

Vostok
Nafta
Investment
Ltd

Årsredovisning

2010

Innehåll

03	Verkställande direktören har ordet
08	Ett samtal med styrelsens ordförande
10	Skog: Gryning för det gröna guldet (av Carl Johan Krigström, Forest Explorer AB)
14	Vostok Naftas investeringsportfölj
17	Black Earth Farming
19	TNK-BP Holding
21	RusForest
23	Kuzbassrazrezugol
24	Kuzbass Fuel Company
25	Alrosa
26	Priargunsky
27	Transneft
28	Tinkoff Credit Systems
29	Vosvik
30	Övriga innehav
32	Vostok Nafta-aktien
34	Företagsinformation
36	Flerårsöversikt
39	Styrelse, koncernledning och revisorer
41	Förvaltningsberättelse
44	Resultaträkningar – koncernen
45	Balansräkningar – koncernen
45	Förändringar i eget kapital – koncernen
46	Kassaflödesanalys – koncernen
46	Finansiella nyckeltal – koncernen
47	Resultaträkning – moderbolaget
48	Balansräkning – moderbolaget
48	Förändringar i eget kapital – moderbolaget
49	Noter till bokslutet
70	Revisionsberättelse
71	Bolagsstyrningsrapport
78	Förkortningar och termer som förekommer i årsredovisningen

Månatlig substansvärdesberäkning

Vostok Nafta publicerar månatligen ett beräknat substansvärde. Denna information publiceras i form av en pressrelease samt på Vostok Naftas hemsida www.vostoknafta.com.

Finansiell information för räkenskapsåret 2011

Företaget kommer att publicera följande rapporter:

Delårsrapport för första kvartalet:

18 maj 2011

Delårsrapport för första halvåret:

17 augusti 2011

Delårsrapport för de första nio månaderna:

16 november 2011

Bokslutskommuniké:

15 februari 2012

Offentliggörande av årsredovisningen:

Mars/april 2012

Årsstämma 2010:

4 maj 2011

Årsstämma 2011:

Maj 2012

När jag försöker summera 2010 känns det som ett år då vi stampade på fläcken, trots att vårt substansvärde (NAV) steg med 28 procent – vilket var bättre än index under samma period. Jag förväntar mig givetvis mer från vår portfölj, och jag är övertygad om att dess potential är fortsatt mycket stor. En röd tråd i vår portfölj är våra investeringar i storskaliga, billiga tillgångar för vilka marknaden saknar visibilitet kring hur de ska producera en god finansiell avkastning. Den uppenbara triggern för en omvärdering följer på en ökad insikt och säkerhet kring hur den höga kontantavkastningen ska uppnås, och jag tror att vi under 2011 kommer att få en betydligt klarare bild av hur detta ska åstadkommas i så gott som samtliga våra innehav – vilket bör leda till en betydande omvärdering och en starkare utveckling.

Vi har tillbringat mycket tid med de investeringar där vi är en stor aktieägare, vilket i de flesta fall betyder att vi en gång i tiden varit en drivande kraft när det gällde att bilda dessa bolag och sätta upp en företagsstruktur kring deras tillgångar, vilka utgör ungefär hälften av vår portfölj. Vi har varit aktiva kring dessa investeringar för att fortsätta att bygga på den bas som krävs för att vi ska kunna skörda frukterna av dessa bolags framgångar. Vi har under året bedrivit styrelsearbete, initierat ledningsförändringar och hanterat finansieringar inom i stort sett samtliga av dessa innehav.

I den andra halvan av portföljen, som består av noterade bolag där vi har investerat i företagsstruktur som redan funnits på plats, är vi inte lika aktiva när det gäller bolagens drift – men har trots det sett en positiv utveckling för dem under 2010 och inledningen av 2011. Vi ser framför oss att denna utveckling kommer att fortsätta, vilket återigen bereder vägen för en fortsatt omvärdering.

Sammantaget är jag mycket optimistisk kring vår portfölj, dess risk-rewardnivå och mixen mellan situationer där vi är stora och aktiva aktieägare, samt de där

vi är en mindre aktieägare med en lägre procentandel av bolaget i fråga.

Den ryska marknaden

Helt klart är det så att en portfölj som vår rör sig mycket mer på specifika mikroekonomiska triggers, som är relaterade till bolagen i portföljen, än den rör sig i likhet med olika index. Lika uppenbart är förstås det faktum att positiva rörelser i de större ryska indexen och en rättvis värdering av marknaden i stort ger oss draghjälp när det kommer till omvärderingen av en portfölj som investerar i speciella situationer, så som Vostok Naftas.

2010 har präglats av en fortsatt återhämtning för Rysslands del. En ökad global riskovilja har lett till att marknaderna fallit tillbaka under vissa perioder, särskilt i maj då skuldsituationen i Grekland ledde till en oro för andra skuldsatta länder – men också för euro-området som helhet. Riskaptiten har dock återvänt, och med den också en ökad aptit för Ryssland.

Sedan de lägsta nivåerna som noterades under 2010 har marknaden upplevt ett rally om cirka 40 procent, men trots det och som ett resultat av en rad vinstprognoshöjningar för 2011 handlas den ryska marknaden till en rabatt om 40 procent jämfört med snittet för världens tillväxtmarknader – samt med en rabatt om 20 procent jämfört med dess historiska snitt.

Den huvudsakliga drivkraften bakom den senaste tidens uppgångar på de ryska börserna är styrkan på de globala råvarumarknaderna, där priset på olja såväl som metaller utvecklats mycket väl. Dessutom har den lågräntemiljö som präglar de utvecklade marknaderna lett till att investerare letar sig längre ut på riskkurvan – vilket i sin tur innebär ett ökat intresse för Ryssland.

På den lokala arenan har investerarnas uppfattning om Ryssland helt klart förbättrats efter det att Pepsi köpte Wimm-Bill-Dann för 5,4 miljarder USD. Som vi diskuterat tidigare tenderar Ryssland att utvecklas väl under perioder när råvarumarknaderna är starka eller åtminstone stabila, när den ryska staten tycks bli

seriös i sina reformsträvanden och när man kan se hur multinationella företag ”går långa” i Ryssland genom större förvärv. För tillfället kan vi sätta ett kryss i alla tre av dessa rutor. Vi förväntar oss att råvarumarknaderna ska fortsätta att vara starka, även om vi kan komma att få se en volatil utveckling. Ett högt oljepris kan dock komma att bli ett tveeggat svärd för Ryssland, om det skulle komma att bli så starkt att det tar knäcken på en skör global ekonomisk återhämtning. Även om landet kortsiktigt skulle dra nytta av ett starkt oljepris är Ryssland också beroende av en stark global återhämtning för att priset på övriga råvaror ska hålla sig intakt, och för att efterfrågan på de produkter landet exporterar ska hålla sig starkt – samt för att investeringskapital ska fortsätta att strömma in i Ryssland.

Reformerna i Ryssland är synliga i och med den privatiseringsrunda som tillkännagavs under hösten. När dessa privatiseringar verkligen initieras, och då är sekundärerbjudanden i de redan noterade bolagen en bra startpunkt, kommer marknaden att få än större förtroende.

Mer smärtsamma reformer kommer med största sannolikhet inte att hanteras förrän efter de stundande valen. Trots att såväl Putin och Medvedev och det stora Kreml-vänliga partiet United Russia tappat stöd i de senaste opinionsmätningarna, skulle det vara oklokt att satsa på något annat än att resultat av såväl parlaments- som presidentval blir status quo.

Sett till makroekonomin är utvecklingen i Ryssland stabil. BNP-tillväxten blir något lägre under 2011 jämfört med 2010, då de stabiliserande åtgärder som den ryska regeringen tidigare vidtagit nu så sakteliga avvecklas. Nivåerna är betydligt lägre än i de andra BRIC länderna under 2010 (Kina 10,3 procent, Indien 8,5 procent, Brasilien 7,7 procent, och Ryssland 3,8 procent). Inflationen har stigit något under hösten som ett resultat av stigande spannmålspriser och den ryska centralbanken förväntas höja räntorna, även om så inte skedde vid bankens senaste möte. Då detta är en kost-

Verkställande direktören har ordet

nadsinflation snarare än en inflation som uppstått som ett resultat av en ökad efterfrågan tycks man inte vara lika oroad över denna inflation som man var under perioder av överhettning fram till hösten 2008.

Sammantaget är Ryssland en billig marknad som borde fortsätta att gå bra under den period som vi nu går igenom.

Black Earth Farming (BEF)

Jag har aldrig haft en bättre känsla kring BEF. Bolaget tog sig igenom det extrema året 2010 på ett mycket bra sätt. Ett plus minus noll-resultat på EBITDA-nivå, om man bortser från den goodwillnedskrivning som gjordes, under ett år då 60 procent av skörden förstördes på grund av att Ryssland drabbades av den värsta torkan på 130 år är i mina ögon ett bra resultat. När vi går in i 2011 står bolaget starkare än någonsin tidigare. Balansräkningen är i god ordning, förberedelserna för 2011 års skörd förlöper väl, den långa period under vilken vi registrerat land vi förvärvat till fullt ägande ligger nu bakom oss och, viktigast av allt, vi har nu en ledningsgrupp som tycks redo att leverera den rätta balansen för att få en maximerat finansiell avkastning från bolaget.

Det hänger givetvis på en kombination av att få en hög spannmålsavkastning per hektar som på ett effektivt sätt säljs till höga priser – med den lägsta möjliga risken och till den lägst möjliga kostnaden. Kort sagt tycks 2011 bli det år då marknaden äntligen får visibilitet kring vilken typ av avkastning som den här tillgången kan leverera. Vid dagens spannmålspriser förväntar vi oss att bolaget ska kunna tjäna omkring 60 miljoner USD i EBIT-resultat för detta år, med potential att dubbla detta när man når full kapacitet vid vår existerande landbank och när kostnadsstrukturen nått de uppställda målnivåerna. Då räknar vi inte med det underliggande värdet på den jordbruksmark som BEF besitter.

Det faktum att bolaget nu äger 250 000 fullt regist-

rerade hektar och har ytterligare 80 000 hektar under kontroll i form av 49-åriga arrenden har marknaden missat, i sitt totala fokus på den svåra makrosituation som spannmålsbolagen lidit av under de senaste tre åren (finanskras, pressade spannmålspriser och den värsta torkan på 130 år). Jag presenterade BEF vid Morgan Stanleys jordbrukskonferens i mars 2011, och efter mitt anförande kom en brittisk hedgefondsförvaltare fram till mig för att kritisera det faktum att min presentation helt saknade fokus på substansvärdestillväxt. Han sa att de övriga 20 eller så bolag som presenterat sig på konferensen hade fokuserat helt och hållet på hur deras substansvärde hade utvecklats. De hade samtliga förlorat pengar under de senaste åren, men var fortfarande investerarnas gunstlingar. Inget av dessa bolag hade en större landportfölj än BEF. Och det billigaste av dessa bolag hade ett landvärde som var 10 gånger högre än BEF:s.

Vid nuvarande aktiekurs är det enkla genomsnittliga värdet per hektar jordbruksmark i produktion (om vi utgår från 240 000 hektar för 2011) cirka 2 000 USD, men detta är en kombination av 1 000 USD i utrustning, silos och nettokassa – vilket betyder att endast 1 000 USD per hektar är hänförligt till faktiska antydda markpriser.

I enlighet med detta resonemang räknar jag med att varje hektar i produktion, med dagens spannmålspriser, ska kunna generera cirka 250 USD i EBIT-resultat. Vad är detta värt? Vid en diskonteringsränta om 10 procent (vilket får anses var rimligt för en reelltillgång och givet att långa statsskuldsväxlar har en ränta som ligger kring 8 procent) får vi ett värde om 2 500 USD per hektar. Lägg till detta sedan de återstående 1 000 USD per hektar i utrustning etc. och vi får ett antytt värde på BEF om 850 miljoner USD – eller omkring 45 SEK per aktie.

Om vi tar detta resonemang och blickar två år framåt i tiden, när vi uppnått full kapacitet (280 000 hektar om vi utgår från nuvarande landbank) och har nått dit jag

tror att vi kan nå när det gäller avkastning och kostnader och med dagens spannmålspriser skulle BEF generera ett EBIT-resultat om 150 miljoner USD. Över hela vår produktiva landbank om 280 000 hektar vid full kapacitet är det cirka 535 USD per hektar – vilket ger ett en implicit värdering om knappt 95 SEK per aktie. "Risken" på uppsidan är att kostnaderna faller ännu mer, och att avkastningen stiger mer, att vi expanderar landportföljen ytterligare och att spannmålspriserna stiger när 10 miljarder munnar ska mättas...

RusForest

RusForest genomförde med framgång en företrädesemission under den senare delen av 2010. Intäkterna från emissionen har använts för att slutföra den produktionsökning vid de existerande tillgångar som krävdes för att dessa skulle nå sin fulla potential – vilket inkluderar att addera mer skogsarrenden för att balansera den sågverkskapacitet som kommer att sättas i produktion under de närmaste åren.

Dessutom förvärvades ett bolag i Archangelsk (LDK-3) som inkluderar ett sågverk, en betydande hamnanläggning i Archangelsk (där sågverket är beläget) samt skogsarrenden. RusForest är därmed närvarande i de huvudsakliga skogliga regionerna i Ryssland; Irkutsk, Krasnoyarsk och Archangelsk. I Archangelsk har bolaget varit aktivt involverat i samgåendediskussioner med Nord Timber Group (NTG) under 2010. NTG:s tillgångsbas består huvudsakligen av mycket stora skogsarrenden (över en miljon hektar mark) som passar mycket bra tillsammans med de existerande Archangelsk-tillgångarna i RusForests portfölj – som är fokuserade på downstreamverksamheten genom sågverket i hamnen.

Om man inkluderar NTG har RusForest en tillgångsbas som omfattar omkring 2 miljoner hektar prima skogsmark, vilket ger bolaget avverkningsrätter som omfattar cirka 3 miljoner kubikmeter (m³) per år. Detta

Verkställande direktören har ordet

skulle möjliggöra för de fyra sågverken i portföljen att nå en kapacitet om upp emot 1 miljon m³.

I termer av skogsmark kan detta jämföras med det globala hygien- och pappersföretaget SCA från Sverige – medan sågverkskapaciteten är i nivå med ett av de ledande svenska sågverksföretagen, Holmen.

Ryssland har de sista outbyggda storskaliga skogsresurserna i en värld där bristen på fiber blir allt mer uppenbar. Storleken på RusForests tillgångar innebär att bolaget väl kan jämföras med flera av de globala jättarna. Under de kommande två åren kommer marknaden att få en ökad visibilitet i det faktum att dessa tillgångar också kommer att kunna tillhandahålla en överlägsen intjäningsförmåga jämfört med de internationella jämförelseobjekten, på grund av att RusForest har en betydligt lägre kostnadsbas.

Denna ökade säkerhet vad gäller RusForests vinster kommer att skicka upp värderingen av bolaget till en helt annan nivå. Redan under det andra kvartalet 2011 kommer uppstarten av det tredje sågverket i östra Sibirien, Magistralny, att ge en värdefull insikt i att bolagets ledning är kapabla att uppfylla sina löften.

Jag rekommenderar verkligen att ni tar er tid att läsa den text kring det globala skogsmakrot som finns längre fram i denna rapport, och som skrivits av Carl Johan Krigström från Forestry Explorer.

Tinkoff Credit Systems (TCS)

Den inhemska efterfrågan stiger återigen kraftigt. Den ryska valutan är stark, och om man promenerar runt i shoppingcenter i Moskva upptäcker man snabbt att de numer är fulla av shoppingsugna ryssar.

Kreditgivningen växer återigen och marknaden letar febrilt efter banktillgångar som man kan få exponering mot. De som finns tillgängliga är statskontrollerade institutioner med mycket stora organisationer. Genom vår investering i TCS har vi den exponering mot sektorn som många skulle vara beredda att döda för. Hög tillväxt med mycket effektiva tillgångar och god lönsam-

het ger ett upplägg med en mycket hög avkastning på det egna kapitalet. Möjligheten att ta in kapital är en nyckelfråga för att bolaget ska kunna leverera denna tillväxt för aktieägarna. Bolaget har på ett framgångsrikt använt sig av rubelkreditmarknaden under 2010 och början av 2011. Bolagets kreditbetyg och de goda marknadsförhållandena lovar gott för bolagets möjligheter att återigen vända sig till de internationella marknaderna under 2011, någonting som kommer att skapa ytterligare värde och bevisa att den värdering vi har på bolaget (om 250 miljoner USD) är konservativ.

Avito

BEF, RusForest och TCS har alla en betydande potential jämfört med var bolagen är idag, men "the real romance" under 2011 i Vostok Naftas portfölj är utan tvekan Avito. Trafiken har formligen exploderat sedan förra sommaren – vilket etablerat bolaget som den ledande on-lineaktören för radannonser i Ryssland. Det finns bara plats för en radannonsaktör på internet på varje marknad. När denna position uppnåtts är hindrena för nyetableringar höga, vilket också avkastningen är – vilket resulterar i höga värderingar. Avito står inför att ta denna marknadsledande position på marknaderna i Ryssland och Ukraina – som tillsammans har en befolkning om över 200 miljoner människor. Ingen marknad är exakt lik den andra, men en jämförelse med nyligen genomförda transaktioner och noterade jämförelsebolag ger vid hand att Avito bör kunna bli värt runt 1 miljard USD, med en betydande kvarvarande värderingspotential...

Clean Tech East

Clean Tech East har upplevt ett par tuffa år då igångsättandet av bolagets träpelletsfabrik i Ystad drabbats av förseningar och kommit att kosta mer än beräknat, samtidigt som bolagets produkter fortfarande dras med en låg prisbild.

När fabriken i Ystad nu äntligen befinner sig i stabil

produktion och bolaget inlett sin satsning på att sälja träpellets till konsumentmarknaden i norra Europa kommer man under 2011 att kunna leverera visibilitet kring en intjäningsprofil som i slutändan innebär att bolaget bör visa upp ett årligt EBITDA-resultat om cirka 63 miljoner SEK, vilket ger oss en EV/EBITDA-multipel om 4.

Parallellt med detta bygger Clean Tech East nu en plattform för att etablera storskalig tillverkning av träpellets i nordvästra Ryssland. Det första steget i denna strävan blir fett förvärv av Bio Energy Nord (BEN) mot ersättning i aktier och teckningsoptioner i Clean Tech East.

BEN har under de senaste åren varit engagerade i det förberedande arbetet för att bygga en större fabrik för tillverkning av träpellets i Archangelskregionen i norra Ryssland. Om vi ser bortom det temporära överutbud av pellets som föreligger från de nordamerikanska producenterna som ett resultat av skadedjursangreppen i Kanada kommer träpelletstillverkningen i Archangelsk troligtvis att ske till den lägsta kostnaden i världen.

Anledningen till att denna exponering på marknaden är eftersträvarsvärd är att träpellets är en förnyelsebar energikälla som betingar hälften av priset av vad samma energimängd utvunnen ur olja idag gör. Den politiska strävan som finns i Europa kring att EU år 2020 ska ha 20% av sin totala energikorg från förnyelsebara källor kommer att leda till en helt ny efterfrågesituation för den här energikällan.

De koleldade kraftverken, vilka kan ersätta upp till 10 procent av det kol man idag eldar med träpellets utan att genomföra några större investeringar, kommer försiktigt räknat efterfråga cirka 50 miljoner ton träpellets per år – endast i Europa. Det kan jämföras med en global träpelletsproduktion som idag uppgår till cirka 10 miljoner ton per år.

Slutligen har den ytterst tragiska förödelelsen vid de japanska kärnkraftsreaktorerna redan lett till att det

Verkställande direktören har ordet

över hela världen höjs röster som kräver en begränsning av den sedan tidigare planerade utbyggnaden av kärnkraftskapaciteten. Det kommer att bli svårt att ersätta kärnkraften i termer av dess utsläppseffektivitet, men jakten på alternativ kommer att vara omfattande. För Clean Tech East kan den paneuropeiska oviljan att expandera kärnkraften ytterligare (främst i Tyskland) driva upp priserna som erhålls för bolagets produkter betydligt mer än vad vi tidigare haft anledning att förvänta oss.

TNK-BP

Enligt mitt sätt att se det fortsätter TNK-BP att vara Rysslands mest välskötta oljebolag med produktionsutsikter som må vara de starkaste i sektorn. Detta tillsammans med det faktum att ledningen äger en betydande andel i bolaget, att BP äger en stor andel och att bolaget betalar en stor utdelning betyder att TNK-BP för närvarande befinner sig i ett mycket bra läge för att kunna värderas med en premie jämfört med resten av sektorn.

Den rabatt som bolaget för närvarande handlas med är ett resultat av att TNK-BP saknar den likviditet vid handeln i bolagets aktier som de riktigt stora bolagen oftast har. Denna situation förbättras nu, eftersom bolagets aktier nyligen ha upptagits till handel på Rysslands två huvudsakliga börser – RTS och MICEX. För att situationen ska förbättras ytterligare måste bolagets free-float utökas. Min åsikt har sedan en lång tid varit att detta kommer att ske när BP:s ryska partner säljer sin andel i bolaget för att finansiera sina övriga investeringar. Jag anser att motståndet mot den nuvarande affären mellan BP och Rosneft är ett försök att komma till en förhandlingsposition för att på så sätt få till stånd en försäljning till en rimlig värdering. Om detta lyckas kommer priset med all sannolikhet att vara betydligt högre än det nuvarande marknadsvärdet, vilket också kommer att vara till stor hjälp i att omvärdera vårt innehav i bolaget.

Nya Gazproms: Priargunsky, Alrosa, Transneft

Vi har en uppsättning bolag i vår portfölj som helt klart har den gemensamma nämnare som beskrivs ovan. Det handlar om stora och mycket billiga tillgångar som hanteras av företag som härrör från Sovjettiden och som omvandlades till sin nuvarande form och aktiestruktur under det tidiga 1990-talets privatiseringar.

Avsaknaden av visibilitet in i deras fullständiga utdelningsprofil förmörkas av det faktum att den ryska staten är den största aktieägaren – en situation som påminner om den som rådde i Gazprom (och även i Sberbank, Rosneft etc. för den delen) i mitten av 1990-talet. Gazprom ansågs tidigare av marknaden vara ett ministerstyrt departement (bolaget var en gång i tiden det Sovjetiska gasministeriet) – med en mycket sannolikhet för att man någonsin skulle ge en avkastning och utdelning.

Under åren som gick blev statens intentioner med sitt aktieäggande allt tydligare, och allt mer överensstämmande med minoritetsägarnas intressen, och en betydande omvärdering ägde rum. De ”nya Gazprom” som återfinns i vår portfölj är bolag som liknar Gazprom så som bolaget såg ut på 1990-talet och där vi är övertygade om att vi kommer att få se en gradvis förbättring i det sätt på vilket den ryska staten hantera dessa tillgångar, dess regleringar av bolagens marknader samt bolagens utdelningspolicys. Den nuvarande mycket låga värderingen av deras tillgångar innebär att det finns en potential för mycket höga avkastningar när dessa förbättringar äger rum.

Alrosa har just tillkännagivit att bolaget har som ambition att förvandlas till ett publikt aktiebolag och att man vill uppnå en riktig notering genom ett erbjudande som förväntas tillföra bolaget cirka 3 miljarder USD genom utgivandet av nya aktier under 2012.

Under 2012 kommer det ryska finansministeriet slutligen ha uppnått sitt krav på att alla bolag där staten är aktieägare ska rapportera i enlighet med IFRS. Enligt Deutsche Bank skulle detta ha inneburit att Transneft

hade betalat en utdelning som inneburit en direktavkastning om 20 procent för år 2009, istället för de 0,6 procent som man faktiskt betalade.

2011

Vad bär 2011 på för händelser för oss som är aktieägare i Vostok Nafta? Vi har redan hunnit en bra bit in på året, och två enorma svarta svanar har redan uppenbarat sig på himlen. Om den Tsunami som träffade Japan var oväntad, måste man säga att den totala förödelsen från kärnkraftshaverierna kom från ingenstans. Lika oväntat, och kanske med en mer djupgående påverkan på den globala tillväxten, var upproren i Mellanöstern. När den omedelbara skräcken och osäkerheten minskar kommer den globala miljön, hur tragiska dessa händelser än är på många individuella och lokala nivåer, att vara mycket positiv för en marknad som Ryssland.

För oss som är aktieägare i Vostok Nafta kommer 2011 att bjuda på en betydande ökning av visibiliteten i intjäningsförmågan hos BEF, RusForest and Clean Tech East – fortsatt tillväxt för TCS och Avito, samt en ökad säkerhet kring den ryska statens intentioner med avseende på Transneft, Alrosa and Priargunsky, – och ett slut på utnyttjandet av transfer pricing inom Kuzbassrazugol.

