så har bolaget upprättat en sekventiell process för dess investeringsverksamhet. En speciell Investeringskommitté har instiftats, vars medlemmar väljs av styrelsen och som ansvarar för att identifiera och granska potentiella investeringar eller försäljningar av befintligt innehav. Efter granskning så behövs en majoritet inom kommittén för att utfärda en köp- eller säljrekommendation, på vars grunder styrelsen för Vostok Komi (Cyprus) Ltd. sedan formellt fattar investeringsbeslut, och en verkställningsorder utfärdas. Liksom för investeringsförfarandet som all övrig kringverksamhet så regleras detta genom interna riktlinjer och instruktioner. Organisatoriskt karaktäriseras Vostok Nafta av en nära och platt företagsstruktur. Bolagets begränsade personalantal och nära samarbete bidrar till hög transparens inom bolaget vilket kompletterar fasta kontrollrutiner.

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

Riskbedömning

Styrelsen i Vostok Nafta ansvarar för att väsentliga risker för fel i den finansiella rapporteringen identifieras

Styrelsens rapport om intern kontroll avseende finansiell rapportering

Styrelsens rapport om intern kontroll avseende finansiell rapportering

och hanteras. Vid riskbedömningen tas särskild hänsyn till risken för oegentligheter och otillbörligt gynnande av annan part på Vostok Naftas bekostnad samt risk för förlust eller förskingring av tillgångar. Vostok Naftas ambition är att minimera risken för fel i den finansiella rapporteringen genom att kontinuerligt identifiera de säkraste och mest effektiva rutinerna för rapporteringen. Bolagets platta organisationsstruktur och öppna kommunikation underlättar arbetet med att identifiera potentiella brister i den finansiella rapporteringen, samt gör det enklare att snabbt implementera nya och säkrare rutiner. För de processer som av styrelsen anses bära den största risken för fel, alternativt vars potentiella fel har störst effekt, ägnar man mest tid åt för att garantera tillförlitlighet. Detta innefattar exempelvis tydliga krav för klassificering och beskrivning av bokföringsposter enligt god redovisningssed och gällande lagar samt att investeringsförfarandet utgörs av en uppdelad och sekventiell process för investeringsbeslut och verkställande.

Kontrollaktiviteter

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

IT-/datasystem som är involverade i rapporteringsprocessen har tillräckligt hög tillförlitlighet för sin uppgift.

Information och kommunikation

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

Uppföljning

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

Styrelsens rapport om intern kontroll avseende finansiell rapportering

1P Bevisade reserver
2P Bevisade och sannolika reserver
3P Bevisade, sannolika och möjliga reserver
ADR American Depository Receipt, dvs ett amerikanskt depåbevis
bbf Fat (eng. barrel)
bcm Miljarder kubikmeter
bcmpa Miljard kubikmeter per år
boe Fat oljeekvivalenter
boepd Fat oljeekvivalenter per dag
bopd Barrels of oil per day, dvs antalet fat producerad (eller transporterad) olja per dag
cm kubikmeter
CSFB ROS Credit Suisse First Boston ROS-index
Downstream Raffinering av råolja, samt marknadsföringen och distributionen av oljeprodukterna som sker därefter, till skillnad från upstream.
E Estimate, dvs uppskattat värde
EBITDA Rörelseresultat före finansiella poster, skatter och avskrivningar
EV Enterprise Value, dvs börsvärde + nettoskuld
F Forecast, dvs prognos
ha Hektar
Holdingsbolag Moderbolag i de vertikalt integrerade ryska oljekoncernerna
kbpd Tusen fat per dag
kWh Kilowattimme (1 000 watt per timme)
LNG Liquefied Natural Gas (naturgas i vätskeform)
mcm Tusen kubikmeter
mm miljoner
mmboepd miljoner fat oljeekvivalenter per dag
mmbopd miljoner fat olja per dag
mmtnpa miljoner ton per år
MSCI EM MSCI Emerging Markets-index
MUSD Miljoner amerikanska dollar
MW Megawatt
MWh Megawattimme (en miljon watt per timme)
n/a (eng. not available) ej tillgänglig
Neft eller **Neftegas** Ryska för oljebolag
nm (eng. not material) icke materiell
OSS Oberoende Staters Samvälde (fd Sovjetunionen)
P/BV Förhållandet mellan börsvärde och bokfört eget kapital
P/Cashflow Börsvärde dividerat med kassaflöde, vilket i många fall avser nettovinst efter skatt med återläggning av avskrivningarna

P/E Price/Earnings, dvs förhållandet mellan börsvärde och nettovinst
P/EBIT Förhållandet mellan börsvärde och rörelseresultat
P/fat reserver Börsvärde dividerat med antalet fat reserver (av olja) i marken
P/prod Börsvärde dividerat med antalet producerade fat (olja) per år
P/S Price/Sales, dvs förhållandet mellan börsvärde och omsättning
RTS Russian Trading System, den främsta handelsplatsen för ryska aktier
RUB Ryska rubel
SDR Swedish Depository Receipt, dvs ett svenskt depåbevis
SEK Svenska kronor
Tcm Triljoner kubikmeter
Upstream Prospektering, utvinning och transport av olja och gas innan raffinering och försäljning.
USD Amerikanska dollar
Utvinningsbara reserver En uppskattning av mängden utvinningsbara oljereserver som innehåses av aktuellt oljebolag
Vertikalt integrerad Att ett olje- eller gasbolag har både upstream- och downstreamverksamhet.

Omräkningsfaktorer

1 ton olja = 7,33 fat olja

1 ton kondensat = 8,5 fat kondensat

Förkortningar och termer som förekommer i årsredovisningen

Förkortningar och termer som förekommer i årsredovisningen



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
info@vostoknafta.com