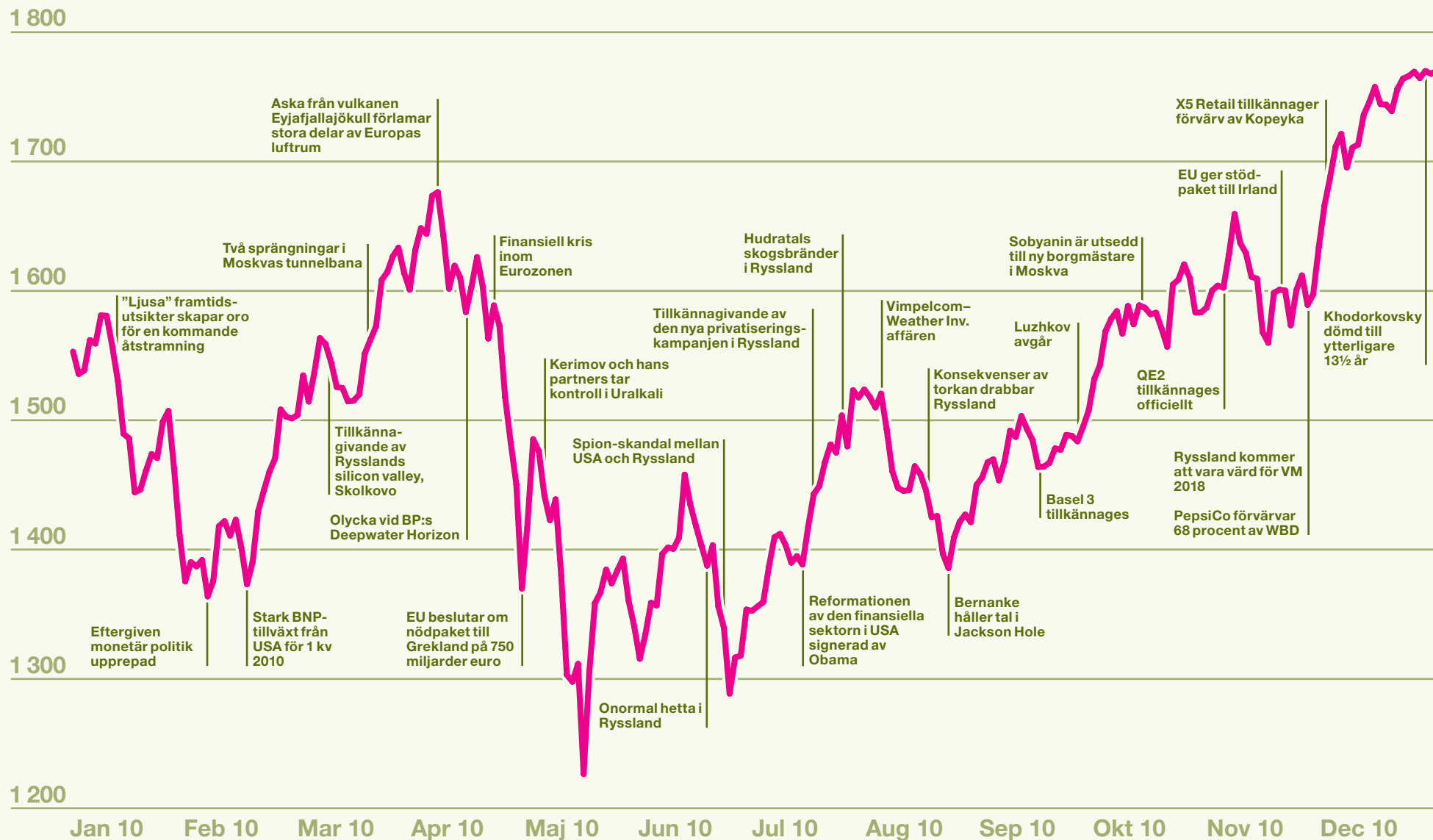
Mitt mål är att Vostok Naftas substansvärde ska fördubblas under de kommande 12 månaderna. Och även därefter finns det en betydande värderingspotential kvar. Jag ser fram emot att realisera detta mål tillsammans med er.

Per Brilioth

Verkställande direktör

Verkställande direktören har ordet

RTS-index 2010 historik



Verkställande direktören har ordet

Robert Eriksson, Vostok Naftas IR-ansvarige, satte sig ned för ett samtal med Bolagets styrelseordförande, Lukas Lundin, i slutet av mars 2011 – ett par dagar innan den här årsredovisningen offentliggjordes. Senast de genomförde ett liknande samtal inför publicerandet av en av Vostok Naftas årsredovisningar befann sig världen mitt uppe i en finanskris, och vi hade just fått uppleva hur priset på ett fat råolja fallit från nivåer kring 140 USD till under 40 USD. Sedan dess har vi sett en betydande återhämtning över hela linjen, såväl i termer av global ekonomisk hälsa som i aktiekurser.

Delar av den globala ekonomin upplever dock fortfarande betydande problem, och de tragiska händelserna i Japan samt de pågående upproren i Mellanöstern har lett till att den spirande ekonomiska återhämtningen återigen kommit att ifrågasättas.

Lukas Lundin erkänner att det finns problem framför oss, men är fortfarande optimistisk, särskilt när det gäller råvarusektorerna – där han och hans familj varit en av aktörerna under de senaste 30 åren, genom de olika bolagen inom The Lundin Group of Companies. Idag består gruppen av omkring 12 bolag med ett samlat börsvärde om cirka 14 miljarder USD (cirka 90 miljarder SEK).

”Jag är optimistisk på medellång till lång sikt. Det är svårt att inte vara det när man ser den fortsatta förvandlingen av den globala ekonomin. Kina har blivit världens näst största ekonomi och fortsätter att växa i en takt som saknar motstycke. Lägg till detta den tillväxt vi ser i länder som Indien och Brasilien, och jag är övertygad om att vi kommer att se en mycket solid ekonomisk tillväxt framöver – även om USA och några av de mindre ekonomierna i Europa kommer kämpa ytterligare en tid”, säger Lukas Lundin, samtidigt som han inte vill utesluta att oljepriset kommer att nå nya rekordnivåer under de kommande måna-

derna och åren – och att det kan komma att utgöra det allvarligaste hotet mot hans vision om en hälsosam ekonomisk återhämtning.

”Visst, jag kan inte med någon säkerhet säga att vi inte kommer att få se ett oljepris om 35 USD/fat igen. Jag trodde inte att det skulle hända då, 2008, att priset kunde falla så mycket under så kort tid. Det skulle kunna uppstå någon annan kris av något slag, det är dock svårt att se vad det skulle handla om idag när vi sitter här, som skulle kunna leda till ett lika dramatiskt fall. Men jag är betydligt mer oroad över möjligheten att oljepriset når nivåer som är så höga att de leder till en ny svacka i världsekonomin. Jag tror inte att dagens nivå, om cirka 120 USD för ett fat olja av Brentkvalitet, kommer att leda till några problem, och vi kommer sannolikt att kunna se ett pris som är en bra bit högre innan vi har anledning att oro oss. Men skulle priset röra sig till nivåer som ligger väsentligt över 150 USD/fat tror jag att vi har all anledning att oro oss. Det skulle potentiellt sett kunna vara mycket smärtsamt med ett så pass högt oljepris.”

När det gäller gruvindustrin ser Lukas Lundin en ljus framtid – särskilt när det gäller basmetaller som koppar och zink. Efterfrågan på dessa metaller fortsätter att växa, och det finns få nya projekt som kommer i produktion under det närmaste decenniet och som kan möta den efterfrågeökning vi nu ser, enligt Lukas Lundin.

”Jag har en mycket stark tro på teorin om en supercykel inom gruvindustrin. Visst, jag blev förvånad över den kraftiga korrigering vi upplevde under 2008/2009, men hade väl antagligen inte heller räknat med att marknaden skulle återhämta sig så kraftigt och så snabbt. Det visar vilken trång situation som fortfarande råder på utbudssidan. Eftersom alla stora projekt gick i stå under nedgången kommer det nu att ta längre tid att öka världens produktion. Det gäller

särskilt basmetallerna – och betyder att den supercykel vi befinner oss i början av kommer att fortsätta ännu längre än vad vi tidigare trodde.”

Guldpriset har stigit kraftigt under de senaste åren, som ett resultat av den ekonomiska och politiska oro som ruskat om världens investerare. Vissa bedömare spår att guldpriset kommer att fortsätta upp – medan andra inte är lika övertygade, eftersom de tror att den globala ekonomiska tillväxten förblir fortsatt stark. Lukas Lundin sålde för drygt sex månader sedan sitt främsta guldbolag, Red Back Mining, till Kinross Gold i en affär som värderades till över 50 miljarder kronor.

”Guld är ett verktyg för att hantera oro. Om människor är oroliga över vad som händer i världen, eller om regeringar är oroliga för värdet på de valutor de har i sina centralbanker – ja, då kommer guldpriset att bli allt dyrare.”

Det är inte svårt att se hur ett verktyg för att hantera oro kan komma att göra bra ifrån sig även fortsättningsvis, under en period då folkliga revolter och protester sprider sig över Mellanöstern likt en snabbt tilltagande skogsbrand – och det inte tycks finnas något slut i sikte. Lukas Lundin erkänner att han känner en oro över situationen som den utvecklats till.

”Jag är givetvis ganska oroad. Det är farligt när vi har alltför många eldar som brinner samtidigt i världen. Jag tror dock att något bra kommer att komma som ett resultat av allt detta. Det skulle kunna, och kommer troligtvis, att leda till att dessa länder blir både starkare och bättre. Kortsiktigt kommer det utan tvekan att skapa en hel del lidande, och leda till att den globala osäkerheten ökar. Men det borde leda till något bättre i slutändan. Förhoppningsvis gör sig libyerna av med den där blodtörstige tyrannen som fortfarande har makten där. I andra delar av Mellan-

Ett samtal med styrelsens ordförande

östern, och då speciellt på den arabiska halvön, är situationen mer komplicerad – med Sunni- och Shia-muslimer som slåss om makten.”

Oljepriset har stigit i takt med att oroligheterna spridit sig över regionen, och alla håller nu ett vakande öga på Saudiarabien. Landet står för över tio procent av världens totala oljeproduktion – och varje form av betydande uppror där hotar att ställa till det rejält för världsekonomin.

”Just nu försöker sauderna att köpa sin befolkning, genom att ge dem miljarder och åter miljarder dollar för nya bostäder etc. Men landet måste i slutändan reformeras och öppna upp sig mot omvärlden. Och de måste skapa jobb åt de unga människorna. Annars kommer något att hända med regimen – och händer det regimen något är det omöjligt att veta exakt hur högt oljepriset kan komma att stiga. Det skulle vara en mycket farlig situation.”

Lukas Lundin är inte rädd för att investera i sektorer som för närvarande inte tilldrar sig de internationella investerarnas intresse. Han tror att uran är en av sektorerna som så småningom kan komma tillbaka med full kraft efter de tragiska händelserna i Japan.

”Jag tror att det kommer att bli en hel del debatt kring kärnkraften som ett resultat av vad som händer i Japan, men sanningen är att vi inte kan leva utan kärnkraft. Vi går in i en ny energikris och då kommer vi att behöva kärnkraft, kol och olja – vi kan helt enkelt inte klara oss om vi tar bort en av dessa energikällor.”

Vostok Nafta har exponering mot den ryska uransektorn genom sitt innehav i Priargunsky, en investering som Lukas Lundin tror har en betydande potential.

”Vi investerar redan i uran, såväl inom Lundingruppen som inom Vostok Nafta – med vår investering i Priargunsky. Jag tror att det är en bra tidpunkt att

investera i sektorn nu, efter den korrigerings vi sett under den senaste tiden. Priargunsky befinner sig mitt uppe i en process där bolaget öppnar upp sig och blir mer aktieägarvänligt – vilket kommer att leda till att betydande värden skapas för oss som aktieägare.”

Det är lätt att förstå att Lukas Lundin är exalterad över framtidsutsikterna för såväl oljan som för de flesta av de metaller som The Lundin Group of Companies investerar i när man lyssnat till hans övertygande argument. Men hur ser han på de alternativa energikällorna, kommer inte de att spela en viktig roll i framtidens globala energikorg?

”Jag tror att vi behöver se ett högre oljepris innan vi kan hitta nya, alternativa energikällor. Just nu är oljan fortfarande för billig för att detta ska hända – det finns inte tillräckligt incitament för att hitta nya energikällor. Även om man kommer på något nytt, kommer det att vara alltför kostsamt i relation till olja. Man vill helt enkelt ha ett oljepris som går en bit högre, så att vi kan ägna lite mer tid och kraft åt att hitta nya energikällor. Men, återigen – vi vill inte att det ska gå för högt heller, eftersom det skulle utgöra ett hot mot den globala ekonomiska tillväxten. De här nya energikällorna behövs, eftersom jag har svårt att se att världens totala oljeproduktion någonsin kommer att gå över 90 miljoner fat per dag – jämfört med dagens nivåer omkring 85 till 86 miljoner fat.”

”Förnyelsebar energi är fortfarande en mycket liten del av den totala energikorgen, jag tror att det handlar om cirka två procent. Och den allra största delen av den här energin kommer till en mycket hög kostnad. Vi har investerat i solenergi genom Etrion, och i biomassa i form av träpellets genom Vostok Naftas satsning i Clean Tech East. De här energikällorna kommer att vara ett komplement till de traditionella energikällorna i framtiden, men de kommer alltid att

utgöra en mycket liten del av den samlade energiportföljen – de kommer inte på egen hand kunna bidra till en lösning på världens energiproblem.”

Lukas Lundin och The Lundin Group of Companies har varit aktiva som investerare i Ryssland under mer än 15 år, och då framförallt genom Vostok Nafta. Så vilka läxor har Lukas Lundin lärt sig av den här erfarenheten?

”Ska du lyckas med dina affärer i Ryssland måste du anpassa dig till Ryssland, eftersom Ryssland aldrig kommer att anpassa sig till dig. Det är ett faktum, och ingenting som kommer att förändras under min livstid åtminstone. Men jag har ingenting emot att göra affärer i Ryssland, inte alls. Jag ser att det finns mycket bra möjligheter där.”

”Jag tycker att Vostok Nafta har en mycket bra portfölj. Vi har investerat i jordbruk och skog och jag ser en stor potential i både Black Earth Farming och RusForest, då vi nu fått starka ledningsgrupper på plats i de bolagen – ledningsgrupper som gör det möjligt att leverera en betydande avkastning från de enorma tillgångar som dessa bolag kontrollerar. I resten av portföljen har vi en bra mix av kol, diamanter, uran, olja och gas – samt en exponering mot det snabbväxande ryska konsumentsegmentet genom Tinkoff och Avito.”

Lukas Lundin har en ganska klar bild av hur han skulle vilja se att Vostok Nafta utvecklas under de kommande åren, i takt med att betydande värden realiserar från den befintliga portföljen.

”Vostok Nafta kommer inte att försvinna än på länge, men i takt med att vi säljer av delar av portföljen kommer vi troligtvis att finna det lämpligt att dela ut intäkterna från sådana försäljningar till våra aktieägare på ett skatteeffektivt sätt. Vostok Nafta kanske blir mindre som ett resultat av det, men bolaget kommer att fortsätta att växa ändå – som ett resultat av den stora potential vi ser i vår portfölj.”

Ett samtal med styrelsens ordförande

Det globala utbudet av skogsråvara har historiskt kommit från naturskogar och under större delen av 1900-talet har utbud och efterfrågan varit i relativ balans, på senare år med stöd från skogsråvara från plantager i tropiska länder. Under de senaste tio åren har vi dock sett allt fler tecken på att det framtida utbudet inte kommer att kunna svara upp mot den förväntade efterfrågan. Främst på grund av de strukturella förändringar som nu sker, då alltmer skog blir omvandlad till områden för bevarandeändamål (naturresevat etc.), samtidigt som den ökade efterfrågan från energisektorn på allvar börjar få effekt. Med all sannolikhet kommer skog och timmer att bli en bristråvara framöver och det finns tecken som tyder på vi redan nått en punkt där den underliggande efterfrågan är större än utbudet.

Tidigare har ökningen i den globala efterfrågan på skogsråvara framförallt mötts genom avverkning av naturskog på norra halvklotet, samt genom en massiv skövling av tropisk skog på södra halvklotet – varav en stor del har avverkat illegalt. På grund av nya politiska initiativ implementeras dock nu betydligt striktare restriktioner i flera länder, däribland Brasilien. Samma förändring sker nu också i många utvecklingsländer i Asien och Afrika, genom en striktare tillämpning av bestämmelserna för att förhindra olaglig skogsavverkning. Och som ett resultat av det faktum att många år av ohållbara avverkningsnivåer gjort att dessa skogar allvarligt utarmats. Trots allt används huvuddelen av världens träråvara fortfarande till att framställa ved för uppvärmningsändamål.

En av de viktigaste strukturella utbudsförändringar som nu sker härrör från det faktum att tillgången på timmer från olaglig avverkning med all sannolikhet har passerat sin topp, och kommer att minska snabbt framöver. Därmed återstår bara två huvudsakliga alternativ för att öka den globala virkesförsörjningen i framtiden: dels från befintlig skog i

Ryssland – där potential för en ökad avverkning finns – dels från plantager på det södra halvklotet.

Kostnaderna för plantageskogsbruk har dock ökat snabbt, och planteringskostnaderna i Brasilien har fördubblats på mindre än 10 år. Vad gäller skogsplanteringar så börjar även tillgången på mark bli ett problem i de flesta delar av världen, och då framförallt i områden där skogsbruket konkurrerar med jordbrukssektorn om den tillgängliga marken. Ur en investerares perspektiv har skogsbruket den fördelen, sett till utbuds- och efterfrågesituationen, att utbudet av högkvalitativ skogsråvara och biomassa är mycket oelastisk på kort sikt.

Om efterfrågan (och följaktligen priset) för vete eller sockerbetor ökar under en viss tidsperiod, kommer alla jordbruk i regionen att försöka fylla underskottet genom att öka nästa års sådd av den aktuella grödan, medan ett underskott till följd av en ökad efterfrågan på skogsråvara tar decennier att täcka in. Skogsråvara kommer därför att bli mer kostsam, och det gäller både naturlig skog och skog från plantager. Detta argument stöds av det faktum att timmerpriserna i såväl Kina som Centraleuropa är högre idag än de var under den kraftiga globala byggboomen år 2007. Då det faktiska värdet av träråvaran till stor del beror på de logistiska kostnaderna, finns det en betydande potential i att tidigt ta kontroll över skogstillgångar med närhet till en god, välfungerande infrastruktur.

I Ryssland finns de sista oexploaterade naturskogarna av någon storlek, och vi ser att Ryssland redan upplever samma typ av utveckling som den nordamerikanska och skandinaviska skogsindustrin upplevde under arttonhundratalet, där det rikliga utbudet av billig träråvara ledde till skapandet av världsledande företag och stora förmögenheter. Stora delar av skogspotentialen i Ryssland är dock ännu inte ekonomiskt tillgängliga, och utmaningen ligger därför i

att ta kontroll över de skogstillgångar som har den bästa potentialen att med effektiv logistik försörja de stora marknaderna.

RusForest, som är en av de viktigaste aktörerna inom den ryska skogsindustrin och ett av Vostok Naftas kärninnehav, kontrollerar redan idag en av de största skogstillgångarna i världen – om totalt närmare 1,6 miljoner hektar skogsmark eller 2 miljoner m³ tillåten årlig avverkning (AAC). RusForest är också ett av de snabbast växande skogsbolagen, och i och med slutförandet av det planerade samgåendet med Nord Timber Group (NTG), kommer RusForests skogstillgångar att öka med cirka 40 procent – för att nå 2,7 miljoner hektar (2,8 miljoner m³ AAC).

Ytterligare en betydande strukturell förändring som nu äger rum är att efterfrågan på biomassa för energigenerering ökar kraftigt (ca 50 procent av all biomassa som används för energiframställning i Europa i dag är baserad på träråvara). Till följd av detta, och som ett resultat av EU:s 20/20-åtagande, har efterfrågan på skogsfiber för energiproduktion potential att mer än fördubblas under de närmaste tio åren. Eftersom Europas utbud av fiberråvara är ansträngt redan idag, kommer tillgången på biomassa att utgöra den största utmaningen för den europeiska klimatpolitiken – och här är den enda möjligheten som står till buds att öka importen av biomassa i form av träpellets. Ryssland är den självklara leverantören av biomassa till Europa, med tanke på dess stora skogstillgångar och närheten till marknaderna i Europa.

Clean Tech East, ytterligare ett av Vostok Naftas kärninnehav, har för avsikt att kapitalisera på EU:s 20/20-mål genom att försörja den europeiska marknaden med förnyelsebar energi i form av biomassa. Med pågående verksamhet vid en pelletsfabrik i Ystad och ytterligare en fabrik planerad i Archangelsk i nordvästra Ryssland är bolaget utmärkt posi-

Skog: Gryning för det gröna guld

tionerat att dra nytta av Rysslands förutsättningar att bli den huvudsakliga exportören av biomassa till Europa.

Global efterfrågan och tillgång på trä

Historiskt har det funnits ett starkt samband mellan befolkningstillväxt och konsumtion av fiberbaserade produkter och mycket av den framtida tillväxten i industriella träprodukter kommer att komma från utvecklingsländer som Kina, Indien och Brasilien. Även om den globala genomsnittliga per capita-konsumtionen av industriell träråvara ligger kvar på dagens nivåer, måste den producerade volymen öka med 25 procent till år 2028, enbart baserat på befolkningstillväxten. Detta motsvarar en ny timmerresurs i samma storlek som USA. Då det finns ett starkt samband mellan den absoluta BNP-nivån och fiberkonsumtionen kommer efterfrågan att öka betydligt snabbare med stöd från den ekonomiska tillväxten i utvecklingsländerna. Trots att fiberkonsumtionen per capita i Kina fortfarande är relativt låg, är det ett land som på grund av bristen på inhemska tillgångar redan idag har en mycket stor inverkan på den globala marknaden. Redan 2010 var Kina en nettoimportör av mer än 100 miljoner m³, vilket i stort sett motsvarar Kanadas totala avverkning av timmer.

I den industrialiserade delen av världen har marknaden i stort sett befunnit sig i balans sedan lång tid tillbaka, då Europa tidigare fick stöd av importerad träråvara från Ryssland. Införandet av exporttullar på obehandlat virke från Ryssland år 2007 skapade dock en akut brist på fiberråvara i Europa, och då i synnerhet i Finland, vilket ledde till att ett antal massa- och pappersbruk lades ned för gott. Efter att massa- och pappersindustrin minskat sin efterfrågan på fiberråvara har marknaden i Europa återigen

uppnått en relativ balans mellan utbud och efterfrågan.

Den europeiska efterfrågan är dock nu återigen ökande, men det är inte en efterfrågan som kommer från massa- och pappersindustrin – utan snarare från energisektorn, som en följd av EU:s klimatmål att öka andelen förnyelsebar energi i den samlade energikorgen till 20 procent fram till år 2020, från dagens 7–8 procent.

Förutsatt att andelen biomassa/trä förblir den samma som nu (50–60 procent av den totala förnyelsebara energin), skulle det innebära en ökad efterfrågan på ca 500 miljoner m³ virke i Europa år 2020. Detta är en betydande mängd, med tanke på att nuvarande beräkningar för EU:s virkesförsörjning från skog, restprodukter, biprodukter och återvunnet trä uppgår till mindre än 800 miljoner m³. Dessutom har EU ett biobränslemål på 10 procent till år 2020, vilket endast kan uppnås genom att använda trä som råvara.

Att ersätta en procent av den totala primära energiförbrukningen inom EU-27 (cirka 1 800 miljoner ton oljeekvivalenter) med biomassa skulle kräva över 90 miljoner m³ träråvara – vilket motsvarar cirka 1/8 av den årliga nettotillväxten (NAI) i Europas skogar, eller ungefär samma nivå som Sveriges årliga skörd.

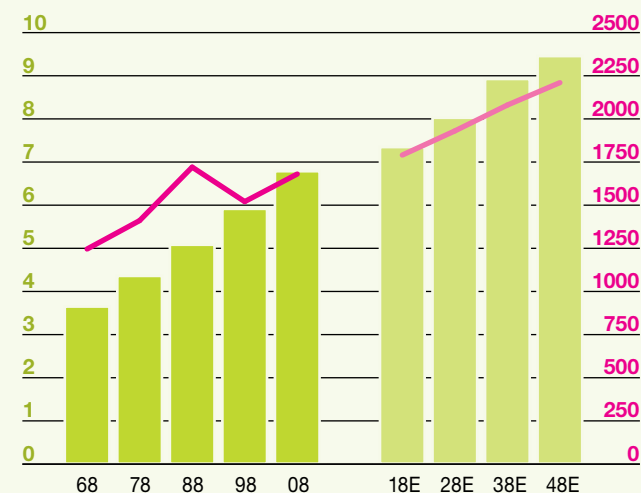
Många bedömare anser att det europeiska fiberunderskottet år 2020 kommer att ligga någonstans mellan 300 miljoner och 600 miljoner kubikmeter, som ett resultat av en ökad efterfrågan på förnybar energiråvara och biobränslen, drivet av på EU:s 20/20-mål.

Därutöver fokuserar även Kina på att öka energiproduktionen från träfiberråvara och har därför infört ett nationellt träpellets-mål om 50 miljoner ton till år 2020, jämfört med en förbrukning om cirka 2 miljoner ton under 2009. Även om man lyckas nå detta mål, skulle detta bara ge en bråkdel av den biomassa

Global befolkningsökning och industriell efterfrågan på rundvirke, 1968–2048E

Befolkning (miljarder, vänster skala)

Industriellt rundvirke (miljoner m³, höger skala)



som kommer att krävas för att möta Kinas totala biomassamål om 30 GW år 2020, jämfört med 5,5 GW år 2010.

Samtidigt som efterfrågan på timmer ökar som en följd av en ökad efterfrågan från energisektorn, minskar utbudet eftersom skogsarealen i världen minskar med närmare 10 miljoner hektar per år. Striktare restriktioner kring avverkningen av naturskog minskar också utbudet ytterligare när det gäller industriell fiberråvara, och totalt minskar den produktiva skogsmarken med närmare 15 miljoner hektar per år.

Den förväntade ökningen i efterfrågan på träråvara kan endast mötas genom plantageskogsbruk och genom ett bättre utnyttjande av de stora ryska skogstillgångarna, vilket kommer att leda till väsentligt högre priser för fibrer.

Våra investeringars regionala position

Investeringen i RusForest bygger i första hand på antagandet om den förväntade globala träbristen och den ökande kinesiska efterfrågan på timmer, medan CTEH i första hand bygger på antagandet om en ökad efterfrågan på förnyelsebar energi i Europa. Båda dessa företag fokuserar på att bygga en position i Ryssland, som med stora skogstillgångar väntas bli den naturliga leverantören av biomassa till Europa och trävaror till Kina.

Den europeiska potentialen för biomassa

Biomassa är den största och mest kostnadseffektiva förnyelsebara energikällan när det gäller att ersätta betydande delar av världens förbrukning av fossila bränslen, och utgör dessutom den enda realistiska lösningen för att nå EU:s 20/20-mål.

En massiv ökning i produktionen av biomassa krävs dock för att EU:s 20/20-scenariot ska bli verk-

lighet, och under förutsättning att andelen biomassa från trä är densamma som för närvarande (50–60 procent av den totala förnyelsebara energin), skulle det innebära en 100–200 procentig ökning av efterfrågan på biomassa i Europa år 2020, baserat på EU 20/20-scenariot.

Det förväntade gapet mellan utbud och efterfrågan kommer med all sannolikhet leda till kraftigt ökade priser på biomassa – en process som får ytterligare bränsle genom att CO₂-skatterna på fossila energikällor ökar. Trots potentialen för betydligt högre priser på biomassa inom EU kommer dock det lokala utbudet inom Europa inte att kunna öka i någon större omfattning på grund av den fysiska bristen på biomassa – och det förväntade gapet mellan utbud och efterfrågan kommer bara kunna mötas genom import från utlandet. Priset på pellets i Europa kan stiga med cirka 70 procent från dagens nivåer och fortfarande vara billigare, per kWh, för uppvärmning jämfört med eldningsolja.

Skogarna i Ryssland har den största potentialen att leverera biomassa till de centraleuropeiska marknaderna.

De nordiska länderna och Ryssland – EU:s vedbod

Bland de olika alternativen för biomassa är träpellets det enda alternativet som kan transporteras kostnadseffektivt långa sträckor, eftersom träpellets har hög energitäthet och är lätt att lagra och hantera. Oberoende bedömare uppskattar att ungefär 100 miljoner ton träpellets kommer att behövas för att uppnå EU:s 20/20-mål. Det är en ökning med tio gånger från dagens nivå.

Det finns dock betydligt större potential om politikerna på allvar börjar bekämpa den globala uppvärmningen genom att öka andelen förnyelsebar energi, eftersom ca 40 procent av världens el-och

värmeproduktion idag produceras i koleldade kraftverk. Genom sameldning kan träpellets som energikälla lätt integreras i befintliga kraftverk utan betydande investeringar – och genom att på detta sätt ersätta kol med träpellets kan koldioxidutsläppen minskas med mellan 55 och 98 procent jämfört med fossila bränslen.

Sameldning av pellets och kol har därför potential att bli den enskilt viktigaste källan när det gäller att minska utsläppen av växthusgaser för att bekämpa klimatförändringarna, och detta är därför det snabbaste och enklaste sättet för kraftindustrin att öka andelen förnyelsebar energi.

Idag kan vanlig träpellets ersätta 10–15 procent av kolanvändningen i de flesta befintliga kraftverk utan några större investeringar i nya matningsmekanismer eller torrförvaring. Men med nästa generation träpellets – torrefied pellets (termiskt förbehandlat med en annan cellstruktur) – kan sameldningen potentiellt öka upp till 40 procent i de flesta befintliga kolkraftverk.

Om 5 procent av den kol som eldas i världen skulle ersättas med pellets (~1260 Twh) krävs det för detta 250 miljoner ton träpellets, motsvarande nära 700 miljoner m³ ved per år.

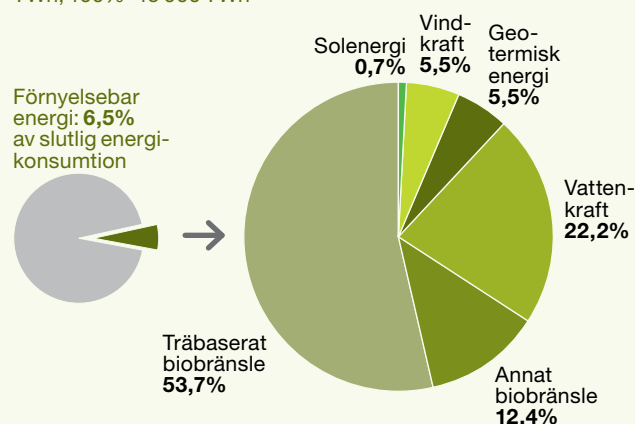
Helt klart kan den potentiella efterfrågeökningen från energisektorn dramatiskt förändra den globala försörjningsbalansen för träfibrer. Vi tror att Clean Tech East kommer att vara i en utmärkt position att dra nytta av denna utveckling, med sin redan befintliga verksamhet i Ystad inriktad mot konsumentmarknaden, tillsammans med utbyggnaden av en pelletsfabrik i absolut världsklass i Archangelsk Ryssland – som kommer rikta in sig på marknaderna i Nord- och Centraleuropa.

Marknadspotentialen för timmer i Kina

Kina blev världens ledande producent av pappers-

Slutlig energikonsumtion, EU-25, 2020E

TWh, 100%=15 000 TWh



Skog: Gryning för det gröna guld

produkter 2009, och mer än hälften av den förväntade tillväxten för pappersprodukter fram till år 2025 väntas ske i Kina.

Många av dessa massa- och pappersbruk i Kina är dock icke-integrerade på grund av bristande lokala skogstillgångar, och därmed är de beroende av externa inköp av träfiberråvara. Detta har inneburit att Kina redan idag är världens största importör av timmer och flis och att underskottet på träfiber förväntas öka med omkring 25 procent under perioden 2010–2012 – upp till 125 miljoner m³.

Efterfrågan på massafilis har femdubblats på bara två år, och bristen på fiberråvara har inneburit att fabriker i Kina tvingats minska produktionen på grund av brist på råmaterial. Med ett stort antal regionala icke-integrerade fabriker under uppbygg-

nad, kommer behovet av importerad flis fortsätta att öka dramatiskt under de närmaste tio åren.

Förutom massa- och pappersindustrin har Kina också en betydande del av den globala träindustrin, som kräver en ökad import av timmer – eftersom Kina har mycket begränsade inhemska resurser och stora marknader för färdiga produkter utomlands. Export av möbler till USA och Europa är bara ett exempel.

Importen av obehandlat virke till Kina ökade med 22 procent i volym och 49 procent i värde under 2010, jämfört med 2009 – för att nå 34 miljoner m³. Importen av sågverksprodukter har ökat ännu snabbare, med en ökning i volym om 49 procent och i värde 65 procent, för att nå 15 miljoner m³.

Trenden med ett värde som ökar närapå dubbelt upp i jämförelse med volymen kommer att fortsätta, då Kina länge har varit en stor destination för olagligt avverkat timmer. Det finns dock mycket som nu tyder på att dessa volymer kommer att minska i en allt snabbare takt, då billigt olagligt avverkat timmer nu ersätts med lagligt avverkat timmer till högre priser.

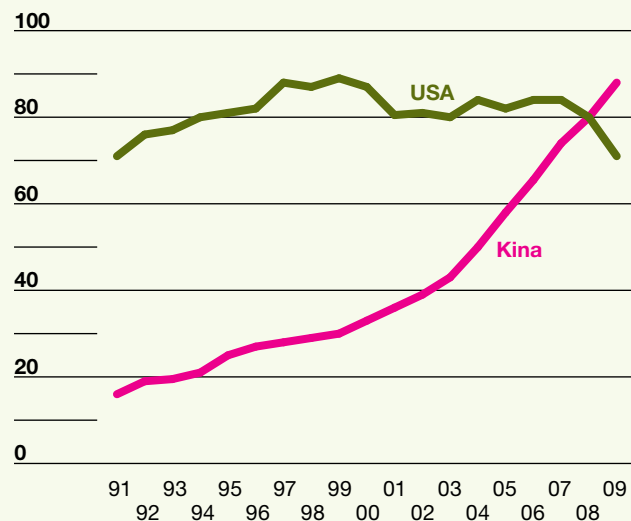
De östra regionerna i Ryssland fungerar som en huvudleverantör av både timmer och sågat virke till Kina, och givet dess geografiska närhet och de enorma skogstillgångarna är Ryssland Kinas självklara vedbod. Redan idag håller sibiriskt timmer vid gränsen till Kina ett högre pris än det genomsnittliga timmerpris som betalas av ett svenskt sågverk.

Vi tror att detta ger en enorm potential för Rus-Forests sibiriska verksamhet, som praktiskt taget ligger på tröskeln till Kina. Med ett idealiskt geografiskt läge har företaget som mål är att bli en av de huvudsakliga leverantörerna för att fylla det kinesiska underskottet av skogsprodukter.

Carl Johan Krigström
Forest Explorer AB

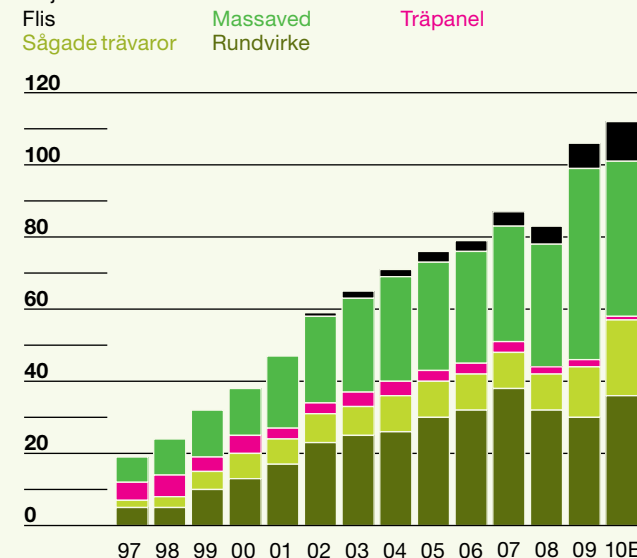
USA och Kina: Produktion papper och papp, 1991–2009

Miljoner ton



Kinas växande timmerunderskott, 1997–2010E

Miljoner m³



Skog: Gryning för det gröna guld

Vostok Naftas investeringsportfölj
per den 31 december 2010

Det som fungerar
i väst... 22,33%

RusForest 8,78%
Tinkoff Credit Systems 8,57%
Vosvik/Kontakt East
(Yellow Pages
och Avito.ru) 3,18%
Clean Tech East 1,64%
Övriga 0,16%

Olja 23,32%

TNK-BP Holding 19,39%
Ufa Refinery 2,39%
Övriga 1,54%

Övriga
råvaror 11,98%

Priargunsky
Ind 4,17%
Alrosa 2,95%
Poltava GOK 2,64%
Gaisky GOK 1,99%
Övriga 0,23%

Infrastruktur 8,29%

Transneft Pref 3,96%
Gornozavodsk Cement 1,59%
Steppe Cement 1,51%
Övriga 1,23%

Energi-
omstrukturering
13,91%

Kuzbassrazrezugol 8,37%
Kuzbass Fuel Company 3,91%
RusHydro 1,59%
Övriga 0,03%

Jordbruk
20,13%
Black Earth
Farming 19,57%
Övriga 0,56%

Investeringsmakroteman

Vostok Naftas investeringsportfölj

Koncernens substansvärde uppgick till 625,43 MUSD den 31 december 2010, motsvarande 6,19 USD per aktie. Givet en växelkurs SEK/USD om 6,8025 var motsvarande värden 4 254,48 miljoner svenska kronor (MSEK) respektive 42,12 SEK.

Under perioden 1 januari 2010–31 december 2010 ökade substansvärdet per aktie i USD med 28,25 procent. Under samma period ökade RTS-index med 22,54 procent mätt i USD.

Under perioden 1 januari 2010–31 december 2010 har investeringsportföljen, som motsvarar den största delen av Koncernens substansvärde, ökat i värde med 139,53 MUSD. Förändringarna i investeringsportföljen har varit (MUSD):

Ingående värde av portföljen	475,47
Anskaffningar	96,07
Omklassificeringar	1,34
Försäljningslikvider	-88,57
Resultat av försäljningar	-11,14
Ränteintäkter	5,50
Valutakursdifferenser	-0,83
Förändring i verkligt värde	137,17
Utgående värde av investeringsportföljen	615,00

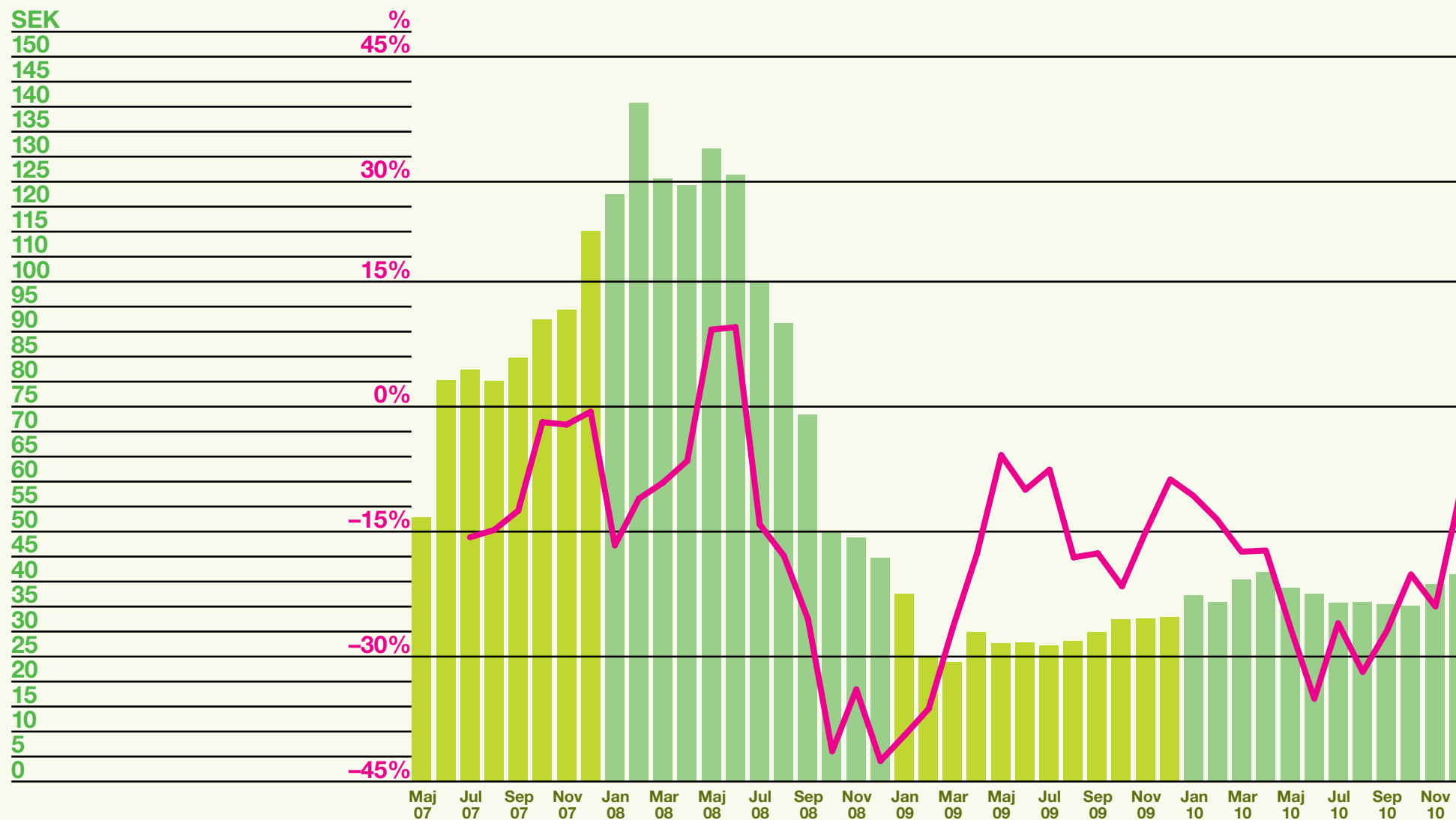
Större investeringar har gjorts under 2010 för att öka Koncernens ägarandel i RusForest, Clean Tech East och TNK-BP Holding. Efter nyemissionen i Clean Tech East Holding under det andra kvartalet ökade Vostok Naftas andel av det totala antalet utestående aktier till 42,8 procent, som ett resultat av vårt deltagande i garantikonsortiet.

Vostok Nafta tecknade sin pro rata-andel av företrädesrättsemissionen i RusForest under det fjärde kvartalet och tillförde därmed 187,8 miljoner SEK. Före företrädesrättsemissionen sålde Vostok Nafta 1 500 000 aktier i RusForest till Alecta, i syfte att skapa en mer välbalanserad aktiestruktur. Vostok Nafta förblir den största aktieägaren i RusForest även efter transaktionen – med kontroll över 43 procent av aktierna.

Per den 31 december 2010 bestod de tre största investeringarna av Black Earth Farming (19,57 procent), TNK-BP Holding (19,39 procent), och RusForest (8,78 procent).

NAV maj 2007–december 2010,
Premie/rabatt juli 2007–december 2010
Källa: Vostok Nafta

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



Substansvärde (NAV) och premie/rabatt Vostok Nafta

Vostok Naftas
investeringsportfölj

Antal aktier	Bolag	Marknadsvärde, USD	Andel av portföljen	Procent av utestående aktier	
5 364 850	Caspian Services	643 782	0,10%	10,27%	1
5 789 903	Kherson Oil Refinery	7 261	0,00%	4,40%	1
16 502 237	TNK-BP Holding stam	43 730 928	7,11%	0,11%	1
30 953 600	TNK-BP Holding pref	75 526 784	12,28%	6,88%	1
1 470 000	Novoil	1 389 150	0,23%	0,19%	1
10 300 000	Ufa Refinery	14 729 000	2,39%	1,89%	1
1 165 000	Ufaneftekhim	5 300 750	0,86%	0,42%	1
108 500	Varyaganneftegaz pref	2 115 750	0,34%	0,45%	1
	Olja, totalt	143 443 405	23,32%		
1 261	Alrosa	18 158 400	2,95%	0,46%	1
300 000	Fortress Minerals	1 277 681	0,21%	2,02%	1
31 434	Gaisky GOK	12 259 260	1,99%	5,09%	1
3 104 498	Poltava GOK	16 231 882	2,64%	1,63%	1
106 242	Priargunsky Ind stam	24 329 418	3,96%	5,82%	1
11 709	Priargunsky Ind pref	1 276 281	0,21%	0,52%	1
1 442 400	Shalkiya Zinc GDR	158 664	0,03%	2,55%	1
	Övriga råvaror, totalt	73 691 585	11,98%		
3 654	Bekabadcement	657 720	0,11%	6,53%	1
375	TKS Concrete 5	1 506 750	0,24%	10,00%	1
39 000	Gornozavodsk Cement	9 750 000	1,59%	5,03%	1
1 600 000	Kamkabel	160 000	0,03%	4,12%	1
85 332	Podolsky Cement	53 503	0,01%	0,01%	1
11 804 303	Steppe Cement Ltd	9 293 340	1,51%	6,59%	1
19 730	Transneft pref	24 330 215	3,96%	1,27%	1
1 215 000	Tuimazy Concrete Mixers	5 224 500	0,85%	14,78%	1
	Infrastruktur, totalt	50 976 028	8,29%		
1 459 734	RusHydro ADR				
	(1 ADR = 100 lokala aktier)	7 955 550	1,29%	0,05%	1
34 821 499	RusHydro lokala aktier	1 862 950	0,30%	0,01%	1
3 500 000	Kuzbass Fuel Company	24 045 000	3,91%	3,53%	1
133 752 681	Kuzbassrazrezugol	51 494 782	8,37%	2,18%	1
2 618 241	Kyrgyzenergo	168 688	0,03%	0,27%	1
	Energiomstrukturering, totalt	85 526 970	13,91%		

Vostok Naftas portfölj per den 31 december 2010

Vostok Naftas investeringsportfölj

Antal aktier	Bolag	Marknadsvärde, USD	Andel av portföljen	Procent av utestående aktier	
1 765 000	Agrowill Group	607 279	0,10%	2,47%	1
30 888 704	Black Earth Farming	120 330 857	19,57%	24,79%	2
272 106	Dakor	2 880 704	0,47%	4,76%	1
	Jordbruk, totalt	123 818 840	20,13%		
1 073 174	Egidaco Investments PLC				
	(TCS), aktier 5	43 430 866	7,06%	17,08%	1
	Tinkoff Credit Systems Bank				
	(TCS), lån	9 266 579	1,51%		4
50 000	Vosvik AB/Kontakt East 5	19 538 223	3,18%	50,00%	2
28 165 209	RusForest AB	52 997 380	8,62%	42,99%	2
	RusForest, långfristiga lån	1 068 316	0,17%		3
	RusForest, utställda köpoptioner	-53 627	-0,01%		2
284 856 095	Clean Tech East Holding AB	6 281 281	1,02%	14,45%	2
121 300 900	Clean Tech East Holding AB, optioner	178 318	0,03%		2
	Clean Tech East Holding AB, lån	3 633 409	0,59%		3
623 800	TKS Real Estate	990 597	0,16%	5,54%	1
	Det som fungerar i väst..., totalt	137 331 343	22,33%		
	Övriga långfristiga fordringar	200 000	0,03%		3
	Övriga kortfristiga fordringar	16 853	0,00%		4
	Övriga lånefordringar, totalt	216 853	0,04%		
	Totalt	615 005 025	100,00%		

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

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

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

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

5. Onoterat innehav.

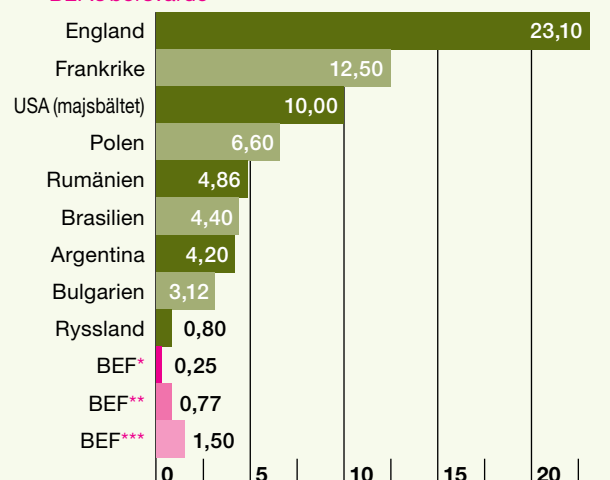
Black Earth Farming (BEF) är ett ledande jordbruksbolag noterat på Nasdaq OMX Stockholm, med verksamhet i Ryssland. BEF var bland de första utländska finansierade företagen att göra större investeringar i ryska jordbruksmarkstillgångar för att på så sätt kunna ta till vara den stora outnyttjade potentialen. Tack vare sin tidiga etablering har BEF nu en stark marknadsposition i de ryska regionerna Kursk, Tambov, Lipetsk och Voronezh, samtliga belägna i Svarta jorden-regionen som anses ha världens mest bördiga jordbruksmark. Företagets huvudprodukter är vete, korn, majs, solrosor och raps.

BEF:s affärsidé är att förvärva marktillgångar med betydande potential för värdestegring, samt att generera en hög avkastning genom effektiv jordbruksverksamhet på de förvärvade marktillgångarna. Rysk jordbruksmark är kraftigt undervärderad, både i komparativa termer och i förhållande till dess underliggande produktionspotential. Icke brukad mark kan för närvarande förvärfvas till en betydande rabatt i jämförelse med internationella mått (se graf *BEF: Markprisjämförelse* till höger), men med stor potential för värdestegring. Genom att introducera moderna jordbruksmetoder finns även stora möjligheter att öka produktiviteten i termer av grödor per hektar mark, och på så sätt öka landvärdet ytterligare. Omregistreringen av kontrollerad mark till full äganderätt fortsätter framgångsrikt och majoriteten av bolagets mark har redan registrerats med full äganderätt. Den 31 december 2010 kontrollerades totalt 328 000 hektar mark (Se graf *BEF: Markinnehav 2006–2010* till höger). Mark med full äganderätt uppgick till 250 000 hektar, vilket motsvarar 76 procent av total kontrollerad mark, mark under ägarregistrering uppgick till 30 000 hektar och mark under långtidskontrakt har ökat till 48 000 hektar. Samtidigt pågår operationella förbättringar som ger stora möjligheter för en lång-

BEF: Markprisjämförelse

Tusen USD/hektar. Källa: Företagsdata

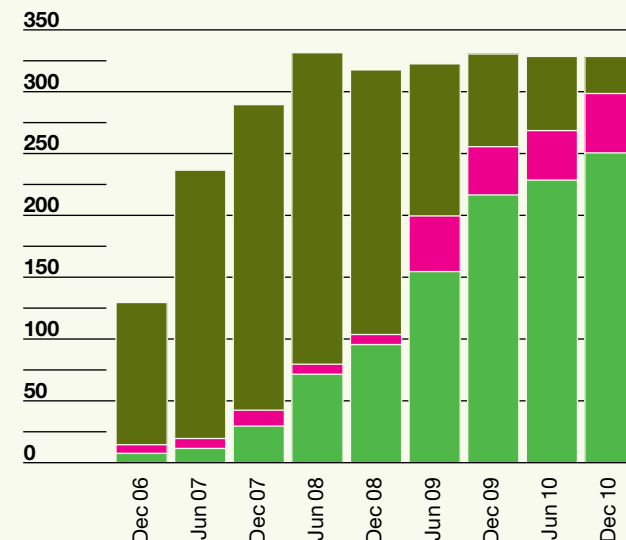
- * BEF: bokfört värde av det totala markinnehavet
- ** BEF: implicita värdet av det totala markinnehavet samt övriga anläggningstillgångar till bokfört värde
- *** BEF: uppskattat värde av det totala markinnehavet baserat på BEF:s börsvärde



BEF: Markinnehav 2006–2010

Tusental hektar. Källa: Företagsdata

- Mark under ägarregistrering
- Långvariga arrenden
- Ägarregistrerad mark med lagfart



Black Earth Farming

siktig ökning av produktionen, och följaktligen också lönsamheten.

Den extrema vädersituationen under sommaren 2010 har haft en betydande inverkan på det finansiella resultatet. De extremt torra förhållandena har försämrat både avkastningen av gröda och den totala skörden för 2010. Försäljningsintäkterna för helåret 2010 uppgick till 46,9 miljoner USD, vilket motsvarar en minskning med 40 procent i jämförelse med 2009, mycket på grund av betydligt lägre skördevolym. Den kommersiella skörden 2010 uppgick till 231 000 ton skördat från 180 000 hektar, vilket är en minskning med 58 procent i jämförelse med 2009. Detta resulterar i en genomsnittlig bruttoavkastning på samtliga grödor om 1,3 ton per hektar, vilket är en minskning med 56 procent från 2,9 ton per hektar år 2009.

Fokus ligger för närvarande på att öka produktiviteten och samtidigt tillämpa en kostnadsstruktur i världsklass. Pågående kostnadsbesparingar riktas mot fasta kostnader som inte påverkar nivån på skörden. Distributionskostnaderna minskade med 64 procent för helåret 2010 jämfört med 2009, delvis på grund av lägre försäljningsvolym. Distributionskostnaderna per ton var 21 procent lägre 2010 jämfört med 2009, vilket kan hänföras till bolagets investeringar i egen lagrings- och hanteringskapacitet vilket har möjliggjort eliminering av tjänster från tredje part. Administrativa kostnader minskade med 22 procent under 2010. Allteftersom den arbetsintensiva processen för markregistrering närmar sig sitt slut minskas BEF:s kostnader till nivåer under globala riktmärken för att till fullo utnyttja potentialen för en lönsam storskalig jordbruksverksamhet.

Black Earth Farmings utsikter för 2011 är inspirerande. Priserna håller sig på en bra nivå, men är fortfarande inte uppe på de nivåer som noterades under början av 2008. Kostnaderna är i sin ordning, även

om det finns mer att göra för att nå våra mål. Richard Warburton från Kinnevik har intagit rollen som Chief Operating Officer för Black Earth Farming, vilket medför ett mycket starkt tillskott till ledningsgruppen. Med Richard vid rodret har företaget möjlighet att börja leverera, inte bara genom fullbordandet av att sätta maximalt antalet hektar i produktion, men också genom att få ett helt modernt jordbruksbolag vad gäller organisations- och kostnadsstruktur.

Black Earth Farming

Vostok Naftas aktieinnehav	30 888 704
Totalt värde (USD)	120 330 857
Andel av portföljen	19,57%
Andel av totalt antal utestående aktier	24,79%
Aktiekursutveckling 2010 (i USD)	22,82%

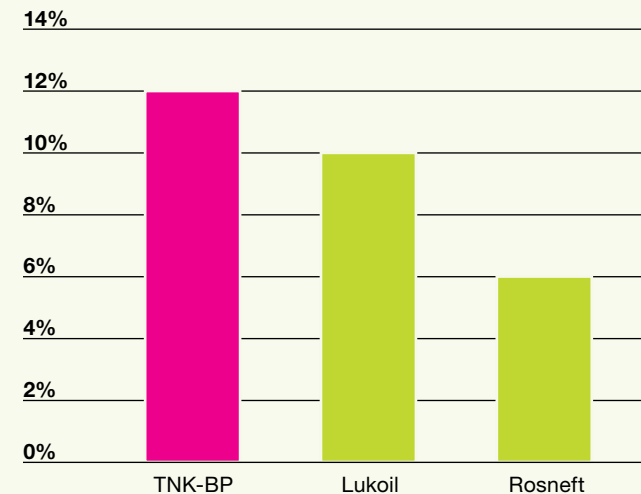
Black Earth Farming

TNK-BP är ett ledande ryskt oljebolag och är ett av de tio största privatägda oljebolagen i världen mätt i termer av oljeproduktion, och svarar för omkring 16 procent av Rysslands oljeproduktion. TNK-BP bildades år 2003 i samband med sammanslagningen av BP:s ryska olje- och gastillgångar och Alfa Access Renovas (AAR) olje- och gastillgångar. BP och AAR äger lika stora delar i bolaget. TNK-BP äger dessutom 50 procent av olje- och gasbolaget Slavneft. TNK-BP är ett vertikalt integrerat oljebolag med en diversifierad upstream- och downstreamportfölj i Ryssland och Ukraina. Bolagets verksamheter inom upstream är främst belägna i västra Sibirien (autonoma distrikten Khanty-Mansiysk och Yamalo-Nenets, Tyumenregionen), östra Sibirien (Irkutskregionen), och Volga-Ural (Orenburgregionen). Bolagets totala bevisade reserver uppgick till 13,07 miljarder fat den 31 december 2010, jämfört med 11,67 miljarder fat den 31 december 2009. Denna tillväxt i reserver beror främst på en ökning av oljeutvinningsfaktorn, till följd av ett effektivt bibehållande av reservoartrycket samt ingenjörstudier vid oljefälten Verkhnechonskoye, Urnenskoye och Ust-Tegusskoye. För att säkerställa produktionstillväxten koncentreras 80 procent av investeringarna inom upstream årligen. Bolagets mål är att ersätta 100 procent av sin produktion med nya reserver varje år. För att åstadkomma detta tillämpar företaget internationell best-practice och avancerade tekniker för att hitta nya reserver. TNK-BP erbjuder investerare en kraftig produktionstillväxt och högkvalitativa investeringar tillsammans med höga kassaflöden. Bolaget har redovisat ett starkt finansiellt resultat för helåret 2010 med imponerande kassaflöden. 2010 års finansiella resultat och operativa kassaflöde är de högsta i TNK-BP:s historia (justerat för avyttringar), med en EBITDA-tillväxt på 18 procent till 10,3 miljarder USD och en ökning av nettovinsten med 17 procent till 5,8

miljarder USD. Baserat på det nuvarande aktiepriset, ger företagets free cash flow på 5,56 miljarder en free cash flow yield (FCF/EV) på mer än 12 procent, vilket överstiger både Lukoils (10 procent) och Rosnefts (6 procent) (Se diagram "Free cash flow yield" till höger).

Investerare har nyligen börjat inse bolagets förbättrade fundamentala grunder och skillnaden i värdering mellan TNK-BP och dess ryska konkurrenter har under den senaste tiden minskat. En ännu högre värdering förväntas fortfarande med tanke på företagets produktionstillväxt och högkvalitativa investeringar. TNK-BP är ett välskött och kostnads-effektivt bolag som genererar höga kassaflöden tack vare en mycket kompetent ledningsgrupp med personal från TNK:s ryska verksamhet och BP:s globala verksamhet. Bolagets utdelningspolitik (historiskt cirka 40 procent av nettoresultatet) har hög transparens och är stabil med tanke på ägarstrukturen. Under 2008 enades de två majoritetsägarna AAR och BP och löste då en välbevakaad tvist. De två hade tidigare haft skilda meningar vad gäller användandet av företagets kassaflöden, där den förstnämnda föredrog utdelningar medan den senare föredrog återinvesteringar i nya projekt och verksamheter. En del av överenskommelsen innebar även att gå vidare med en börsintroduktion för att öka bolagets börs-handlade aktiekapital till 20 procent från nuvarande 5 procent vilket är positivt. En utlösande faktor för en uppvärdering av aktien är en företagsomstrukturering med syfte att öka det börshandlade aktiekapitalet och aktiens likviditet. TNK-BP:s aktier har under 2010 godkänts för handel på både MICEX och RTS. Handel av både stam- och preferensaktier inleddes i december 2010. Tidigare har TNK-BP:s aktier enbart handlats på RTS (OTC-marknaden). Vi ser denna utveckling som mycket positiv eftersom det kommer

"Free cash flow yield" (FCF/EV)



att öka likviditeten i TNK-BPs befintliga aktier och vara gynnsamt för bolagets minoritetsägare.

En av majoritetsägarna i TNK-BP, BP, har tillkännagivit en överenskommelse mellan BP och Rosneft om att byta 9,5 procent av aktierna i Rosneft mot 5 procent av aktierna i BP och om ett inledande av ett samarbetsprojekt för prospektering efter olja i Arktis (66,67 procent Rosneft/33,33 procent BP). BP:s partner i TNK-BP, AAR har motsatt sig affären på rättsliga grunder med hänvisning till ett aktieägaravtal enligt vilket både BP:s och AAR:s oljeintressen i Ryssland måste bedrivas inom ramen för TNK-BP. TNK-BP är troligen inte aktuellt för ett aktieägarbyte med Rosneft och har inte heller samma möjlighet som Rosneft att genom politiska förbindelser kunna

erhålla licenser för att komma in i Arktis. Den rättsliga åtgärden handlar därför troligtvis mer om ett försök att erhålla skadestånd. Det har till och med spekulerats om att Rosneft skulle köpa ut AAR från TNK-BP. AAR har under de fem senaste åren ett flertal gånger förhandlat om att bli utköpta från TNK-BP, men utan att komma överens om priset. Om Rosneft köpte ut AAR (Rosneft kan vara mer angeläget än BP både av kommersiella skäl och på grund av att en sådan affär skulle distansera dem från deras tidigare inblandning i Yukos, något som speciellt kritiserats i Storbritannien) skulle en sådan affär troligtvis utlösa en omvärdering av det noterade TNK-BP Holding – ett av Vostok Naftas största innehav.

TNK-BP Holding

Vostok Naftas aktieinnehav

<i>Stamaktier</i>	16 502 237
-------------------	------------

<i>Preferensaktier</i>	30 953 600
------------------------	------------

<i>Värde stamaktier</i>	43 730 928
-------------------------	------------

<i>Värde preferensaktier</i>	75 526 784
------------------------------	------------

Totalt värde (USD)	119 257 712
---------------------------	--------------------

Andel av portföljen	19,39%
---------------------	--------

Andel av totalt antal utestående stamaktier	0,11%
---	-------

Andel av totalt antal utestående preferensaktier	6,88%
--	-------

Aktiekursutveckling 2010, preferensaktier	62,67%
---	--------

TNK-BP Holding

RusForest är ett bolag verksamt inom skogssektorn i östra Sibirien och Archangelskregionen i Ryssland. Bolaget bildades 2006 genom förvärven av Tuba-Les och PIK-89 i Irkutsk-regionen. Sedan dess har RusForest uppnått en betydande storlek både gällande skogstillgångar och sågverkskapacitet genom strategiska förvärv och egna utvecklingsprojekt. Bolaget förfogar över 1,3 miljoner hektar skog med årliga avverkningsrätter (AAC) om 1,98 miljoner m³. Genom att öka sin sågverkskapacitet och samtidigt addera ytterligare värdeskapande aktiviteter kommer RusForest fortsätta att utveckla sina stora resurser och frigöra dess potential genom att leverera en god avkastning till sina aktieägare.

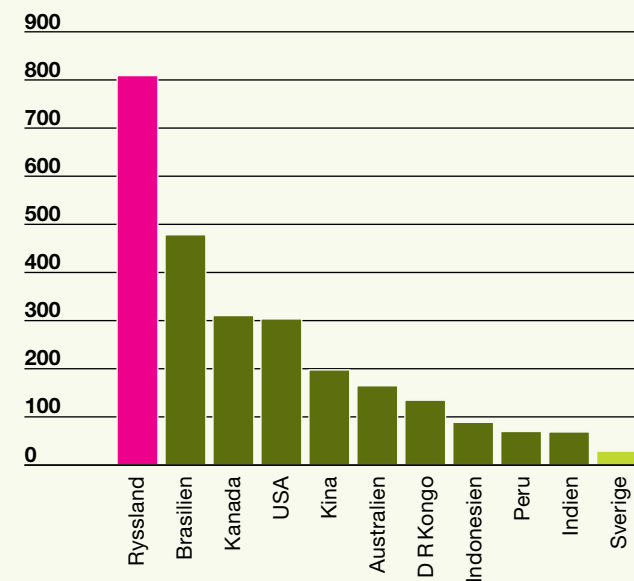
Ryssland har, jämte Brasilien, världens största timmerreserver och östra Sibirien är känt för sin högkvalitativa Angartall och sibiriska lärk, medan Archangelskregionen i nordvästra Ryssland har ett högkvalitativt gran- och tallbestånd liknande det som återfinns i norra Sverige. Inom ryskt skogsbruk finns det finns en stor förbättringspotential när det gäller operationell effektivitet för att fullt ut kunna utnyttja konkurrensfördelen av att ha tillgång till råvara till en mycket låg kostnad. Allteftersom investeringar inom förädlingsverksamheten fortskrider, kommer konkurrensen och därmed priserna för restprodukter från sågverken att öka. I dagsläget säljer RusForest dessa produkter, där det är möjligt, till de lokala monopolproducenterna inom pappersmassaområdet. RusForests huvudsakliga målsättning är att stabilisera produktionsvolymen med hjälp av en bättre samordning av timmerflödet, generella verksamhetsförbättringar och ökad produktionskapacitet. RusForest har en mycket imponerande tillgångsbas, både vad gäller skogsbruk och utrustning, som för närvarande värderas mycket konservativt. Det finns en betydande potential att tjäna pengar på dessa tillgångar och därigenom skapa

en god avkastning till RusForest aktieägare, vilket också är bolagets fokus. Bolagets strategiska läge nära de viktigaste europeiska och asiatiska marknaderna ger möjligheten att effektivt kunna exportera både till snabbt växande marknader, såsom Kina, och samtidigt till marknader med högre marginaler, som Europa. RusForest mål är att tillämpa skandinavisk best-practis tillsammans med en rysk kostnadsstruktur, vilket har potential att erbjuda bland de lägsta produktionskostnaderna i världen.

RusForests målsättning är att utvecklas till ett ledande oberoende integrerat skogs- och sågverksbolag i Ryssland med en årlig avverkning om 1,8–2,0 miljoner m³ och en årlig sågverksproduktion om 550 000–600 000 m³ under de kommande fyra åren. Dessa mål kommer att höjas i och med det föreslagna förvärvet av Nord Timber Group (NTG) i Archangelskregionen. Syftet är att kunna uppnå detta både genom organisk tillväxt av de redan befintliga verksamheterna men också genom förvärv med stora synergipotentialer. 2010 har varit ett händelserikt år för RusForest. Bolaget har slutfört förvärvet av 86 procent av OAO "LDK-3", en sågverksanläggning, skogsarrenden och en industriell hamn belägen i staden Archangelsk, i nordvästra Ryssland, samt 100 procent av OOO "Infa", ett hyvleri vid samma anläggning. Bolaget har även förvärvat (februari 2011) det ryska skogsbolaget OOO "Sibartles", innehavare av ett furudominerat skogsarrende beläget cirka 80 km norr om sågverket Bogutjanskij LPK. Sibartles har en årlig avverkningsrätt (AAC) uppgående till 165 400 m³ på en areal om 105 497 hektar. Därutöver har RusForest även förvärvat ett nytt skogsarrende i Magistralnij med årliga avverkningsrätter (AAC) uppgående till 201 000 m³ på en areal om 125 565 hektar. Det nya arrendet ökar RusForests AAC i Magistral-nijområdet till 560 000 m³, vilket är tillräckligt för att

Länderna med störst skogsareal

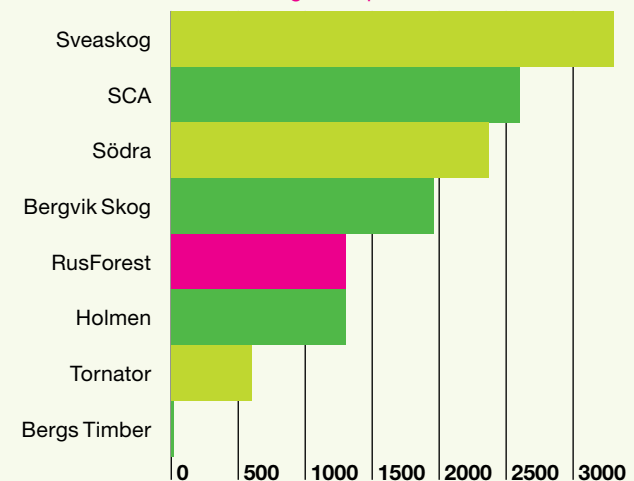
Miljoner hektar. Källa: Öhman, FAO



Ägd eller kontrollerad skogsmark

Tusental hektar. Källa: företagsdata för 2010

RusForest: Kontrollerad skogsmark per 28 februari 2011



RusForest

täcka det framtida råvarubehovet i det sågverk som byggs vid RusForest Magistralnij.

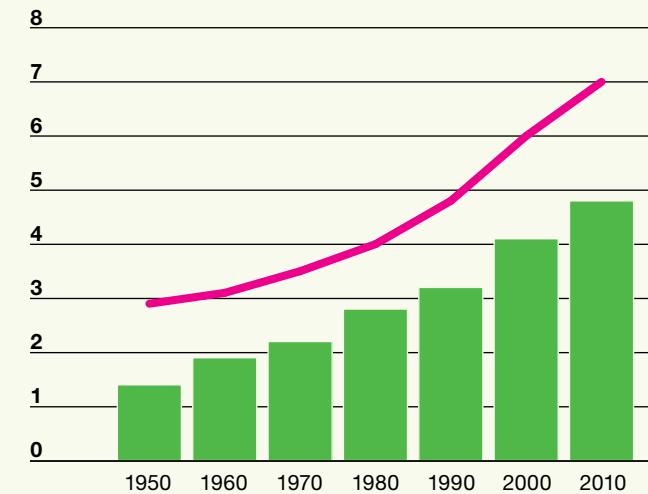
Under fjärde kvartalet har RusForest genomfört en företrädesrättsemission som blev övertecknad med 46 procent. Genom nyemissionen tillfördes bolaget cirka 437 miljoner SEK före emissionskostnader. Vostok Nafta tecknade sin pro rata-andel av företrädesrättsemissionen och tillförde därmed 187,8 miljoner SEK. Före företrädesrättsemissionen sålde Vostok Nafta 1 500 000 aktier i RusForest till Alecta, i syfte att skapa en mer välbalanserad aktiestruktur. Vostok Nafta förblir den största aktieägaren i RusForest även efter transaktionen – med kontroll över 43 procent av aktierna.

Stark korrelation mellan befolkningsökning och nivå på timmerkonsumtion, 1950–2010

Källa: Öhman, FAO

Befolkning (miljarder)

Volym (m³)



RusForest

Vostok Naftas aktieinnehav	28 165 209
Värde aktier	52 997 380
Värde lån	1 068 316
Totalt värde (USD)	54 065 696
Andel av portföljen	8,78%
Andel av totalt antal utestående aktier	42,99%
Aktiekursutveckling 2010 (i USD)	-27,99%

RusForest

Kuzbassrazrezugol (KZRU) är Rysslands näst största producent av energikol, med en årlig produktion på omkring 46 miljoner ton. Bolaget producerar även 2,6 miljoner ton kokskol. KZRU utvinner kol från tolv dagbrottsgruvor, samtliga belägna i den stora kolregionen i sydvästra Sibirien. Detta innebär att bolaget kan producera högkvalitativ energikol till en mycket låg brytningskostnad. Reserverna är uppskattade till 2,3 miljarder ton kol, vilket indikerar en livslängd om åtminstone 50 år. Huvuddelen av produktionen består av energikol, som framför allt används i koleldade kraftverk. KZRU är Rysslands främsta kolerportör och förser både europeiska och asiatiska länder med kol. Bolaget svarar för över 25 procent av Rysslands samlade export av energikol. KZRU exporterar omkring 50 procent av produktionen via det österrikiska företaget Krutrade, helägt av KZRU:s majoritetsägare. KZRU:s inhemska försäljning sköts direkt via moderbolaget.

KZRU har implementerat ett investeringsprogram för att möjliggöra en ökning av kolproduktionen, konstruktion av ytterligare en anläggning samt en utökning av infrastrukturen. Företaget har nyligen anlagt en ny underjordsgruva som kommer att utvinna energikol med en kapacitet på 2,5 miljoner ton per år. För att kunna öka volymen och kolets kvalitet, planerar bolaget att expandera sin produktionskapacitet

till 15,6 miljoner ton år 2011. På längre sikt planerar KZRU att öka sin kolproduktion till upp till 75 miljoner ton under 2015–2017. Den främsta drivkraften på den ryska marknaden för energikol är liberaliseringen av energisektorn och omställningen från gas till kol som bränslekälla. Inhemsk energikol handlas för närvarande till en betydande rabatt jämfört med de internationella priserna, på grund av regleringen av priserna för naturgas och elektricitet i Ryssland. Den successiva liberaliseringen av dessa marknader kommer att leda till att prisskillnaden jämnas ut. Det förekommer även tydliga problem med bolagsstyrningen inom företaget vad gäller redovisningen och transparensen gentemot minoritetsägare. Därutöver ligger priserna som företaget realiserar på sin export till priser långt under marknadspriset på grund av internprissättning mellan KZRU och Krutrade, vilket begränsar lönsamheten. Den interna prissättningen, den dåliga bolagsstyrningen och bristen på insyn reflekteras redan i värderingen av bolaget, vilket gör KZRU till ett av de billigaste kolbolagen i Ryssland (se tabell nedan). När dessa situationer förbättras kommer KZRU börja realisera högre priser på dess väldiga produktion till följd av en förbättrad bolagsstyrning i kombination med liberaliseringen av energisektorn.

Kuzbassrazrezugol: branschjämförelse

	Börsvärde, MUSD	EV/EBITDA, 2011E	EV/reserver, EV/produktion, USD/t	P/reserver, USD/t	P/produktion, USD/t
Mechel	14 107	6,7	1,4	2,1	347
Raspadskaya	5 622	10,3	2,7	2,7	786
Belon	874	3,1	2,3	1,5	116
Kuzbass Fuel Company	754	5,7	2,1	1,9	111
Kuzbassrazrezugol	2 446	3,1	1,5	1,1	53

Källa: UBS

Kuzbassrazrezugol

Vostok Naftas aktieinnehav	133 752 681
Totalt värde (USD)	51 494 782
Andel av portföljen	8,37%
Andel av totalt antal utestående aktier	2,18%
Aktiekursutveckling 2010	4,05%

Kuzbassrazrezugol

Kuzbass Fuel Company (KTK) är Rysslands sjunde största energikolproducent och bolaget stärker sin position på både de inhemska och internationella marknaderna för varje år. KTK bildades år 2000 på initiativ av de lokala regeringarna i regionerna Kemerovo och Novosibirsk. Tillgångarna är belägna i västra Sibirien och bolaget utvinner för närvarande kol från tre dagbrottsgruvor, Cheremshansky, Vinogradovsky och Karakansky, samtliga belägna inom en radie om 5 km i Kuzbassregionen.

KTK producerar högkvalitativt energikol och den nuvarande produktmixen ger bolaget möjlighet att sälja både på den inhemska marknaden och på internationella marknader. Under 2010 ökade bolagets totala kolproduktion med 11 procent till 6,80 miljoner ton, vilket innebar att de genomförde sin årliga produktionsplan. Under året ökade försäljningsvolymen med 15 procent och nådde 8,54 miljoner ton, av vilka 6,4 miljoner ton var producerat av KTK och 2,1 miljoner ton var köpt och återsålt efter inköp från andra kolproducenter. Den andel av försäljningen som exporterades ökade från 36 procent år 2009 till 44 procent år 2010. Företaget upprätthåller en diversifierad försäljningsstruktur balanserad mellan export och inhemsk försäljning där cirka 56 procent av produktionen säljs på den inhemska marknaden och cirka 44 procent exporteras, främst till Polen, Sydkorea och Kina. Bolagets totala reserver uppgick till 402 miljoner ton kol den 1 januari 2011, och bevisade och sannolika reserver uppgick till 185 miljoner ton, utvinningsbara under 2011–2030. Bolaget har sin egen transport- och produktionsinfrastruktur vilket inkluderar ett kraftverk, järnväg och vagnar tillsammans med sitt interna distributionsbolag.

KTK är ett mycket öppet bolag med en professionell bolagsstyrning, vilket inkluderar täta möten med investerare, en tydlig strategi, regelbundna IFRS-räkenskaper och en stor andel börshandlat

aktiekapital. Under 2010 genomfördes en nyemission för att finansiera en framtida produktionsökning samt för att öka mängden kvalitetskol tillgängligt för export till marknaderna i Europa och Asien. Vostok Nafta var en av de första institutionella investeringarna i KTK, som en del av en mindre riktad nyemission som genomfördes under 2008. Bolaget är i en utmärkt position för att leverera framtida organisk tillväxt, då produktionen spås öka till 11 miljoner ton per år fram till 2013 – samtidigt som den långsiktiga prisbilden för energikol ser mycket lovande ut. Globalt sett är energikolmarknadens fundamentala grund en av de starkaste inom hela råvarusektorn, med stöd av den snabbt ökade efterfrågan från världens två mest folkrika ekonomier, Kina och Indien. I Ryssland har marknaden för energikol ytterligare potential med hänsyn till avregleringen av den lokala marknaden för naturgas.

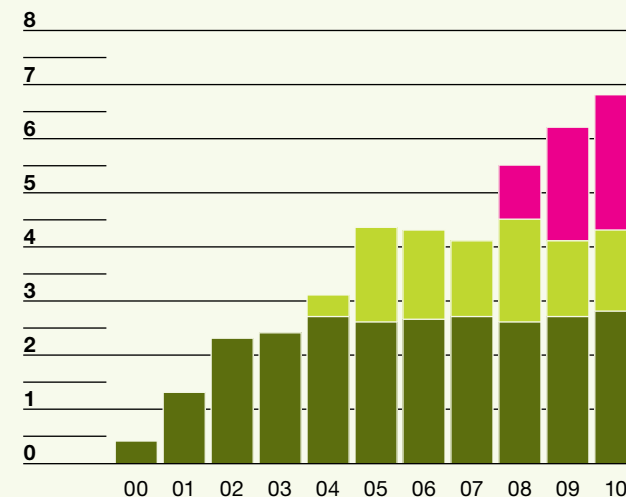
Kuzbass Fuel Company

Vostok Naftas aktieinnehav	3 500 000
Totalt värde (USD)	24 045 000
Andel av portföljen	3,91%
Andel av totalt antal utestående aktier	3,53%
Aktiekursutveckling 2010	–14,13%

Kuzbass Fuel: Kolproduktion 2000–2010

Miljoner ton. Källa: Företagsdata

Cheremshansky
Vinogradsky
Kharakansky South



Kuzbass Fuel Company

Alrosa är världens största producent av rådiamanter mätt i volym, med en produktion på 34,4 miljoner karat under 2010, något över De Beers produktion på 33 miljoner karat. Enligt den senaste informationen från företaget, har Alrosa under 2010 sålt rå- och slipade diamanter till ett värde av över 3,483 miljarder USD. Bolaget räknar med en tillväxt i den årliga produktionen med 15 procent från dagens nivåer för att nå 39,6 miljoner karat per år till 2018. Alrosa, som ligger i Sakha-regionen i östra Ryssland, svarar för 97 procent av Rysslands totala diamanterproduktion, och cirka 30 procent av den globala produktionen av rådiamanter. Alrosa kontrollerar tillsammans med De Beers över 50 procent av den internationella diamantermarknaden. Utöver detta innehar företaget 30 procent av världens diamantereserver som totalt uppgår till 5,1 miljarder karat. Alrosa har även tillgångar i regionerna Karelen, Irkutsk, Arkhangelsk och Murmansk och är dessutom delägare i ett diamanterproduktionsföretag i Angola. Den största kontrollerande aktieägaren är den ryska staten och den regionala regeringen i Sakha som tillsammans kontrollerar över 85 procent av företaget.

Alrosas produktion av högkvalitativa ädeldiamanter, som främst används i smycken, svarar för cirka 99 procent av Alrosas försäljningsintäkter. Den ekonomiska tillväxten tros vara den främsta drivkraften för efterfrågan av diamanter, med Kina, Indien och Mellanöstern som viktiga faktorer för en uppgång i efterfrågan (se diagram *Tillgång och efterfrågan på rådiamanter*). Den globala ekonomiska nedgången ledde till en minskning i efterfrågan, men efterfrågan på smycken ökar ikapp med tillväxten av konsumentförtroende och stigande löneinkomster. I slutet av 2009 blev Kina världens näst största diamanterkonsument efter USA, och Boston Consulting Group förutser att Kina kommer att vara världens största marknad för lyxvaror mellan 2014 och 2016.

Till följd av förändringar inom företagsledningen har Alrosa uttalat en ny finansiell strategi som innebär en fokusering på dess kärnverksamhet, en minskning av bolagets skuldsättning och förbättring av kapitalstrukturen samt planering av att genomföra en publik nyemission. Bolagets tidigare försök att diversifiera till andra gruvområden ökade skuldsättningen och resulterade i stora investeringsbehov vilket försämrade företagets kassaflöden. Fokus har nu flyttats till att skapa avkastning på de viktigaste inhemska gruvtillgångarna och avyttra tillgångarna utanför kärnverksamheten i syfte att få ned den förhöjda skuldnivån. Strategiskt fokus ligger nu på dess ryska diamanterindustri och företaget utvärderar ytterligare försäljningar av tillgångar utanför kärnverksamheten. En fokusering på Alrosas kärnverksamhet är av stort värde. Efter återhämtningen från den kraftiga nedgången av diamanterförsäljningen under 2009 säljs numera merparten av Alrosas rådiamanter på den öppna marknaden och inte längre till den ryska staten.

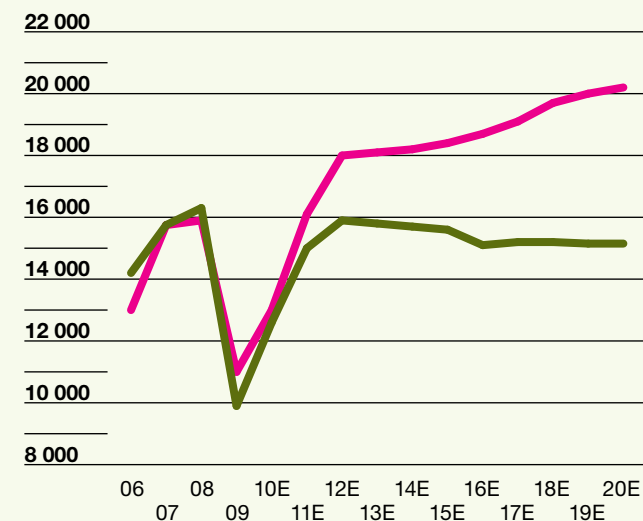
Alrosa har under lång tid varit ett privat aktiebolag (CJSC), vilket har medfört restriktioner på handeln med bolagets aktier och hindrat likviditeten. Det uttalade syftet att ändra den legala strukturen tillsammans med interaktion med kapitalmarknaderna för att finansiera utvecklingen av bolagets tillgångar har länge ansetts vara en sannolik utlösande faktor för en omvärdering av bolaget. I december 2010 röstade den regionala regeringen för att konvertera Alrosa från ett slutet aktiebolag till ett publikt aktiebolag (OJSC). Detta ger utomstående investerare möjlighet att köpa aktier och det är ett stort steg mot en nyemission. Bolagets ledning har uppgett att den i slutet av 2011 avser uppfylla alla krav för att publikt emittera 20 procent av aktierna i bolaget, värt upp till 2 miljarder dollar. En börsintroduktion är också tänkt att bidra till att balansera bolagets kapitalstruktur, något som skulle ha en mycket positiv inverkan på företagets utveck-

ling. Vi tror att bolagets öppenhet gentemot minoritetsägare kommer att förbättras allteftersom planerna för en nyemission fortgår vilket kommer att ge investerare en unik möjlighet att exponeras mot den ryska diamanterindustrin. Alrosa handlas för närvarande till en betydande rabatt i jämförelse med mindre diamanterproducenter och andra ryska och internationella diversifierade gruvbolag. Då företaget närmar sig en börsintroduktion, är förväntningarna att öppenhet och bolagsstyrningen kommer att förbättras och därmed minska den nuvarande rabatten till sina konkurrenter.

Tillgång och efterfrågan på rådiamanter 2006–2020E

MUSD. Källa : BMO Capital Markets Ltd

Tillgång Efterfrågan



Alrosa

Vostok Naftas aktieinnehav	1 261
Totalt värde (USD)	18 158 400
Andel av portföljen	2,95%
Andel av totalt antal utestående aktier	0,46%
Aktiekursutveckling 2010	130,40%

Alrosa

Den ryska uranindustrins flaggskepp, Priargunsky (PGHO), är ett av de största urangruvbolagen i världen. Priargunsky har sin bas i staden Krasnokamensk, i regionen Chita, och står för 93 procent av Rysslands uranproduktion. Bolaget producerar över 3 000 ton uran per år, vilket ger PGHO en global marknadsandel om nära åtta procent. De dokumenterade reserverna skulle med dagens produktion ge reserverna en livslängd på 44 år. PGHO bryter även en betydande mängd energikol (13 procent av produktionen) som delvis används i företagets egna koleldade kraftverk, vilket gör företaget självförsörjande på elektricitetsområdet. Förutom uran bryter bolaget även manganmalm, zeolit, kalksten och brunkol, och därutöver innehåller produktion av el- och värmeenergi, svavelsyra och verkstadsprodukter. Ett statligt uranföretag, Atomenergoprom, har bildats för att konsolidera tillgångarna inom Rysslands civila kärnkraftsindustri och för att skapa ett vertikalt integrerat företag som täcker hela värdekedjan i likhet med Areva i Frankrike. Atomredmetzoloto (ARMZ), som äger 82 procent av PGHO, är det förvaltande företaget för gruvtillgångarna inom Atomenergoprom.

Under de senaste åren har den ryska kärnkraftsindustrin utvecklats i en allt snabbare takt. Produktionen i Rysslands kärnkraftverk väntas öka med 44,7 procent till 234,4 miljarder kWh år 2015. Ambitiösa planer för kärnkraften både i Ryssland och globalt kommer att förstärka den nuvarande utbudsbristen på primärt uran. Underskottet kompenseras av andrahandskällor, till exempel återvunnet kärnbränsleavfall och avvecklade militära stridsspetsar, som redan nu befinner sig i en nedgångsfas men som fortfarande tillgodoser 40 procent av den globala efterfrågan. Den ryska staten stödjer till fullo utvecklingen av landets kärnkraftsindustri.

Priargunsky innehar en uranreserv i världsklass

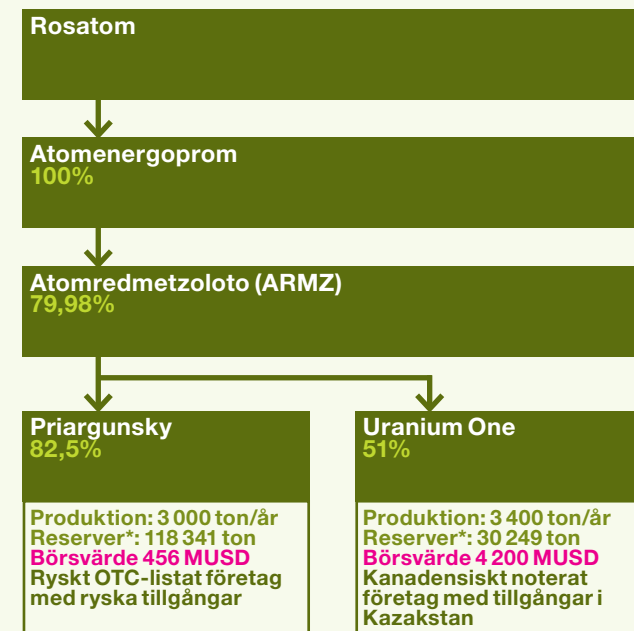
som dock redan producerar till 100 procents kapacitet, vilket medför ett behov av investeringar och utveckling. Konstruktion av ny kapacitet är kapitalintensivt och tidskrävande och företaget är därför i uppenbart behov av extern finansiering. Tidigare har bolaget genomfört extra nyemissioner som ett sätt att finansiera investeringar. Mellan 2006 och 2010 genomförde bolaget ett antal emissioner med ARMZ som den huvudsakliga köparen av aktierna. De ryska uranpriserna regleras för närvarande och ligger betydligt lägre än det globala priset för långtidskontrakt, vilket följaktligen dämpar PGHO:s lönsamhet. En lättnad av regleringen är dock på agendan för att finansiera bolagets investeringsbehov för att öka produktionen och tillgodose det inhemska uranunderskottet. ARMZ:s VD, Vadim Zhivov, har tidigare sagt att från och med 2011 kommer holdingbolaget att sälja sitt uran till inhemska konsumenter till internationella priser. Allt eftersom den pågående liberaliseringsprocessen av ryska elpriser närmar sig slutet kommer också kärnkraftsverken att kunna betala ett högre bränslepris då de realiserar högre priser för sin elproduktion. Införandet av marknadsbaserade priser kommer att signifikant förbättra PGHO:s operationella kassaflöden vilket ger bolaget möjligheten att finansiera investeringar internt.

Priargunsky branschjämförelse

	EV/Reserver (USD/pund U ₃ O ₈)	EV/Produktion (USD/pund U ₃ O ₈)	EV/EBITDA 2011E
Areva	51,7	1 225	15,8
Cameco	30,3	697	17,5
ERA	9,9	205	7,2
Paladin Resources	n/a	801	16,4
Uranium One	95,9	244	14,3
Priargunsky	1,85	81	7,9

Källa: Troika, UBS, december 2010

Priargunskys koncernstruktur



* Bevisade och sannolika reserver (Reasonably Assured Resources (RAR)+Inferred Resources enligt IAEA:s klassificering)

Priargunsky

Vostok Naftas aktieinnehav	
Stamaktier	106 242
Preferensaktier	11 709
Värde stamaktier	24 329 418
Värde preferensaktier	1 276 281
Totalt värde (USD)	25 605 699
Andel av portföljen	4,17%
Andel av totalt antal utestående stamaktier	5,82%
Andel av totalt antal utestående preferensaktier	0,52%
Aktiekursutveckling 2010	
Stamaktier	17,44%
Preferensaktier	18,48%

Priargunsky

Transneft är världens största operatör av pipelines för råoljetransport, med omkring 50 000 kilometer långdistanspipelines, 386 oljepåfyllningsstationer och 833 reservoarer med en total lagringskapacitet om cirka 15 miljoner kubikmeter. Transnefts stamaktier ägs i sin helhet av den ryska staten, medan de preferensaktier som inte ger någon rätt att rösta utgör den del av aktiekapitalet som handlas. Bolaget transporterar omkring 90 procent av Rysslands totala oljeproduktion. Transneft är för närvarande mitt uppe i byggandet av en ny pipeline som ska sammanbinda östra Sibirien med Stilla havet – detta till en kostnad om 20 miljarder USD. Denna pipeline kommer, när den står färdig, öppna upp nya exportvägar för de ryska oljebolagen.

Transnefts goda lönsamhet och bolagets strategiska natur gör det till en mycket attraktiv tillgång. Transneft har framgångsrikt ökat de av staten reglerade oljetransporttarifferna för att finansiera de betydande investeringsprojekt som nu genomförs samtidigt som man lyckats öka sin lönsamhet. Bolagsstyrningsfrågor har länge varit den viktigaste frågan för minoritetsägare då Transneft ligger efter i utvecklingen jämfört med andra ryska statligt ägda bolag. Vi förväntar oss att när de pågående projekten är avslutade kommer Ryssland att ha all kapacitet för oljeexport som behövs. Tidigare erfarenheter av statligt ägande i strategiska bolag antyder att de betydande kassaflöden som genereras därefter sannolikt kommer att delas med minoritetsägarna via utdelningar. Förbättringar inom bolagsstyrningen har inletts genom att styrelsens ersättning numera påverkas av utvecklingen av företagets preferensaktier. Förändringar i bolagsstyrningen kan komma att bli en utlösande faktor vid en omvärdering av företaget.

Förväntningarna är att Transneft kommer att bli delvis privatiserat förr eller senare med osäkerhet

kring den exakta tidpunkten. Bolagets traditionella finansieringsalternativ, skulder och tariffer, kommer inte att vara ett alternativ länge till och samtidigt uppmuntrar den ryska staten Transneft att utöka sitt investeringsprogram. Transnefts tariffer är inte längre låga i jämförelse med internationella konkurrenters, och företagets ledning har uttalat att man inte kommer att öka skuldsättningen. Detta leder till att regeringen förväntas införa mer marknadsvänliga principer för Transneft i framtiden. Exempel på detta kan vara ett införande av en så kallad RAB-baserad reglering (då tariffregleringar baseras på ekonomiska tillgängliga avkastningsmått på investerat kapital) eller en försäljning av aktier till marknaden.

Transneft

Vostok Naftas preferensaktieinnehav	19 730
Totalt värde (USD)	24 330 215
Andel av portföljen	3,96%
Andel av totalt antal utestående aktier	1,27%
Aktiekursutveckling 2010	58,10%

Transneft

Tinkoff Credit Systems (TCS) är Rysslands första bank som enbart fokuserar på kreditkortsutlåning. Verksamheten är baserad i Moskva, men bolaget utfärdar kreditkort i Rysslands samtliga regioner. TCS drivs av en ledningsgrupp bestående av individer som tidigare varit anställda av välkända företag såsom Visa, McKinsey och flertalet ledande ryska banker. Bolagets grundare och största ägare, Oleg Tinkov, är en berömd rysk entreprenör med lång erfarenhet inom framgångsrika företag inom konsumentsektorn. Affärsmodellen är kontorslös, där kundrekrytering och distribution hanteras direkt via brevkontakt och kompletteras av onlinetjänster samt ett call-center. Internet blir en allt viktigare del inom TCS. Bolaget är helt fokuserat på att utfärda kreditkort och att ge service till konsumenterna. Genom att kombinera en specialbyggd plattform med engagerad personal, kan TCS nyttjas av miljontals kunder. TCS utfärdade sitt miljonte kort i april och kreditkortsfordringarna ökade med 82 procent 2010. Bolagets avancerade process för kreditgivning och kundförvärv genom inbjudan begränsar risken för bedrägerier och exponering mot mindre önskvärda kunder, vilket därmed reducerar kreditrisken. Den lågkostnadsfokuserade affärsmodellen är flexibel med en visad förmåga för snabb tillväxt och service inom kreditgivning. Fitch Ratings har i mars 2011 uppgraderat TCS till "B" från "B-", "Stabil utsikt". Uppgraderingen reflekteras av en diversifiering av finansieringsbasen tillsammans med den starka kassaflödeskapaciteten, vilket avsevärt minskar likviditetsrisken.

Ett högre antal medelinkomsthushåll och uppkomsten av shoppingportaler online har gjort att kreditkortsmarknaden i tillväxtländer har ökat exceptionellt under de senaste åren. Totalt antal utfärdade kreditkort har ökat med 17 respektive 29 procent i Polen och Kina mellan åren 2008–2010.

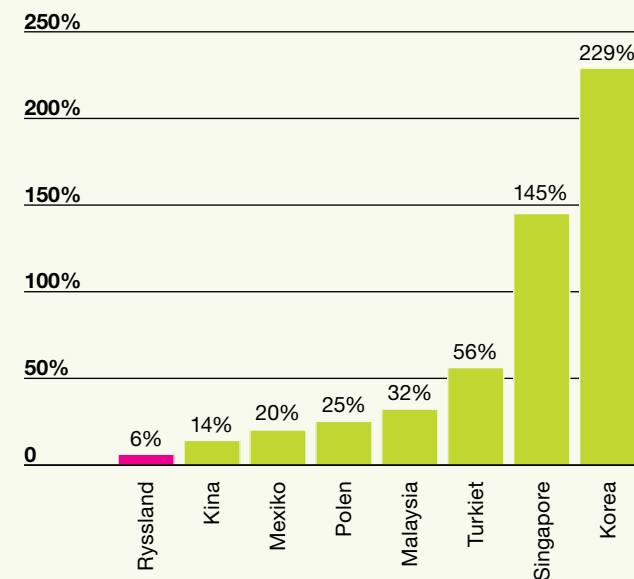
Detta kan jämföras med Rysslands årliga ökning på bara 2 procent mellan åren 2008–2010. Rysslands kreditkortspenetrationsgrad är fortfarande extremt låg (6 procent år 2010) och visar därmed en exceptionell potential för framtida tillväxt. En förändring i konsumenternas beteende mot högre belåning kommer att bana väg för TCS att ytterligare öka sin marknadsandel på kreditkortsmarknaden från dess nuvarande andel på närmare 5 procent.

Den viktigaste drivkraften för konsumentbelåning är det vändande konsumentförtroendet. Enligt RosStats beräkningar har konsumentförtroendet förbättrats kraftigt men är fortfarande lägre än före krisen. Konsumtionen har varit den viktigaste förutsättningen för den ekonomiska återhämtningen i Ryssland och utlåningen väntas växa markant under år 2011, driven av starka makroekonomiska förutsättningar. Trots att kreditkort är den snabbast växande konsumentbelåningen, är Rysslands nuvarande kreditkortspenetrationsgrad fortfarande en bråkdel av de nivåer som föreligger hos både utvecklade marknader och andra tillväxtmarknader. Då ryska konsumenter fortfarande är underbelånade anses den ryska marknaden vara ett lysande exempel på outnyttjad tillväxtpotential. TCS kommer att utnyttja den information som redan samlats i kreditupplysningsföretag för att kunna ta andelar på marknaden. Detta kan jämföras med introduktionen av amerikanska kreditkortsföretag på den brittiska marknaden under 80-talet.

Vostok Nafta har värderat sin andel i TCS baserat på antaganden grundade i Vostok Naftas bedömning av de ekonomiska förutsättningar som föreligger. Denna värdering är Vostok Naftas subjektiva värdering och motsvarar inte nödvändigtvis det verkliga värdet av TCS. Mer information om värderingen av TCS återfinns i not 3 på sidan 54.

Kreditkortspenetrationsgrad 2010

Procent av befolkningen. Källa: UBS



Tinkoff Credit Systems

Vostok Naftas aktieinnehav	1 073 174
Värde aktier	43 430 866
Värde lån	9 266 579
Totalt värde (USD)	52 697 445
Andel av portföljen	8,57%
Andel av totalt antal utestående aktier	17,08%
Utveckling värde 2010 (i USD)	209,53%

Tinkoff Credit Systems

Vosvik är ett svenskt holdingbolag med två huvudsakliga affärsområden: Avito, som är Rysslands största e-handelssajt och Yellow Pages, med verksamhet inom katalog- och söktjänster.

Avito

Avito erbjuder privatpersoner och företag möjlighet att köpa och sälja varor genom radannonser över internet, i likhet med Blocket i Sverige. Avito är den snabbast växande e-handelssajten i Ryssland och antalet månatliga unika besökare fortsatte att växa i snabb takt under 2010. I februari 2011 hade www.avito.ru cirka 15 miljoner unika besökare per månad jämfört med 3 miljoner unika besökare i början av 2010. Som en jämförelse har Blocket i Sverige 5,5 miljoner besökare per månad. Avito har en ledande position vad gäller antal besökare och annonser och distanserar sig därmed alltmer från sina konkurrenter. Enligt erfarenhet från andra länder ger affärsmodellen en stor potentiell ökning i lönsamheten när väl marknadsdominans är uppnådd. Avito är redan det ledande varumärket och har den högsta varumärkeskännedomen i Moskva och St Petersburg, med målet att nå närmare 100 procent på lång sikt. Enligt undersökningar som gjorts i november 2010, svarade 48 procent av befolkningen i Moskva och St Petersburg Avito på frågan "Var skulle du sälja något på nätet?" Under 2010 såldes varor för över 25 miljarder SEK och tillväxten i antalet unika besökare var exceptionell. Med dagens försäljningsnivå skulle företaget kunna generera 50 miljoner SEK under 2011. Detta är dock inte planerat eftersom kassaflödet istället kommer att återinvesteras i framtida tillväxt och expansion.

I jämförelse med västerländska länder har Ryssland en mycket låg andel internetanvändare i förhållande till den totala befolkningen. Trots att tillväxten är hög, är den nuvarande penetrationen i Ryssland på

cirka 42 procent låg i relativa termer men ändå mycket hög i absoluta tal. Med cirka 60 miljoner internetanvändare är Ryssland den näst största marknaden i Europa. Dessa siffror kan jämföras med Sverige, vars internetpenetration är omkring 93 procent men endast utgör omkring 8,4 miljoner användare. (Se diagram till höger) Marknaden för internetrelaterade produkter förväntas växa avsevärt i samband med en ökad internetanvändning. Avito är i en mycket spännande fas med stora framtidsutsikter och företaget har potential att värderas till cirka 1 miljard USD inom ett par år. Intresset för ryska internetföretag stiger och Rysslands ledande sökmotor Yandex följer just nu i Mail.ru's fotspår och planerar en börsintroduktion på 1 miljard USD. Investerare är för närvarande mycket entusiastiska över investeringar i ryska internetbolag och börsintroduktionen av Yandex kommer med största sannolikhet generera en hel del uppmärksamhet. Yandex kan bli en attraktiv aktie för investerare som söker exponering mot den ryska online- och annonsmarknaden.

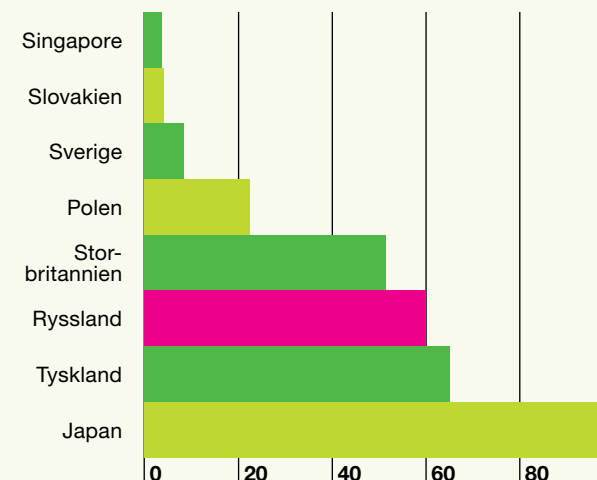
Under 2010 har Kinnevik och Northzone bidragit med ungefär 175 miljoner SEK genom en nyemission. Kapitaltillskottet har används till att ytterligare förstärka sajts ledande position och utöka marknadsandelen.

Yellow Pages

Rysslands Yellow Pages är Rysslands ledande Directory Service, med ett stort antal bolagsrecensioner lämnade av användarna. Directory Services erbjuder sina kunder tjänster både online och genom tryckta kataloger via ryska Gula Sidorna som har en ledande marknadsposition. Directory Services publicerar kataloger i Moskva, St Petersburg och åtta andra ryska distrikt. Tjänster är också tillgängliga online via webbplatsen yellowpages.ru, samt via telefon.

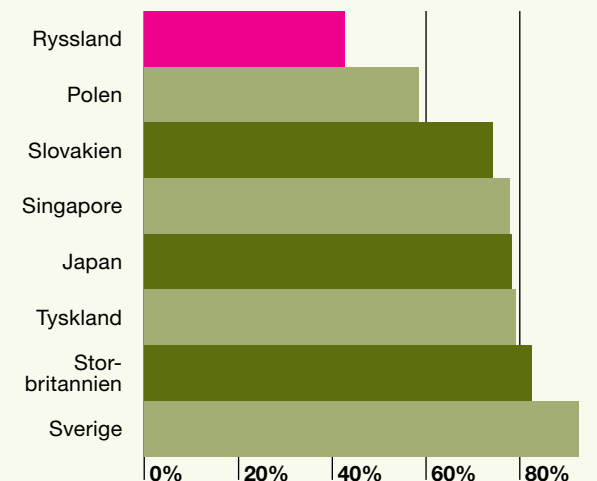
Internetanvändare 2010

Miljoner. Källa: Internet World Stats 2010



Internetpenetration 2010

Procent. Källa: Internet World Stats 2010



Clean Tech East Holding

Som den största enskilda aktieägaren i Clean Tech East Holding AB (Clean Tech East) är Vostok Naftas vision att bygga vidare på Clean Tech Easts redan etablerade plattform för att utveckla bolaget till att bli en av de ledande leverantörerna av biomassa för energisektorn på global basis. Vostok Nafta äger för närvarande 46,2 procent av det totala antalet utestående aktier, efter att ha utnyttjat samtliga teckningsrätter som hållits sedan nyemission som genomfördes under sommaren 2010 och gav Vostok Nafta rätten att teckna ytterligare 121 300 900 aktier i Clean Tech East.

Clean Tech East-koncernen består av två affärsområden: Biomass Fuels och Power Chemicals. Under 2010 har affärsområdet Biomass Fuels uppnått en betydande ökning av produktionen vid träpelletsfabriken i Ystad i södra Sverige – som nu ägs till 100 procent av Clean Tech East efter att Clean Tech East förvärvat resterande 20 procent av aktierna i Ystad Pellets AB från Fortum Värme i juni 2010. Samtidigt har priset på pellets ökat till följd av uppsägningen av långfristiga leveransavtal och en lyckad investering i en säckningsanläggning för försäljning till konsumentmarknaden vilket har gett en gynnsammare marginal.

Som en följd av den ökade produktionsvolymen, en mer lönsam försäljningsmix och betydligt lägre produktionskostnader i Ystad, förväntar Clean Tech East att uppnå ett positivt EBITDA-resultat under andra halvåret 2011 – vilket kan jämföras med ett negativt EBITDA på –55 miljoner SEK under andra halvåret 2010. Med tanke på utsikterna för efterfrågan av förnybar energi i allmänhet och pellets i synnerhet på medellång till lång sikt, förväntar vi oss att priset på pellets kommer att öka från dagens nivå, särskilt med tanke på senaste tidens uppgång i priset på råolja och andra konkurrerande former av

energi. Europeiska unionens mål att 20 procent av EUs totala energiförbrukning ska komma från förnyelsebara källor år 2020 innebär att de möjligheter som finns för storskaliga pelletstillverkare ökar markant. För att nå det mål som satts upp av EU, måste en viss mängd kol som idag används för att producera el och värme i Europa ersättas av träpellets. Om så lite som fem procent av dagens europeiska kolkonsumtion skulle ersättas av träpellets, leder det till att den globala pelletsmarknaden ökar från drygt 10 miljoner ton per år till närmare 60 miljoner ton per år.

Allteftersom pelletsfabriken i Ystad blir alltmer lönsam genom att rikta sin produktion mot konsumentsektorn med högre marginaler har Clean Tech Easts ledning utvärderat möjligheterna att växa och ta en aktiv del i den nya globala pelletsmarknaden som snabbt bildas. Efter att ha studerat de möjligheterna som finns tillgängliga, är det tydligt för Clean Tech Easts ledning och styrelse att nyckeln till att bli en betydande aktör på den snabbt växande europeiska marknaden för träpellets ligger i att skapa storskalig produktion i ett område med tillgång till högkvalitativ skogsråvara till låg kostnad, relativt nära den industriella pelletsmarknaden i Europa.

Enligt Clean Tech Easts uppfattning finns det inget bättre område att upprätta en sådan storskalig produktion än i Archangelsk-området i nordvästra Ryssland. Området innehar enorma resurser av naturlig träfiber till ett konkurrenskraftigt pris och dessutom finns tillgången till den europeiska marknaden via en hamn som är isfri året runt. Genom det planerade förvärvet av BioEnergi Nord (BEN) och en etablering av en träpelletsanläggning med en total kapacitet på upp till 500 000 ton i Archangelsk är Clean Tech East väl positionerat att bli en betydande aktör inom Biomassa framåt 2014–2015.

Gaisky GOK

Gaisky GOK är Rysslands näst största kopparproducerande bolag, mätt i volym producerad koppar, med en inhemsk marknadsandel på närmare 9 procent. Gaisky kontrollerar mer än 76 procent av malmreserverna i Orenburgregionen i Ural, och bolagets totala malmreserver uppskattas till 305 miljoner ton – vilket ger en livslängd om över 50 år baserat på dagens produktion. Bolaget kontrolleras av Urals Metals and Mining Company ("UGMK") och är en nyckelleverantör av kopparmalm till UGMKs kopparproducerande dotterbolag. Under 2009 producerade Gaisky omkring 5,5 miljoner ton kopparmalm från en underjordsgruva, som är bolagets största gruva. UGMK har planerat en långsiktig strategi att bli ett ryskt blue-chipbolag inom metall- och gruvindustrin, vilket inkluderar en konsolidering av dess dotterbolag samt ett införande av IFRS-rapportering. Gaisky planerar att ytterligare utöka capex för att möjliggöra en ökning av produktionen med 14 procent till 6,5 miljoner ton malm under 2011 och med ytterligare 15 procent till 7,5 miljoner ton 2013. Bolaget återinvesterar för närvarande hela det operativa kassaflödet i produktionstillväxt men investeringsprogrammet förväntas att leda mot sitt slut, vilket innebär att det finns en chans att positiva kassaflöden kan komma att distribueras via utdelningar.

Gornozavodsk Cement

Gornozavodsk Cement är en medelstor oberoende cementtillverkare, belägen i Perm-regionen i Uralbergen. Företagets huvudprodukter är portlandcement som används för konstruktion samt cement som används av olje- och gasindustrin. Under 2009 producerade bolaget endast 0,5 miljoner ton cement, en minskning med 66 procent jämfört med 2008, till följd av den kraftiga minskningen av efterfrågan i kombination med sjunkande priser. Cement

Övriga innehav

är ett av de viktigaste byggmaterialen som används i den globala konstruktionsindustrin. Efter en nedgång under 2009 uppvisar den ryska cementindustrin en snabb återhämtning. Med en av industrins lägsta utnyttjandegrader bör Gornozavodsk kunna öka sin produktion utan några betydande investeringar framöver när cementmarknaden återhämtar sig och efterfrågan stärks. Företaget har en total produktionskapacitet på 2,2 miljoner ton. På grund av det låga priset på cement per ton jämfört med till exempel stål, är dess transport ekonomiskt möjligt endast om avståndet är mindre än 500 till 700 km. Därför ämnar de flesta ryska federala distrikt att vara självförsörjande av cement. Gornozavodsk ligger nära Uralbergen och distrikten i västra Sibirien, där många byggprojekt är belägna. Därutöver kommer troligen flera nya olje- och gasprojekt i västra Sibirien, såsom utveckling av Yamal-gasfältet av Gazprom och ett antal oljefält av de stora oljebolagen, behöva få konstruktionscement delvis levererat av Gornozavodsk som är en av de få cementproducenterna i området.

Steppe Cement

Steppe Cement är en av de största cementproducenterna med verksamhet belägen nära Aktau i centrala Kazakstan. Bolaget driver två dotterbolag, Karacement och Central Asia Cement. Steppe Cement har sitt eget dagbrott med kalksten och lera placerad nära produktionsanläggningen som ger företaget god tillgång till insatsvaror. Företaget är helt självförsörjande på råvaror och innehar reserver med en livslängd på mer än 100 år. Andra insatsvaror såsom el, vatten, järnmalm och kol finns lättillgängligt från regionala leverantörer.

Under 2010 ökade cementmarknaden i Kazakstan med 14 procent jämfört med 2009. Samtidigt ökade Steppe Cement sin omsättning med 23 procent

under 2010 jämfört med 2009. Försäljningsvolymen under 2010 förbättrades med 24 procent jämfört med försäljningen 2009. Steppe Cements marknadsandel ökade till 20,3 procent 2010 från 18,4 procent föregående år. I november 2010 tog Steppe Cement in 10 miljoner pund genom en emission av 25 miljoner nya stamaktier på 40p GBP per aktie. En stor del av kapitaltillskottet kommer delvis att användas för att lösa in obligationer i augusti 2011 och resterande används till rörelsekapital. Nyemissionen övertäckades med 34 procent.

Poltava GOK

Poltava GOK grundades 1970 som ett statligt ägt bolag, men är den viktigaste tillgången för Ferrexpo, den tolfte största järnmalmsproducenten i världen och noterat på Londonbörsen. Poltava är ett av de största gruvbolagen i Ukraina och landets främsta exportör av järnmalmspellets. 85 procent av Poltava GOK:s produktion exporteras till östra och centrala Europa samt till Kina. Ukraina innehar den största fyndigheten av järnmalm i världen, vilket motsvarar totalt 30 miljarder ton reserver (17 procent av världens totala reserver). Även efter justering för järninnehåll (30 procent i genomsnitt), placerar sig Ukraina som topp fem i världen.

En sådan naturresurs innebär att Ukraina kommer att vara en inflytelserik aktör på järnmalmsmarknaden på lång sikt. Trots sådana rikliga reserver, spelar Ukraina i dagsläget en blygsam roll på den internationella järnmalmsmarknaden. Tillgängliga resurser riktas främst mot att uppfylla landets inhemska behov i järnmalm, och exporten motsvarar endast omkring en tredjedel av den totala produktionen i Ukraina. En pågående ökning av produktionskapaciteten samt en förväntad utveckling av infrastrukturen, bland annat genom en fördjupning av kusthamnarna, kommer att möjliggöra det för Ukrai-

na att exportera en större andel av sina utforskade reserver. Ferrexpo står för logistik- och marknadsföringskostnader medan Poltava GOK i sin tur säljer sin produktion till Ferrexpo till en betydande rabatt i jämförelse med marknadspriser. Trots diskutabel bolagsstyrning är företaget fortfarande en stark spelare på järnmalmsmarknaden med 3 miljarder ton i reserver. Poltava GOK ligger i dag på sin fulla kapacitet på 10 miljoner ton per år och lönsamheten ska förbättras under 2011.

Aktieinformation

Varje aktie berättigar till en röst. Aktierna handlas som depåbevis (SDR) i Stockholm, där E. Öhman J:or Fondkommission AB är depåbank. 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.

Utdelning

Ingen utdelning har föreslagits för året.

Information om substansvärdet

Den andra arbetsdagen varje månad publicerar Vostok Nafta ett bedömt substansvärde. Detta värde tillställs marknaden genom pressmeddelande som även distribueras via e-post. Vidare finns det tillgängligt på Vostok Naftas hemsida på internet: www.vostoknafta.com. Ett mer exakt substansvärde publiceras i kvartalsrapporterna.

Potentiell substansrabatt

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

Under året har inga aktier köpts tillbaka.

Marknaden

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

Aktieomsättning

Den genomsnittliga dagliga omsättningen under perioden 1 januari 2010–31 december 2010 var 198 000 aktier. Under kvartalet 1 oktober 2010–31 december 2010 var den genomsnittliga dagsomsättningen 175 000 aktier. Handel har pågått 100 procent av tiden.

Vostok Nafta-aktiens kodbeteckningar

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

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

Största aktieägarna per 30 december 2010

Nedanstående aktieägarförteckning per 30 december 2010 utvisar de tio största ägarna vid detta tillfälle. Antalet aktieägare i Vostok Nafta uppgick den 30 december 2010 till cirka 15 000.

Ägare	Antal SDB	Andel av kapital och röster, %
01. Familjen Lundin*	28 000 000	27,73%
02. Alecta Pensionsförsäkring	8 000 000	7,92%
03. Fjärde AP-fonden	5 141 125	5,09%
04. AFA Försäkringar	4 646 233	4,60%
05. Länsförsäkringar Fonder	4 544 230	4,50%
06. HQ Fonder	2 000 000	1,98%
07. Avanza Pension Försäkring	1 776 891	1,76%
08. Nordea Fonder	1 642 720	1,63%
09. DLG Fonder	1 500 000	1,49%
10. SEB Fonder	1 319 300	1,31%
10 största ägarna	58 570 499	58,00%
Övriga utländska ägare och förvaltare	21 095 672	20,89%
Övriga svenska ägare och förvaltare	21 324 804	21,12%
Totalt	100 990 975	100,00%

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

* Sammanlagt ägande via investmentbolag helägda av en trust i vilken familjen Lundin är förmånstagare.

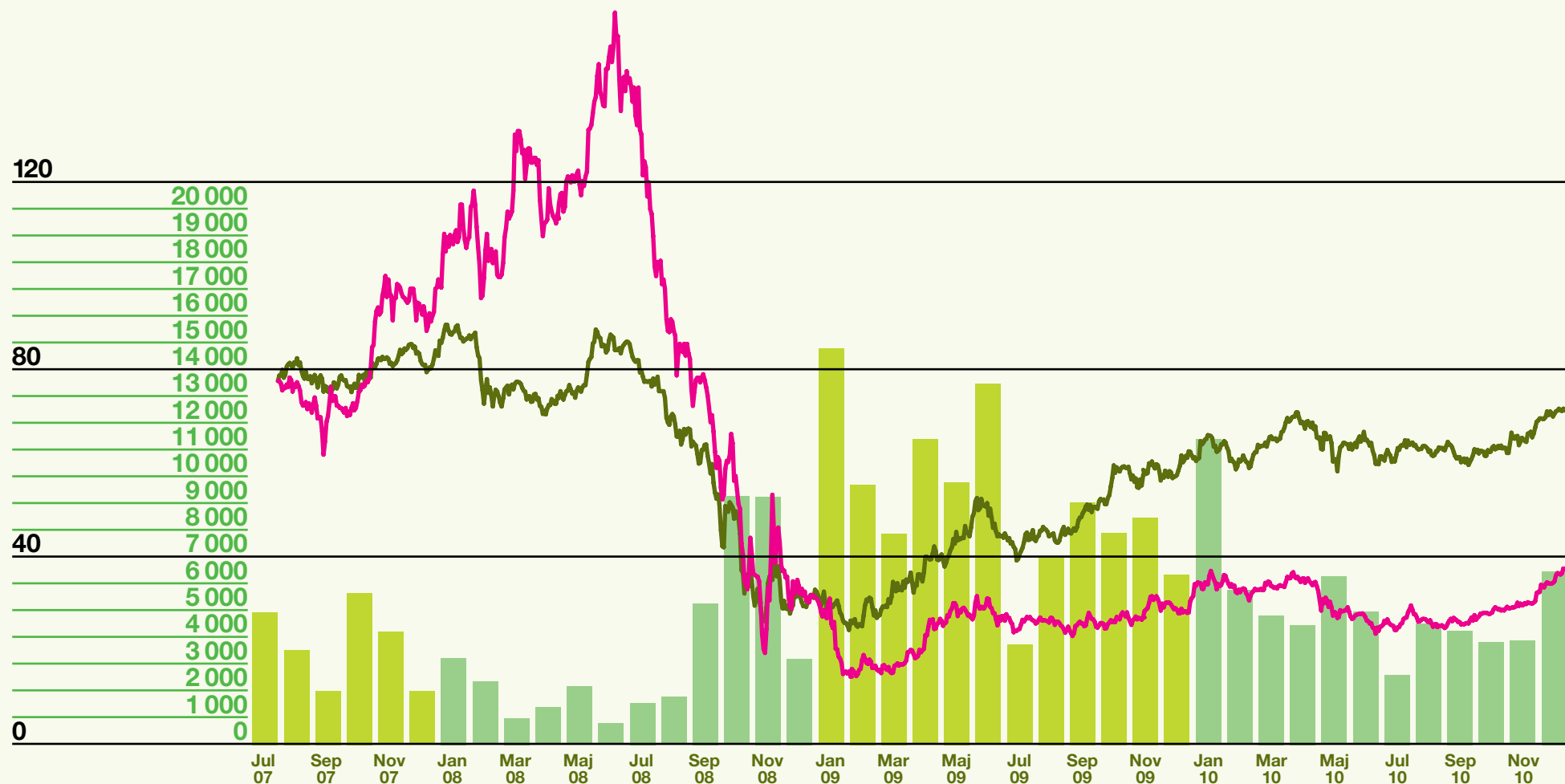
Vostok Nafta-aktien

4 juli 2007–30 december 2010
Källa: Bloomberg

Vostok Nafta SDBR, SEK
RTS-index, justerat
Vostok Nafta månadsomsättning, tusen SDB (höger skala)

SEK
160

Tusen SDB



Vostok Naftas aktiekursutveckling

Vostok Nafta-aktien

Bakgrund

Vostok Nafta Investment Ltd. ("Vostok Nafta" eller "Bolaget") registrerades i Bermuda den 5 april 2007 med registreringsnummer 39861. Bolagets svenska depåbevis (SDB) är noterade på NASDAQ OMX Nordic Exchange Stockholm, Mid Cap-segmentet, ticker VNIL SDB. Per utgången av december 2010 uppgick antalet aktieägare i företaget till ca 15 000.

Koncernstruktur

Per den 31 december 2010 bestod Vostok Nafta-koncernen av det bermudianska moderbolaget Vostok Nafta Investment Ltd, ett helägt dotterbolag på Bermuda, Vostok Holding Ltd, fyra helägda cypriotiska dotterbolag, Vostok Komi (Cyprus) Limited, Premline Holdings Limited, Dodomar Ventures Limited och Freemosa Holdings Limited, fyra helägda ryska dotterbolag, ZAO Baikal Energy, OAO Resurs-Invest, OOO Resursniye Investitsii och OOO Volga – Nash Dom, samt ett helägt svenskt dotterbolag, Vostok Nafta Sverige AB.

Vostok Komi (Cyprus) Limited ansvarar för koncernens portföljförvaltning.

Verksamhetspolicy

Affärsidé

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

Mål

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



Vostok Nafta-koncernen

Företagsinformation

Strategi

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

Investeringsstrategi

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

Bolaget kommer huvudsakligen, men inte uteslutande, utvärdera och genomföra investeringar i länderna från det forna Sovjetunionen. Geografiskt huvudfokus kommer att ligga på Ryssland. Portföljinnehavens sammansättning skall inte följa något specifikt index och det kommer inte att upprättas några exakta sektorviktningar eller viktrestriktioner för enskilda innehav. Positioner kan avvika från sedvanliga indexvikter. Portföljen skall normalt innehålla en spridning av risk.

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

Arbetsordning

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

Verkställande direktören leder det dagliga arbetet och förbereder investeringsrekommendationer tillsammans med de andra medlemmarna i investeringskommittén, som utgörs av tre representanter ur styrelsen. Vidare har ordföranden en beslutsfattande position och deltar i arbetet på daglig basis.

Beslut om investeringar tas av investeringskommittén. Två ledamöter, dvs en majoritet av kommittén, kan i förening utfärda investeringsrekommendationer, varefter styrelsen för Vostok Komi (Cyprus) Limited fattar investeringsbesluten.

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

Resultaträkningar i sammandrag

(TUSD)	2010	2009	2008	2007	2006
Resultat från					
finansiella tillgångar	135 093	141 582	-550 917	282 157	61 908
Övriga intäkter	11 068	10 021	10 673	10 355	12 541
Summa intäkter	146 160	151 603	-540 244	292 512	74 449
Rörelsens kostnader					
Kupongskattekostnad	-5 733	-5 897	-8 716	-5 705	-3 441
Övriga rörelsekostnader	-1 593	-1 367	-1 381	-1 499	-1 897
Rörelseresultat	137 660	144 339	-550 356	285 309	69 111
Finansiella intäkter					
och kostnader, netto	798	-4 501	-6 988	-2 155	610
Resultat före skatt	138 458	139 838	-557 344	283 154	69 721
Skatt					
Årets resultat	-98	8	956	-389	-88
Årets resultat	138 359	139 846	-556 388	282 765	69 633

Balansräkningar i sammandrag

(TUSD)	31 dec 2010	31 dec 2009	31 dec 2008	31 dec 2007	31 dec 2006
Materiella					
anläggningstillgångar	675	1 948	510	545	316
Finansiella					
anläggningstillgångar	605 783	472 402	266 874	822 394	387 182
Finansiella					
omsättningstillgångar	9 283	3 180	27 847	4 197	-
Likvida medel	9 448	8 935	29 198	27 528	5 124
Övriga omsättningstillgångar	1 974	2 580	2 727	4 568	969
Summa tillgångar	627 164	489 045	327 156	859 232	393 591
Eget kapital					
Uppskjuten skatteskuld	625 430	487 624	247 893	803 954	385 043
Aktuell skatteskuld	-	-	19	1 358	11
Övriga skulder	504	516	498	106	585
Summa eget kapital	1 229	905	78 746	53 814	7 952
och skulder	627 164	489 045	327 156	859 232	393 591

Kassaflödesanalyser i sammandrag

(TUSD)	2010	2009	2008	2007	2006
Kassaflöde använt i den					
löpande verksamheten	-714	-6 199	-22 607	-162 982	-108 225
Kassaflöde använt i/från					
investeringsverksamheten	-24	36	-146	-300	-264
Kassaflöde från/använt i					
finansieringsverksamheten	326	-10 856	26 119	185 673	106 375
Periodens kassaflöde	-411	-17 019	3 366	22 391	-2 114
Kursdifferens i					
likvida medel	924	-3 244	-1 696	13	26
Likvida medel vid					
periodens början	8 935	29 198	27 528	5 124	7 212
Likvida medel vid					
periodens slut	9 448	8 935	29 198	27 528	5 124

Nyckeltal

(TUSD om inget annat anges)	2010	2009	2008	2007	2006
Soliditet, %	99,72	99,71	75,77	93,57	97,83
Avkastning på eget kapital, %	24,86	38,03	-105,79	47,56	20,88
Avkastning på sysselsatt					
kapital, %	24,86	34,68	-97,23	46,04	20,88
Skuldsättningsgrad, ggr	-	-	31,42	6,21	-
Räntetäckningsgrad, ggr	-	76	-81	77	-
Net asset value, MUSD	625	488	248	804	385
SEK/USD	6,8025	7,1568	7,8644	6,4683	6,85
Substansvärde, MSEK	4 254	3 490	1 950	5 200	2 638
Substansvärdeutveckling					
i USD, %	28	97	-69	109	84
RTS-index	1 770	1 445	632	2 291	1 922
Utveckling av RTS-index, %	23	129	-72	19	71
Utdelning	-	-	-	-	-
Utdelning per aktie	-	-	-	-	-
Direktavkastning i %	-	-	-	-	-

Aktiedata

Resultat per aktie, USD	1,37	1,40	-10,32	5,24	1,29
Resultat per aktie					
efter utspädning, USD	1,37	1,40	-10,32	5,24	1,29
Substansvärde per aktie, USD	6,19	4,83	5,39	17,47	8,34
Substansvärde per aktie, SEK	42,12	34,56	42,36	113,00	57,31
Antal utestående aktier					
vid årets slut	100 990 975	100 990 975	46 020 901	46 020 901	46 020 901
Vägt genomsnittligt antal					
utestående aktier	100 990 975	100 052 565	53 936 496	53 936 496	46 020 901
- efter utspädning	100 990 975	100 052 565	53 936 496	53 936 496	46 020 901

Anställda

Medelantalet anställda					
under perioden	13	16	15	9	10

Aktiedata

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

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

Definition av nyckeltal

Soliditet Eget kapital i procent av balansomslutningen.

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

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

Skuldsättningsgrad Räntebärande skulder och avsättningar dividerat med eget kapital.

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

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

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

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

Substansvärde Substansvärde definieras som eget kapital.

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

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

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

Styrelse

Lukas H. Lundin

Ordförande

Svensk medborgare, född 1958. Medlem i styrelsen sedan 2007. Kommittéer i Vostok Nafta: ersättningskommittén, investeringskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: Styrelseordförande i Lundin Mining Corporation och styrelseledamot i Lundin Petroleum AB. Som huvudman i The Lundin Group of Companies, en grupp bestående av tolv börsnoterade bolag, är Lukas Lundin aktiv inom prospektering, utveckling och utvinning av koppar, kobolt, zink, nickel, bly, guld, uran, jod, nitratgödningsmedel, olja, gas och diamanter. Under åren som gått har Lukas Lundin skapat stort värde för sina aktieägare genom framgångar i prospektering och utveckling, förvärv och fusioner i mångmiljardklassen. Lukas H. Lundin har en gruvingenjörsexamen från The New Mexico Institute of Mining and Technology. Innehav i Vostok Nafta: 66 070 depåbevis. Lön och ersättningar: 139 TUSD (inklusive Namdo Management). Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

Al Breach

Ledamot

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

i New York/London som Managing Partner. Innehav i Vostok Nafta: 70 000 depåbevis. Lön och ersättningar: 18 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

Per Brilioth

Verkställande direktör och ledamot

Svensk medborgare, född 1969. Medlem i styrelsen och verkställande direktör sedan 2007. Kommittéer i Vostok Nafta: investeringskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: Mellan 1994 och 2000 arbetade Per Brilioth vid fondkommissionärsfirman Hagströmer & Qviberg i Stockholm som chef för deras emerging markets-enhet och han har under flera år jobbat mycket nära den ryska aktiemarknaden. Per Brilioth har en kandidatexamen i företagsekonomi från Stockholms Universitet och en Master of Finance från London Business School. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: styrelseordförande i Black Earth Farming Ltd och Clean Tech East Holding AB, styrelseledamot i RusForest AB, Egidaco Investments PLC, Avito Holdings AB, Kontakt East Holding AB, X5 Group AB och Svenska Fotografiska museet AB. Innehav i Vostok Nafta: 700 000 optioner samt 180 000 depåbevis genom kapitalförsäkring. Lön och ersättningar: 858 TUSD. Avtal om avgångsvederlag och pension: Per Brilioth har rätt till tolv månaders full lön i händelse av uppsägning från företagets sida. Skulle han själv välja att avgå måste han iaktta sex månaders uppsägnings-tid. Per Brilioth har också en pensionsplan motsvarande ITP-standard.

Lars O Grönstedt

Ledamot

Svensk medborgare, född 1954. Medlem i styrelsen sedan 2010. Arbetslivserfarenhet och utbildning: Kandidatexamen i språk och littera-

tur från Stockholms Universitet och en MBA från Handelshögskolan i Stockholm. Lars O Grönstedt har under större delen av sin karriär varit anställd på Svenska Handelsbanken, som verkställande direktör 2001–2006 och styrelseordförande 2006–2008. För närvarande är han bland annat senior rådgivare åt Nord Stream, styrelseordförande för Nordiska Museet och ATC Industries Group, styrelseledamot i Riksgälden, MDM Bank (Moskva), IT-företaget Pro4U, Timbro samt Institutet för internationella ekonomistudier vid Stockholms Universitet. Innehav i Vostok Nafta: 1 500 depåbevis. Lön och ersättningar: 13 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

Ashley Heppenstall

Ledamot

Brittisk medborgare, född 1962. Medlem i styrelsen sedan 2010. Kommitté i Vostok Nafta: revisionskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: Examen i matematik från University of Durham. Ashley Heppenstall är verkställande direktör för Lundin Petroleum AB och har även styrelseuppdrag i Etrion Corp och Gateway Storage Company Limited. Innehav i Vostok Nafta: inget. Lön och ersättningar: 19 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

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

Styrelse, koncernledning och revisorer

Handelshögskolan i Stockholm och en jur.kand. från Stockholms Universitet. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: styrelseledamot i Talking People AB, Ture Invest AB, Maskrosen Invest AB och Ture Promotion Capital AB. Innehav i Vostok Nafta: 337 321 depåbevis. Lön och ersättningar: 17 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

William A. Rand Ledamot

Kanadensisk medborgare, född 1942. Medlem i styrelsen sedan 2007. Kommitté i Vostok Nafta: revisionskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: verkställande direktör i Rand Edgar Investment Corp. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: styrelseledamot i NGEx Resources Inc., Denison Mines Corp., Lundin Mining Corporation, Lundin Petroleum AB, New West Energy Services Inc., Pender Financial Group Corporation och Suramina Resources Inc. William A. Rand har en ekonomiexamen från McGill University, en juristexamen från Dalhousie University och en Masters in International Law från London School of Economics. Innehav i Vostok Nafta: 85 000 depåbevis. Lön och ersättningar: 21 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: 15 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

Koncernledning

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

Nadja Borisova: Ekonomichef. Svensk och rysk medborgare, född 1968. Anställd sedan 2010. Innehav i Vostok Nafta: 50 000 optioner.

Anders F. Börjesson: Bolagsjurist. Svensk medborgare, född 1971. Anställd sedan 2008. Innehav i Vostok Nafta: 2 500 depåbevis och 125 000 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 2010–31 december 2010.

Koncernstruktur

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

Per den 31 december 2010 består Vostok Nafta-koncernen ("koncernen") av ett bermudianskt moderbolag, ett helägt bermudianskt dotterbolag, fyra helägda cypriotiska dotterbolag, fyra helägda ryska dotterbolag samt ett helägt svenskt dotterbolag. Koncernens portföljförvaltning handhas av Vostok Komi (Cyprus) Limited.

Koncernens resultat

Under året var resultatet från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde över resultaträkningen 106,67 MUSD (139,83). Resultat från investeringar i intresseföretag var 20,42 MUSD (-5,30). Resultat från lånefordringar uppgick till 8,01 MUSD (7,04). Utdelningsintäkter, netto efter kupongskattkostnader, har redovisats med 9,06 MUSD (7,74).

Rörelsekostnader, netto (definierat som övriga rörelseintäkter minus rörelsekostnader) för perioden blev 5,32 MUSD (-4,99).

Finansnettot uppgick till 0,80 MUSD (-4,50).

Årets nettoresultat efter skatt blev 138,36 MUSD (139,85).

Redovisat eget kapital uppgick till 625,43 MUSD per den 31 december 2010 (31 december 2009: 487,62).

Portföljutveckling

Vostok Naftas substansvärde per aktie har under året 1 januari 2010–31 december 2010 ökat med

28,25 procent. Under samma period ökade RTS-index med 22,54 procent mätt i USD.

Under året 1 januari 2010–31 december 2010 har substansvärdet ökat från 487,62 MUSD till 625,43 MUSD.

Under året 1 januari 2010–31 december 2010 uppgick bruttoinvesteringar i finansiella tillgångar till 113,67 MUSD (2009: 90,67) och intäkter från försäljningen uppgick till 88,57 MUSD (84,80). Per den 31 december 2010 utgjordes Vostok Naftas tre största investeringar av Black Earth Farming (19,57 procent av portföljvärdet), TNK-BP Holding (19,39 procent) och RusForest (8,78 procent).

Viktigare händelser under perioden

Portföljtransaktioner

Rusforest

I november 2010 genomförde RusForest en företrädesrättsemission som tredubblade bolagets kapital. Inför företrädesrättsemissionen hade Vostok Nafta sålt 6,9 procent av aktierna i RusForest till Alecta, som blev den tredje största aktieägaren. Efter företrädesrättsemissionen uppgick Vostok Naftas ägande till 28 165 209 aktier, motsvarande ca 43 procent av det totala antalet aktier i RusForest.

Clean Tech East Holding

Clean Tech East Holding genomförde en företrädesrättsemission under 2010 som fyrdubblade bolagets kapital. Vostok Nafta deltog i ett garantikonsortium som garanterade emissionen. Efter företrädesrättsemissionen uppgick Vostok Naftas andel i bolaget till 42 procent av det totala antalet utestående aktier i Clean Tech East Holding.

Aktieinformation

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

kapital om 1 USD. I juli 2007 emitterades 46 020 900 aktier vid inlösen av samma antal teckningsoptioner i Vostok Nafta och en kontantinsats av 22 SEK per aktie.

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

Inga förändringar av aktiekapitalet skedde under 2008.

Under 2009 har Bolaget genomfört två nyemissioner. 46 020 901 nya aktier blev emitterade i en nyemission i februari 2009 och 8 949 173 aktier blev emitterade i en riktad nyemission i juni 2009. Antalet utestående aktier per den 31 december 2009 uppgick därför till 100 990 975 med ett kvotvärde av 1 USD.

Inga förändringar av aktiekapitalet skedde under 2010.

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

Styrelsearbetet

Vostok Naftas styrelse består av åtta ledamöter. Under räkenskapsåret har sju styrelsemöten avhållits och två beslut har tagits per capsulam. Ledamöterna representerar ett antal olika nationaliteter. Styrelsemöten sker på engelska. Styrelsen har tre underkommittéer: investeringskommittén, revisionskommittén och kompensationskommittén. Styrelsens och dess underkommittéers arbete och sammansättning beskrivs i detalj i företagets Bolagsstyrningsrapport.

I enlighet med beslut vid årsstämman 2010 har en nomineringskommitté inrättats som utarbetar förslag till val och arvodering av styrelseledamöter och revisorer till bolagsstämman 2011 avseende – Val av styrelseordförande

Förvaltningsberättelse

- 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 2011.

Nomineringskommittén har följande medlemmar: Ian H. Lundin, företrädare för familjen Lundin, Leif Törnvall, företrädare för Alecta, samt Anders Algotsson, företrädare för AFA Försäkring.

Riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare m.m.

Styrelsen föreslår inför bolagsstämman 2011 att de riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare som antogs vid extra bolagsstämma den 18 maj 2007, och vilka fortsatt att gälla och senast bekräftades vid årsstämman den 5 maj 2010, skall fortsätta att tillämpas. Vid den extra stämman antogs följande principer om ersättningsvillkor m.m. för bolagsledningen. Ersättning till den verkställande direktören och andra personer i bolagets ledning skall utgöras av fast lön, eventuell rörlig ersättning, övriga förmåner samt pension. Med andra personer i bolagets ledning avses medlemmar av koncernledningen, f.n. två personer utöver verkställande direktören. Den sammanlagda ersättningen skall vara marknadsmässig och konkurrenskraftig. Fast lön och rörlig ersättning skall vara relaterad till befattningshavarens ansvar och befogenheter. Den rörliga ersättningen skall i första hand hanteras inom ramen för bolagets optionsplan och i de fall annan rörlig ersättning kan utgå skall denna vara förenad med en marknadsmässig övre gräns och specificerade

resultatmål för bolaget och/eller befattningshavaren. Uppsägningstiden skall vara tre till sex månader från befattningshavarens sida. Vid uppsägning från bolaget skall summan av uppsägningstid och den tid under vilken avgångsvederlag utgår maximalt vara 12 månader. Pensionsförmåner skall vara antingen förmåns- eller avgiftsbestämda, eller en kombination därav, med individuell pensionsålder. Förmånsbestämda pensionsförmåner förutsätter intjänande under en förutbestämd anställningstid. Styrelsen skall äga rätt att frånga 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.

Anställda

Vostok Nafta hade vid räkenskapsårets slut sex personer anställda i Sverige och fyra personer anställda i Ryssland.

Förslag till vinstdisposition

Koncernens balanserade vinstmedel uppgår till 332 410 TUSD.

Styrelsen och verkställande direktören föreslår att moderbolagets balanserade vinstmedel om 214 152 TUSD, inklusive årets vinst om 19 439 TUSD, balanseras och att ingen utdelning skall ske för perioden.

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

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

Stockholm den 30 mars 2011

Lukas H. Lundin
Ordförande

Al Breach
Ledamot

Lars O Grönstedt
Ledamot

Ashley Heppenstall
Ledamot

Paul Leander-Engström
Ledamot

William A. Rand
Ledamot

Robert J. Sali
Ledamot

Per Brilioth
Ledamot och verkställande direktör

(TUSD)	Not	2010	2009
Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen			
Resultat från innehav i intresseföretag	5,16	106 665	139 835
Resultat från lånefordringar¹	8,18,19	8 005	7 043
Utdelningsintäkter	7	10 653	9 111
Övriga rörelseintäkter	9,29	415	910
Totala rörelseintäkter		146 160	151 603
Rörelsens kostnader			
Kupongskattekostnad på utdelningsintäkter	10,28,29	-5 733	-5 897
Övriga rörelsekostnader	7	-1 593	-1 367
Rörelseresultat		-1 176	-
		137 660	144 339
Finansiella intäkter och kostnader			
Ränteintäkter		16	109
Räntekostnader	23,29	-7	-1 868
Valutakursvinster/-förluster, netto		682	-2 745
Övriga finansiella intäkter		107	22
Övriga finansiella kostnader		-	-19
Totala finansiella intäkter och kostnader		798	-4 501
Resultat före skatt		138 458	139 838
Skatt	11	-98	8
Årets resultat		138 359	139 846
Resultat per aktie (USD)	12	1,37	1,40
Resultat per aktie efter utspädning (USD)	12	1,37	1,40

1. Ränta på lånefordringar som utgör en del av investeringsportföljen redovisas i resultaträkningen som Resultat från lånefordringar bland rörelsens intäkter. Övriga ränteintäkter redovisas som Ränteintäkter bland finansiella poster. Realiserade och orealiserade valutakursvinster och förluster på lånefordringar som utgör en del av investeringsportföljen redovisas i resultaträkningen som Resultat från lånefordringar bland rörelsens intäkter. Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen (inklusive noterade obligationslån) redovisas till verkligt värde. Vinst och förluster till följd av förändringar i verkligt värde avseende kategorin finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen, resultatredovisas i den period då de uppstår och ingår i resultaträkningens post "Resultat från finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen".

(TUSD)	2010	2009
Årets resultat	138 359	139 846
Årets övriga totalresultat		
Valutaomräkningsdifferenser	-882	-58
Totalt övrigt totalresultat för året	-882	-58
Totalt totalresultat för året	137 477	139 788

Totalt totalresultat för perioden är i sin helhet hänförligt till moderföretagets aktieägare.

Resultaträkningar – koncernen

Rapport över total- resultat för koncernen

(TUSD)	Not	31 dec 2010	31 dec 2009
ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR			
Materiella anläggningstillgångar			
Inventarier	13	133	226
Förvaltningsfastigheter	14	543	1 722
Totala materiella anläggningstillgångar		675	1 948
Finansiella anläggningstillgångar			
Finansiella tillgångar värderade till			
verkligt värde via resultaträkningen	15,16	401 547	301 607
Innehav i intresseföretag	15,17	199 272	148 084
Lånefordringar	18,29	4 902	22 602
Uppskjuten skatt	11	61	109
Totala finansiella anläggningstillgångar		605 783	472 402
OMSÄTTNINGSTILLGÅNGAR			
Kassa och likvida medel	21	9 448	8 935
Lånefordringar	19	9 283	3 180
Fordringar på närstående	29	–	375
Skattefordringar		186	155
Övriga kortfristiga fordringar	20	1 789	2 050
Totala omsättningstillgångar		20 706	14 695
TOTALA TILLGÅNGAR		627 164	489 045

EGET KAPITAL (inklusive årets resultat)	22	625 430	487 624
--	-----------	----------------	----------------

KORTFRISTIGA SKULDER			
Räntebärande kortfristiga skulder			
Upplåning	23	–	–
Ikke räntebärande kortfristiga skulder			
Skulder till närstående	29	200	211
Skatteskuld		504	516
Obetalda aktietransaktioner		406	–
Övriga kortfristiga skulder	24	110	61
Upplupna kostnader		513	633
Totala kortfristiga skulder		1 733	1 421
TOTALT EGET KAPITAL OCH SKULDER		627 164	489 045

(TUSD)	Aktie- kapital	Övrigt tillskjutet kapital	Övriga reserver	Balan- serat resultat	Totalt
Eget kapital per 1 januari 2009	46 021	146 884	16	54 972	247 893
Årets resultat					
1 januari 2009–31 december 2009	–	–	–	139 846	139 846
Årets övriga totalresultat:					
Valutaomräkningsdifferenser	–	–	–58	–	–58
Totalt totalresultat för året					
1 januari 2009–31 december 2009	–	–	–58	139 846	139 788

Transaktioner med aktieägare:					
Erhållet från nyemissioner, netto					
efter transaktionskostnader	54 970	44 604	–	–	99 574
Erhållet från emission av					
teckningsrätter	–	–		157	157
Personaloptionsprogram:					
– värde av anställdas tjänstgöring	–	212	–	–	212
	54 970	44 816	–	157	99 943

Eget kapital per					
31 december 2009	100 991	191 700	–42	194 975	487 624

Eget kapital per 1 januari 2010	100 991	191 700	–42	194 975	487 624
Årets resultat					
1 januari 2010–31 december 2010	–	–	–	138 359	138 359
Årets övriga totalresultat:					
Valutaomräkningsdifferenser	–	–	–882	–	–882
Totalt totalresultat för året					
1 januari 2010–31 december 2010	–	–	–882	138 359	137 477

Transaktioner med aktieägare:					
Personaloptionsprogram:					
– värde av anställdas tjänstgöring	–	329	–	–	329
	–	329	–	–	329

Eget kapital per					
31 december 2010	100 991	192 029	–924	333 334	625 430

**Balansräkningar
– koncernen**

**Förändringar i eget
kapital – koncernen**

(TUSD)	2010	2009
KASSAFLÖDE FRÅN ÅRETS VERKSAMHET		
Resultat före skatt	138 458	139 838
Justering för:		
Ränteintäkter	-16	-109
Räntekostnader	7	1 868
Valutakursvinster/-förluster	-682	2 745
Avskrivningar	1 292	174
Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	-106 665	-139 835
Resultat från innehav i intresseföretag	-20 422	5 296
Resultat från lånefordringar	-8 005	-7 043
Utdelningsintäkter	-10 653	-9 111
Övriga icke-kassaflödespåverkande poster	3	1 578
Förändringar i kortfristiga fordringar	510	8
Förändringar i kortfristiga skulder	411	-76
Kassaflöde använt i verksamheten	-5 762	-4 667
Investeringar i finansiella tillgångar	-113 672	-90 665
Försäljning av finansiella tillgångar	88 572	84 795
Ökning av lånefordringar	17 615	-2 431
Investeringar i dotterföretag	-	-51
Erhållna utdelningar	10 653	7 744
Erhållna räntor	2 003	989
Betald ränta	-7	-1 868
Betald skatt	-115	-45
Totalt kassaflöde använt i årets verksamhet	-714	-6 199
KASSAFLÖDE ANVÄNT FÖR INVESTERINGAR		
Investeringar i kontorsinventarier	-24	-2
Försäljning av kontorsinventarier	-	38
Totalt kassaflöde använt för/från investeringar	-24	36
KASSAFLÖDE FRÅN FINANSIERINGSVERKSAMHETEN		
Återbetalning av upplåning	-	-77 214
Erhållet från nyemission	-	66 201
Erhållet från försäljning av teckningsrätter	326	157
Totalt kassaflöde från/använt i finansieringsverksamheten	326	-10 856
Förändring av kassa och likvida medel	-411	-17 019
Kassa och likvida medel vid årets början	8 935	29 198
Kursdifferens i likvida medel	924	-3 244
Kassa och likvida medel vid årets slut	9 448	8 935

Kassaflödesanalys – koncernen

	2010	2009
Räntabilitet på sysselsatt kapital, % (01)	24,86	34,68
Soliditet, % (02)	99,72	99,71
Eget kapital/aktie, USD (03)	6,19	4,83
Resultat/aktie, USD (04)	1,37	1,40
Resultat/aktie efter full utspädning, USD (05)	1,37	1,40
Substansvärde/aktie, USD (06)	6,19	4,83
Vägt genomsnittligt antal aktier för året *	100 990 975	100 052 565
Vägt genomsnittligt antal aktier för året efter full utspädning	100 990 975	100 052 565
Antal aktier vid periodens slut	100 990 975	100 990 975

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

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

Finansiella nyckeltal – koncernen

(TUSD)	Not	2010	2009
Rörelsens kostnader	10	-5 004	-4 187
Nedskrivningar/Återföringar av nedskrivningar på aktier i dotterföretag	27	-	124 562
Rörelseresultat		-5 004	120 375
Finansiella intäkter och kostnader			
Ränteintäkter	29	24 453	21 431
Räntekostnader	29	-	-1 436
Valutakursvinster/-förluster, netto		-10	-1 153
Övriga finansiella kostnader		-	-2
Totala finansiella intäkter och kostnader		24 443	18 840
Årets resultat		19 439	139 215

(TUSD)	2010	2009
Årets resultat	19 439	139 215
Årets övriga totalresultat	-	-
Valutaomräkningsdifferenser	-	-
Totalt övrigt totalresultat för året	-	-
Totalt totalresultat för året	19 439	139 215

Resultaträkning – moderbolaget

Rapport över totalresultat för moderbolaget

(TUSD)	Not	31 dec 2010	31 dec 2009
ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR			
Finansiella anläggningstillgångar			
Aktier i dotterbolag	27	246 591	226 865
Lån till koncernföretag	29	261 302	261 044
Totala finansiella anläggningstillgångar		507 893	487 909
OMSÄTTNINGSTILLGÅNGAR			
Kassa och likvida medel		39	29
Fordringar på närstående		–	219
Övriga kortfristiga fordringar		183	382
Totala omsättningstillgångar		222	630
TOTALA TILLGÅNGAR		508 115	488 539
EGET KAPITAL (inklusive periodens resultat)			
	22	507 172	487 404
KORTFRISTIGA SKULDER			
Icke räntebärande kortfristiga skulder			
Skulder till koncernföretag	29	619	569
Övriga skulder	24	54	–
Upplupna kostnader		270	566
Totala kortfristiga skulder		943	1 135
TOTALT EGET KAPITAL OCH SKULDER		508 115	488 539

(TUSD)	Aktie- kapital	Övrigt tillskjutet kapital	Balanserat resultat	Totalt
Eget kapital per 1 januari 2009				
	46 021	146 884	55 341	248 246
Årets resultat				
1 januari 2009–31 december 2009	–	–	139 215	139 215
Årets övriga totalresultat				
Valutaomräkningsdifferenser	–	–	–	–
Totalt totalresultat för året				
1 januari 2009–31 december 2009	–	–	139 215	139 215
Transaktioner med aktieägare:				
Erhållet från nyemission, netto				
efter transaktionskostnader	54 970	44 604	–	99 574
Personaloptionsprogram:				
– värde på anställdas tjänstgöring	–	212	–	212
Erhållet från emission av optioner	–	–	157	157
	54 970	44 816	157	99 943
Eget kapital per 31 december 2009				
	100 991	191 700	194 713	487 404
Eget kapital per 1 januari 2010				
	100 991	191 700	194 713	487 404
Årets resultat				
1 januari 2010–31 december 2010	–	–	19 439	19 439
Årets övriga totalresultat				
Valutaomräkningsdifferenser	–	–	–	–
Totalt totalresultat för året				
1 januari 2010–31 december 2010	–	–	19 439	19 439
Transaktioner med aktieägare:				
Personaloptionsprogram:				
– värde på anställdas tjänstgöring	–	329	–	329
	–	329	–	329
Eget kapital per 31 december 2010				
	100 991	192 029	214 152	507 172

**Balansräkning
– moderbolaget**

**Förändringar i eget
kapital – moderbolaget**

Not 1 Inledning

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

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

Styrelsen har den 30 mars 2011 godkänt denna koncernredovisning för offentliggörande.

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

Not 2 Redovisningsprinciper

Grund för redovisning

Koncernräkenskaper samt moderbolagets räkenskaper har upprättats i enlighet med internationella redovisningsprinciper; International Financial Reporting Standards, IFRS per den 31 december 2010. Koncernredovisningen har upprättats enligt anskaffningsvärdemetoden justerat för omvärderingar av finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen.

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

Ändringar i redovisningsprinciper och upplysningar

(a) Nya och ändrade standarder som tillämpas av koncernen

Koncernen har tillämpat följande nya och ändrade IFRS från 1 januari 2010:

IFRIC 17, "Värdeöverföring av icke-kontanta tillgångar genom utdelning till ägare". Tolkningen är en del av IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i april 2009. Denna tolkning ger vägledning om redovisning av överenskommelser enligt vilka ett företag delar ut saktillgångar till aktieägarna. En ändring har också gjorts i IFRS 5 där det krävs att tillgångarna klassificeras som innehav för utdelning endast om de är tillgängliga för utdelning i sitt nuvarande skick och utdelningen är mycket sannolik.

IAS 27 (ändring), "Koncernredovisning och separata finansiella rapporter". Den omarbetade standarden kräver att effekterna av alla transaktioner med innehavare utan bestämmande inflytande redovisas i eget kapital om de inte medför någon ändring i det bestämmande inflytandet och dessa transaktioner ger inte längre upphov till

goodwill eller vinster och förluster. Standarden anger också att när ett moderföretag mister det bestämmande inflytandet ska eventuell kvarvarande andel omvärderas till verkligt värde och en vinst eller förlust redovisas i resultaträkningen.

IFRS 3 (omarbetad), "Rörelseförvärv". Den omarbetade standarden fortsätter att föreskriva att förvärvsmetoden tillämpas för rörelseförvärv men med några väsentliga ändringar. Exempelvis redovisas alla betalningar för att köpa en verksamhet till verkligt värde på förvärvsdagen, medan efterföljande villkorade betalningar klassificeras som skulder som därefter omvärderas via resultaträkningen. Innehav utan bestämmande inflytande i den förvärvade rörelsen kan valfritt för varje förvärv värderas antingen till verkligt värde eller till den proportionella andel av den förvärvade rörelsens nettotillgångar, som innehas av innehavare utan bestämmande inflytande. Alla transaktionskostnader avseende förvärv ska kostnadsföras.

IFRS 5 (ändring), "Anläggningstillgångar som innehas för försäljning och avvecklade verksamheter". Ändringen är en del av IASBs årliga förbättringsprojekt som publicerades i april 2009. Ändringen klargör att IFRS 5 specificerar de upplysningskrav som finns för anläggningstillgångar (eller avyttringsgrupper) som klassificerats som anläggningstillgångar som innehas för försäljning eller avvecklade verksamheter. Den klargör också att det allmänna kravet i IAS 1 fortfarande gäller, särskilt punkt 15 (att ge en rättvisande bild) och punkt 125 (källor till osäkerhet i uppskattningar).

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

IFRS 2 (ändring), "Koncernmässiga transaktioner avseende kontantavräknade aktierelaterade betalningar". Ändringen medför att IFRIC 8 "Tillämpningsområde för IFRS 2" och IFRIC 11 "IFRS 2 – Transaktioner med egna aktier, även koncerninterna" inarbetas i standarden. Den tidigare vägledningen i IFRIC 11 kompletteras dessutom beträffande klassificering av koncerninterna transaktioner, vilket inte behandlas i tolkningen.

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

Följande standarder och tolkningar av befintliga standarder har publicerats och är obligatoriska för koncernens redovisning för räkenskapsår som börjar den 1 januari 2011 eller senare, men har inte tillämpats i förtid:

IFRS 9, "Finansiella instrument" (publicerad i november 2009).

Denna standard är det första steget i processen att ersätta IAS 39, "Finansiella instrument: värdering och klassificering". IFRS 9 introducerar två nya krav för värdering och klassificering av finansiella tillgångar. Standarden är inte tillämplig förrän för räkenskapsår som börjar 1 januari 2013 men är tillgänglig för förtida tillämpning. Dock har standarden ännu inte antagits av EU. Koncernen har ännu att utvärdera den fulla inverkan av IFRS 9 på de finansiella rapporterna.

IAS 24 (omarbetad), "Upplysningar om närstående", utgiven november 2009. Den ersätter IAS 24, "Upplysningar om närstående", utgiven 2003. IAS 24 (omarbetad) ska tillämpas för räkenskapsår som börjar den 1 januari 2011 eller senare. Förtida tillämpning är tillåten såväl för hela som för viss del av standarden.

Den omarbetade standarden förtydligar och förenklar definitionen av en närstående part och tar bort kraven för ett till staten närstående företag att upplysa om detaljer för alla transaktioner med staten och andra till staten närstående företag. Koncernen kommer att tillämpa den omarbetade standarden från 1 januari 2011. När den omarbetade standarden tillämpas, kommer koncernen att behöva upplysa om transaktioner mellan koncernföretagen och koncernens intresseföretag.

IFRIC 19, "Utsläckning av finansiella skulder med eget kapital-instrument" (gäller för räkenskapsår som börjar 1 juli 2010 eller senare). Tolkningen klargör redovisningen vid omförhandling av lånevillkor så att hela eller delar av lånet återbetalas genom emitterade aktier (debt for equity swap). Aktierna ska värderas till verkligt värde och skillnaden mellan detta värde och det bokförda värdet på lånet ska redovisas i resultaträkningen. Om verkligt värde på aktierna inte kan beräknas på ett tillförlitligt sätt ska de istället beräknas så att de reflekterar det verkliga värdet på lånet. Koncernen kommer att tillämpa tolkningen från 1 januari 2011, efter ett godkännande av EU.

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 procent av rösterna, eller på annat sätt har möjlighet att utöva full kontroll över sådant bolag.

Förvärv av dotterbolag har redovisats enligt förvärvsmetoden. Förvärvsmetoden används för redovisning av koncernens förvärv av dotterföretag. Anskaffningsvärdet för ett förvärv utgörs av verkligt värde på tillgångar som lämnats som ersättning, emitterade egetkapitalinstrument och uppkomna eller övertagna skulder per överlåtelsedagen. Alla transaktionskostnader avseende förvärv kostnads-

Noter till bokslutet

förs. Identifierbara förvärvade tillgångar och övertagna skulder och eventalförpliktelser i ett rörelseförvärv värderas inledningsvis till verkliga värden på förvärvsdagen. Det överskott som utgörs av skillnaden mellan anskaffningsvärdet och det verkliga värdet på koncernens andel av identifierbara förvärvade tillgångar, skulder och eventalförpliktelser redovisas som goodwill. Ingen goodwill har redovisats i koncernbalansräkningen per 31 december 2010 respektive 31 december 2009.

Samtliga koncerninterna transaktioner har eliminerats i koncernredovisningen.

Segmentsrapportering

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

Funktionell valuta

Den funktionella valutan och rapportvalutan är - för moderbolaget, samt dess bermudianska och två cypriotiska dotterbolag (Vostok Komi (Cyprus) Limited och Dodomar Ventures Limited) - USD, vilket även är rapportvalutan för koncernen. Transaktioner i andra valutor än USD omräknas därför till USD till den valutakurs som gäller på transaktionsdagen.

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

Finansiell ställning för koncernföretag som har en annan funktionell valuta än rapportvalutan, omräknas till koncernens rapportvaluta till balansdagskurs. Intäkter och kostnader omräknas till genomsnittlig valutakurs. De valutakursdifferenser som uppstår redovisas som periodens övriga totalresultat.

Materiella anläggningstillgångar

Materiella anläggningstillgångar redovisas till anskaffningsvärde med avdrag för avskrivningar. Avskrivningar för inventarier, installationer och utrustning görs linjärt över den beräknade nyttjandeperioden på tre till fem år. Tillgångarnas restvärden och nyttjandeperiod prövas varje balansdag och justeras vid behov.

Förvaltningsfastigheter

Förvaltningsfastigheter (mark) redovisas första gången till anskaffningsvärde. Efter anskaffningstidpunkten redovisas förvaltningsfastigheter till verkligt värde baserat på marknadspriser justerade, om

det behövs, för förändringar i substans, geografiskt läge eller skick av specifik tillgång. Förändringar i verkligt värde redovisas i resultaträkningen under "Övriga rörelsekostnader".

Finansiella tillgångar

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

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. Derivat skall också klassificeras såsom innehav för handel såvida de inte är avsedda som säkringar. Tillgångar i denna kategori klassificeras som kortfristiga tillgångar om de antingen är innehav för handel eller om de förväntas bli realiserade inom 12 månader från balansdagen.

Koncernen klassificerar alla sina finansiella tillgångar som sådana som från första början hänförs till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen. Tillgångar i denna kategori klassificeras som omsättningstillgångar om de förväntas bli reglerade inom tolv månader, annars klassificeras de som anläggningstillgångar. Finansiella tillgångar är innehav i noterade och onoterade bolag.

Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen redovisas efter anskaffningstidpunkten till verkligt värde. Där- efter redovisas de löpande till verkligt värde. Vinster och förluster till följd av förändringar i verkligt värde avseende kategorin finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen, resultatredovisas i den period då de uppstår och ingår i resultaträkningens post "Resultat från finansiella tillgångar till verkligt värde via 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.

Koncernen bedömer vid varje rapportperiods slut om det finns objektiva bevis för att nedskrivningsbehov föreligger för en finansiell tillgång eller en grupp av finansiella tillgångar. En finansiell tillgång eller grupp av finansiella tillgångar har ett nedskrivningsbehov och skrivs ned endast om det finns objektiva bevis för ett nedskrivningsbehov till följd av att en eller flera händelser inträffat efter det att tillgången redovisats första gången (en "förlusthändelse") och att denna händelse (eller händelser) har en inverkan på de uppskattade framtida kassaflödena för den finansiella tillgången eller grupp av finansiella tillgångar som kan uppskattas på ett tillförlitligt sätt.

Till de kriterier som koncernen använder för att fastställa om det föreligger objektiva bevis för att nedskrivningsbehov föreligger hör: - betydande finansiella svårigheter hos emittenten eller gäldenären,

- ett avtalsbrott, såsom uteblivna eller försenade betalningar av räntor eller kapitalbelopp,
- koncernen beviljar, av ekonomiska eller juridiska skäl som sammanhänger med låntagarens ekonomiska svårigheter, en eftergift som långvivaren annars inte skulle överväga,
- det är sannolikt att låntagaren kommer att gå i konkurs eller annan finansiell rekonstruktion,
- upphörande av en aktiv marknad för tillgången i fråga på grund av finansiella svårigheter, eller
- observerbara uppgifter som tyder på att det finns en mätbar minskning av de uppskattade framtida kassaflödena från en portfölj av finansiella tillgångar sedan dessa tillgångar redovisades första gången, trots att minskningen ännu inte kan identifieras som hörande till någon av de enskilda finansiella tillgångarna i portföljen, inklusive:
 - (i) negativa förändringar i betalningsstatus för låntagare i portföljen, eller
 - (ii) inhemska eller lokala ekonomiska villkor som har koppling till uteblivna betalningar inom tillgångarna i portföljen.

Innehav i intresseföretag

Investeringar i vilka företaget har rätt att utöva ett betydande inflytande, vilket normalt är fallet då företaget äger mellan 20 procent och 50 procent, 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".

Sådan redovisning är tillåten enligt IAS 28 "Innehav i intresseföretag", som tillåter investeringar att undantas från direktivets tillämpningsområde om dessa investeringar är redovisade, vid första redovisningstillfället, till verkligt värde via resultaträkningen och redovisas i enlighet med IAS 39, med förändringar i verkligt värde redovisade i resultaträkningen i den period då förändringen skedde. Vid öknings/minskningar i intresseföretag bedömer Koncernen ett verkligt värde för hela investeringen.

Lånefordringar

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

Lånefordringar redovisas första gången till verkligt värde plus transaktionskostnader. Lånefordringar med en löptid som överstiger 12 månader redovisas därefter till upplupet anskaffningsvärde med

tillämpning av effektivräntemetoden. Ränta på lånefordringar som utgör en del av investeringsportföljen redovisas i resultaträkningen som Resultat från lånefordringar bland rörelsens intäkter. Övriga ränteintäkter redovisas som Ränteintäkter 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 på finansiella tillgångar som ingår i investeringsportföljen redovisas i resultaträkningen som "Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen", "Resultat från investeringar i intresseföretag", eller "Resultat från lånefordringar", beroende på till vilken kategori tillgången hör. Nedskrivningar av övriga finansiella tillgångar redovisas som "Övriga finansiella kostnader", bland finansiella poster.

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

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

Likvida medel

Likvida medel inkluderar kassa och banktillgodohavanden.

Aktiekapital

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

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

Upplåning

Upplåning redovisas initialt till verkligt värde, netto efter transaktionskostnader. Lån upptas kontinuerligt till det värde som ska återbetalas;

varje skillnad mellan vad som erhållits (netto efter transaktionskostnader) och det värde som ska återbetalas redovisas i resultaträkningen över låneperioden, genom användande av effektivräntemetoden.

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

Aktuell och uppskjuten skatt

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

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

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

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

Ersättningar till anställda

Pensionsåtaganden

Koncernen har avgiftsbestämda pensionsplaner enligt Koncernens pensionspolicy som speglar de svenska ITP-reglerna. Koncernen har inga ytterligare betalningsförpliktelser när avgifterna är betalda. Avgifterna redovisas som pensionskostnader när de förfaller till betalning.

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

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

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

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

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

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

Leasing

Leasing där en väsentlig del av riskerna och fördelarna med ägande

behålls av leasegivaren klassificeras som operationell leasing. Betalningar som görs under leasingtiden kostnadsförs i resultaträkningen linjärt över leasingperioden. Koncernen hyr tillgångar enligt operationella leasingavtal, vilka främst avser lokalhyror och kontorsmaskiner.

Not 3 Finansiell riskhantering Finansiella riskfaktorer

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

Riskhanteringen sköts av ledningen utifrån policyer godkända av styrelsen.

Marknadsrisk

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

Valutarisk

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

Skulle USD per den 31 december 2010 ha försvagats med 10,0 procent mot SEK med alla andra variabler oförändrade, skulle resultatet efter skatt och eget kapital ha blivit 23,36 MUSD högre (2009: +17,05 MUSD), främst som ett resultat av valutakursvinster vid omräkning av SEK-denominerade investeringar i intresseföretag. Resultatet var mer känsligt för rörelser i valutakursen SEK/USD under 2010 än under 2009, pga ökningen i värde av SEK-denominerade investeringar i intresseföretag.

Skulle USD per den 31 december 2010 ha stärkts med 15,0 procent mot RUB med alla andra variabler oförändrade, skulle resultatet efter skatt och eget kapital ha blivit 1,48 MUSD lägre (2009: -3,01 MUSD), främst som ett resultat av valutakursvinster vid omräkning av RUB-denominerade kortfristiga lånefordringar och övriga kortfristiga fordringar. Resultatet var mindre känsligt för rörelser i valutakursen RUB/USD under 2010 än under 2009, på grund av minskningen av RUB-denominerade tillgångar.

Skulle USD per den 31 december 2010 ha stärkts med 10,0 procent mot EUR med alla andra variabler oförändrade, skulle resultatet efter skatt och eget kapital ha blivit 1,85 MUSD lägre (2009: -1,83 MUSD), främst som ett resultat av valutakursvinster vid omräkning av EUR-denominerade finansiella tillgångar till verkligt värde via resultaträkningen.

Prisrisk

Koncernen exponeras för prisrisk avseende aktier på grund av placeringar som innehas av Koncernen och som i koncernens balansräk-

ning klassificeras som finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

Majoriteten av aktierna i portföljen är noterade. Givet företagets geografiska fokus på investeringar i Ryssland jämförs ofta företagets utveckling med det ryska RTS-index. Prisrisken förknippad med Vostok Naftas aktieportfölj kan illustreras med att en antagen prisökning med 20,0 procent på de aktier i Koncernens portfölj som är noterade per 31 december 2010 skulle ha påverkat resultatet efter skatt och eget kapital med uppskattningsvis 96,55 MUSD.

Ränterisk avseende verkligt värde

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

Kreditrisk

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

Inom Koncernens portföljsinvesteringsverksamhet uppstår kreditrisk genom långfristiga och kortfristiga lånefordringar. Se vidare not 18 och 19. För investeringar i lånefordringar finns inga formella restriktioner med avseende på motpartens kreditrating.

Koncernen är dessutom exponerad för kreditrisk genom likvida medel och depåer hos banker och kreditinstitut.

Likviditetsrisk

Likviditetsrisk är risken att en enhet får problem med att betala sina finansiella skulder.

Likviditetsrisk hanteras genom att Koncernen innehar tillräckligt med likvida medel och placeringar med en likvid marknad. Omkring 21 procent av Koncernens investeringsportfölj per den 31 december 2010 består av likvida tillgångar.

Nedanstående tabell analyserar koncernens finansiella skulder uppdelade efter den tid som på balansdagen återstår fram till den avtalsenliga förfallodagen. De belopp som anges i tabellen är de avtalsenliga, odiskonterade kassaflödena. Koncernen har räknat om jämförelseuppgifterna för föregående år, så som tillåts enligt tilläggen till IFRS 7 avseende upplysningar om likviditetsrisk.

Per 31 december 2010	Mindre än ett år	Mellan ett år och två år	Mellan två år och fem år	Mer än fem år
Övriga kortfristiga skulder	110	–	–	–
Per 31 december 2009	Mindre än ett år	Mellan ett år och två år	Mellan två år och fem år	Mer än fem år
Övriga kortfristiga skulder	61	–	–	–

Ränterisk avseende kassaflöden

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

Hantering av kapitalrisk

Koncernens mål avseende kapitalstrukturen är att trygga Koncernens förmåga att fortsätta sin verksamhet, så att den kan fortsätta att generera avkastning till aktieägarna. Intill 2009 var Koncernens investeringar delvis finansierade genom lån, men styrelsen har senare bestämt om en ny finanspolicy utan lån. Koncernen kommer därför fortsättningsvis att arbeta med belåning på en mycket restriktiv grund och under kortare tidsperioder.

Verksamhets- och branschrelaterade risker

Landsspecifika risker

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

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

Instabilt statsstyre, både lokalt och federalt, skulle kunna påverka investeringar negativt. Inget av OSS-länderna har ett fullt utvecklat rättssystem som är jämförbart med de i mer utvecklade länder. Befintliga lagar och bestämmelser tillämpas ibland inkonsekvent och såväl domstolsväsendets självständighet som effektivitet utgör fortfarande en betydande risk. Lagändringar har skett och kommer troligtvis att fortsätta att ske i snabb takt och det är fortfarande svårt att förutse effekten av lagstiftningsändringar och lagstiftningsbeslut för

de bolag som Vostok Nafta kommer att investera i, eller för marknadssegment som Bolaget är eller kommer att vara verksam inom. Det kan vara svårare att få upprättelse eller att tillvarata sina rättigheter i OSS-länder än i vissa andra rättsstater.

Förvärvs- och avyttringsrisk

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

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

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

Redovisningspraxis och annan information

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

Bolagsstyrningsrisk

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

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

Brister i lagstiftningen för bolagsstyrning, juridisk verkställighet och bolagsstiftning kan leda till fientliga uppköp, där minoritetsaktieägars rättigheter kan åsidosättas eller missbrukas, vilket kan komma att påverka Vostok Nafta negativt.

Beroende av nyckelpersoner

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

Investeringar i tillväxtmarknader

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

Internationella kapitalflöden

Ekonomisk oro på en tillväxtmarknad tenderar att inverka negativt även på aktiemarknaden i andra tillväxtländer eller aktiekursen på bolag verksamma i sådana länder, då investerare väljer att allokera

om sina investeringsflöden till mer stabila och utvecklade marknader. Under sådana perioder kan Bolagets aktiekurs påverkas negativt. Finansiella problem eller en ökning av upplevd risk relaterad till en tillväxtmarknad kan hämma utländska investeringar i dessa marknader och påverka landets ekonomi negativt. Vid en sådan ekonomisk nedgång kan även Bolagets verksamhet, omsättning och resultatutveckling komma att påverkas negativt.

Politisk instabilitet

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

– signifikant nedgång i BNP

– svagt banksystem med begränsad likviditetstillförsel till utländska företag

– växande svart och grå ekonomisk marknad

– hög kapitalflykt

– hög korruptionsnivå och ökad organiserad ekonomisk brottslighet

– hyperinflation

– signifikant ökning av arbetslösheten.

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

Uppskattningar av verkligt värde

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

– Noterade priser (ojusterade) på aktiva marknader för identiska tillgångar eller skulder (nivå 1).

– Andra observerbara data för tillgången eller skulder än noterade priser inkluderade i nivå 1, antingen direkt (dvs. som prisnoteringar) eller indirekt (dvs. härledda från prisnoteringar) (nivå 2).

– Data för tillgången eller skulden som inte baseras på observerbara marknadsdata (dvs. ej observerbara data) (nivå 3).

Följande tabell visar koncernens tillgångar värderade till verkligt värde per 31 december 2010.

	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Summa
Finansiella tillgångar till verkligt värde				
via resultaträkningen	356 610	–	44 938	401 547
Innehav i intresseföretag	196 766	–	2 506	199 272
Långfristiga lånefordringar	–	4 902	–	4 902
Kortfristiga lånefordringar	–	9 283	–	9 283
Summa tillgångar	553 376	14 185	47 444	615 005

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

Verkligt värde på finansiella instrument som inte handlas på en aktiv marknad fastställs med hjälp av värderingstekniker. Härvid används i så stor utsträckning som möjligt marknadsinformation då denna finns tillgänglig medan företagsspecifik information används i så liten utsträckning som möjligt. Om samtliga väsentliga indata som krävs för verkligt värde värderingen av ett instrument är observerbara återfinns instrumentet i nivå 2. I de fall ett eller flera väsentliga indata inte baseras på observerbar marknadsinformation klassificeras det berörda instrument i nivå 3.

Följande tabell visar förändringarna för instrument på nivå 3 under 2010.

	Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Innehav i intresseföretag	Summa
Ingående balans	24 007	18 293	42 300
Vinster eller förluster för perioden som redovisats i resultaträkningen under "Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen"	20 931	–	20 931
Vinster eller förluster för perioden som redovisats i resultaträkningen under "Resultat från innehav i intresseföretag"	–	1 245	1 245
Överföringar ut ur nivå 3	–	–17 032	–17 032
Utgående balans	44 938	2 506	47 444

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

Tinkoff Credit Systems (Egidaco)

Tinkoff Credit Systems värderas med hjälp av en multiplbaserad värderingsteknik. Det genomsnittliga Price/Earnings-talet (P/E) under 2011 och det genomsnittliga Price/Book-talet (P/B) under 2010 för Rysslands banker jämförs med genomsnittet av samma multiplar för andra tillväxtmarknader globalt. Detta för att finna den rabatt eller den premie som ryska banker handlas till i jämförelse med liknande banker på andra globala tillväxtmarknader. I december 2010 handlades ryska banker till ett uppskattat P/E-tal för 2011 på 9,73, vilket är en rabatt på 9,22 procent i jämförelse med globala tillväxtmarknader. Samtidigt handlas ryska banker med en premie på 15,86 procent sett till det uppskattade P/B-talet för 2010. Ett flertal snabbväxande konsumentfinansbolag med hög förväntad avkastning och exponering mot subprime-segmentet på de globala tillväxtmarknaderna identifierades. I vår referensgrupp ingår bland annat Banco Compartamos (ledande mikrofinansieringsbolag i Mexiko), Bank of Rakyat (Indonesiens tredje största bank med fokus på underpenetrerade områden och landsbygdssamhällen), African Bank (fokus på mikroutlåning till anställda och låginkomsttagare i Sydafrika), Samsung Card (en av de tre största kreditkortsföretagen i Korea), SKS Microfinance (Indisk mikrofinansiering) och flera andra liknande finansiella institut. Ur

denna referensgrupp härleddes de P/E- och P/B-baserade värdena och motsvarande rabatter eller premier tillämpades. Tinkoff Credit Systems värde om 43,43 miljoner USD beräknades som ett aritmetiskt genomsnittsvärde av de resulterande P/E- och P/B-baserade värdena. Om den genomsnittliga P/E-multiplern för globala tillväxtmarknader skulle minska med en punkt (1.00), skulle värdet av Vostok Naftas andel av Tinkoff Credit Systems totala värde minska med 5,07 procent till 41,2 miljoner USD. En ökning med en punkt skulle istället leda till en ökning av värdet av Vostok Naftas andel i TCS med 5,76 procent till 45,9 miljoner USD. Om den genomsnittliga P/B-multiplern för globala tillväxtmarknader skulle minska med 1 punkt (1.00), skulle Vostok Naftas andel av Tinkoff Credit Systems totala värde minska med 9,22 procent till 39,4 miljoner USD. En ökning med en punkt skulle istället leda till en ökning av värdet av Vostok Naftas andel i TCS med 8,98 procent till 47,3 miljoner USD. Denna känslighetsanalys är baserad på antagandet att alla andra faktorer förblir oförändrade.

Vosvik (Avito och Yellow Pages)

Vosviks största innehav, Avito (87,2 procent av Vosviks värde), värderas genom en nyligen genomförd transaktion där Northzone och Kinnevik Investment AB bidrog med totalt 185 250 000 SEK. Värdet för 100 procent av bolaget efter transaktionen uppgår till totalt 489 059 976 SEK (65 999 997 USD enligt SEK/USD 7,41). Vostok Naftas andel om 25,8 procent värderas följaktligen till cirka 17,03 miljoner USD. Efter denna transaktion baseras Avitos värdering på observerbar marknadsdata och det totala värdet om 17,03 miljoner USD är därför inte längre klassificerat som en nivå 3-investering.

Värdet för Yellow Pages (12,8 procent av Vosviks värde) uppskattas som koncernens andel av värdet av diskonterade kassaflöden enligt en DCF-modell. Eftersom innehavsperioden för investeringen bedöms bli långvarig och utan någon tydlig avyttring under förutsebar framtid, har antagits ett slutvärde baserat på en evig tillväxttakt. Uppskattningar om framtida kassaflöden baseras på ledningens senaste prognoser, vilka omfattar en prognostid om fem år. Därefter baseras slutvärdet på ett antagande om oförändrad framtida tillväxttakt för branschen. Nuvärdet beräknas genom att använda en vägd genomsnittlig kapitalkostnad som diskonteringsränta.

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

TKS Concrete

Värdet för TKS Concrete uppskattas som Vostok Naftas andel av värdet på företaget enligt en diskonterad kassaflödesmodell. Eftersom innehavet i investeringen bedöms bli långvarigt utan någon tydlig plan

för avyttring under en förutsebar framtid, har antagits ett slutvärde baserat på evig tillväxt. Uppskattningar om framtida kassaflöden baseras på Vostok Naftas uppskattningar, vilka omfattar en prognostid om sex år. Därefter baseras slutvärdet på ett antagande om oförändrad framtida tillväxttakt för branschen. Nuvärdet beräknas genom att använda en vägd genomsnittlig kapitalkostnad som diskonteringsränta.

Nyckelparametrar i värderingen innefattar fabriksanskaffningar, kapacitetsutnyttjande, priset på betong, avkastning samt diskonteringsränta. En ökning från nuvarande fyra fabriker till tolv, kombinerat med ett kapacitetsutnyttjande som ökar till 80 procent, är uppskattningar gjorda av företagsledningen och bedöms av Vostok Nafta vara rimliga. Ett genomsnittligt pris på betong om 80 USD per m³ och en genomsnittlig rörelsemarginal om 17 procent anses rimligt givet företagets framtidsutsikter. Den vägda genomsnittliga kapitalkostnaden baseras på marknadsräntor för ukrainska obligationer och företagsbelåning samt på företagsspecifika riskpremier.

Viktiga uppskattningar och antaganden för redovisningsändamål

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

Verkligt värde på onoterade finansiella tillgångar

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

Not 4 Allmänt

Inregistrering och legal struktur

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

Per den 31 december 2010 består Vostok Nafta-koncernen (Koncernen) av ett bermudianskt moderbolag, Vostok Nafta Investment Limited, ett helägt bermudianskt dotterbolag (Vostok Holding Limited), fyra helägda cypriotiska dotterbolag (Vostok Komi (Cyprus) Limited, Dodomar Ventures Limited, Prelime Holdings Limited) samt Freemosa Holdings Limited, ett helägt svenskt dotterbolag (Vostok

Nafta Sverige AB) samt fyra helägda ryska dotterbolag (OAO Resurs-Invest, OOO Resursniye Investitsii, ZAO Baikal Energy samt OOO Volga – Nash Dom).

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

Not 5

Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen

	Koncernen 2010	Koncernen 2009
Intäkter från försäljning av finansiella tillgångar värderade till verkligt värde		
via resultaträkningen	85 845	84 795
Bokfört värde av sålda finansiella tillgångar värderade till verkligt värde		
via resultaträkningen	-92 017	-126 818
Förändring i verkligt värde av kvarvarande finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	112 837	181 858
Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	106 665	139 835

Under 2009 och 2010 utgörs resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen av resultat från förändringar i verkligt värde på sådana finansiella tillgångar som från första början hänförts till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

Not 6

Resultat från innehav i intresseföretag

	Koncernen 2010	Koncernen 2009
Intäkter från försäljning av investeringar		
i intresseföretag	2 727	–
Bokfört värde av sålda investeringar		
i intresseföretag	-7 640	–
Förändring i verkligt värde av kvarvarande innehav i intresseföretag	25 335	-5 296
Resultat från innehav i intresseföretag	20 422	-5 296

Under 2009 och 2010 utgörs resultat från innehav i intresseföretag av

resultat från förändringar i verkligt värde på sådana finansiella tillgångar som från första början hänförts till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

Not 7

Utdelningsintäkter

	Koncernen 2010	Koncernen 2009
Utdelningsintäkter, som redovisats i resultaträkningen	10 653	9 111
Varav obetalda per balansdagen	–	–
Innehållen skatt på utdelningar	-1 593	-1 367
Netto erhållna utdelningar, efter skatt från årets redovisade utdelningar	9 060	7 744

Not 8

Resultat från lånefordringar

	Koncernen 2010	Koncernen 2009
Ränteintäkter	8 835	6 507
Nedskrivningar	–	-8
Valutakursvinster/-förluster	-830	544
Totalt	8 005	7 043

Not 9

Övriga rörelseintäkter

	Koncernen 2010	Koncernen 2009
Kostnadsersättningar (se även not 29)	99	498
Hyresintäkter (se även not 29)	88	178
Övrigt	228	234
Totalt	415	910

Not 10

Administrativa kostnader fördelade på kostnadsslag

	Koncernen 2010	Koncernen 2009	Moderbolaget 2010	Moderbolaget 2009
Kostnader för ersättningar till anställda (not 28)	2 806	3 090	271	715
Avskrivningar och nedskrivningar på inventarier	117	174	–	–
Förändringar i verkligt värde, förvaltningsfastigheter	1 176	–201	–	–
Kostnader för operativ leasing	363	441	–9	107
Övriga administrativa kostnader	1 271	2 393	4 743	3 364
Totala administrativa kostnader	5 733	5 897	5 004	4 187

Operationella leasingavgifter uppgående till 363 TUSD (2009: 441) avseende hyra av kontorslokaler i Stockholm, Moskva och London har redovisats i resultaträkningen.

Not 11

Skatt

Bolagsskatt – allmänt

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

Till och med den 31 december 2008 är Koncernens cypriotiska enheter föremål för cypriotisk inkomstskatt om 10 procent. Under vissa förutsättningar kan ränta bli föremål för ytterligare beskattning om 10 procent (Special Defence Contribution-skatt). I sådana fall undantas 50 procent av samma ränta från beskattning så att den effektiva skattesatsen blir ca 15 procent.

Från och med den 1 januari 2009 under vissa förutsättningar undantas ränta från inkomstskatt och beskattas bara för Special Defence Contribution-skatt om 10 procent.

I vissa fall kan dock erhållna utdelningar från utlandet bli föremål för skatt (Special Defence Contribution-skatt) om 15 procent.

Varje slag av intäkter från innehav av kvalificerade värdepapper är undantagna från bolagsskatt i Cypern.

Det ryska dotterbolagets vinster under 2010 är föremål för rysk inkomstskatt om 20 procent (2009: 20 procent).

Under 2010 är det svenska dotterbolagets vinster föremål för svensk inkomstskatt om 26,3 procent (2009: 26,3 procent).

Skattekostnader

	Koncernen 2010	Koncernen 2009
Aktuell skatt	–52	–20
Uppskjuten skatt	–47	28
Special Defence Contribution-skatt	–	–
Skatt på årets resultat	–98	8

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:

	Koncernen 2010	Koncernen 2009
Resultat före skatt	138 458	139 838
Inkomstskatt beräknad enligt nationella skattesatser gällande för resultat i respektive land	11 492	10 837
<i>Skatteeffekter av:</i>		
– Ej skattepliktiga intäkter	–24 245	–19 024
– Ej avdragsgilla kostnader	12 630	8 168
– Underskottsavdrag	–292	–
– Justering föregående års skatt	–27	–
– Ej utnyttjade underskottsavdrag	539	27
Skattekostnad	98	8

Uppskjuten skatt

	Koncernen 31 dec 2010	Koncernen 31 dec 2009
Uppskjuten skattefordran avseende		
– skattemässiga förlustavdrag	61	109
Uppskjuten skatteskuld avseende		
– obeskattade reserver	–	–
Totalt	61	109

Bruttoförändringen avseende uppskjutna inkomstskatter är enligt följande:

	Koncernen 2010	Koncernen 2009
Vid årets början	109	–5
Förvärvat uppskjuten skattefordran	–	85
Redovisning i resultaträkningen	–47	28
Valutakursdifferenser	–1	1
Vid årets slut	61	109

Uppskjuten inkomstskatt har redovisats för skattemässiga underskottsavdrag i den utsträckning det är sannolikt att de underskottsavdragen kan utnyttjas mot framtida vinster. Koncernen har per den 31 december 2010 inte redovisat uppskjutna skattefordringar med ett belopp om 0,64 MUSD (2009: 2,69) hänförliga till underskott uppgående till 6,40 MUSD (2009: 15,74) som kan utnyttjas mot framtida skattemässiga vinster utan någon tidsbegränsning.

Not 12 Resultat per aktie

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

För räkenskapsåret 2009 har det vägda genomsnittliga antalet aktier påverkats av två nyemissioner som genomförts under året. Den 6 februari 2009 slutfördes en preferensemission, i vilken 46 020 901 aktier emitterades för en köpeskilling om 12 SEK styck, och den 25 juni 2009 slutfördes en riktad nyemission, i vilken 8 949 173 nya aktier emitterades för en köpeskilling om 3,84 USD styck, vilken betalades i form av apportionering av aktier i noterade bolag vars huvudsakliga verksamhet bedrivs i Ryssland och f.d. Sovjetunionen. Per den 31 december 2010 var det ojusterade vägda genomsnittliga antalet utestående aktier under året 100 990 975 (2009: 92 136 970).

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

	2009
Verkligt värde av utestående aktier omedelbart före utnyttjande av teckningsrätterna i emissionen:	782 355 317 SEK
Belopp som erhållits vid utnyttjandet av teckningsrätterna:	552 250 812 SEK
Antalet utestående aktier efter emissionen:	92 041 802
Teoretiskt värde på aktien exklusive teckningsrätten:	14,50 SEK
Verkligt värde på samliga aktier innan teckningsrätten avskiljts:	17,00 SEK
Justeringsfaktor:	1,172

Resultat per aktie efter utspädning beräknas genom att dividera nettoresultatet för räkenskapsåret med det vägda genomsnittligt utestående antalet stamaktier som hade varit utestående vid ett antaget utnyttjande av personaloptioner med en utspädningseffekt. För beräkning av resultat per aktie efter utspädning justeras det vägda genomsnittliga antalet utestående stamaktier för utspädningseffekten av samtliga potentiella stamaktier. Bolagets enda kategori av potentiella stamaktier är aktieoptioner. För dessa görs en beräkning av det antal aktier som kunde ha köpts till ett verkligt värde (beräknat som årets genomsnittliga marknadspris för Bolagets aktier), för ett belopp motsvarande det monetära värdet av de teckningsoptioner som är knutna till utestående aktieoptioner. Det antal aktier som beräknas enligt ovan jämförs med det antal aktier som skulle ha utfärdats under antagande att aktieoptionerna utnyttjas.

	2010	2009
Årets nettoresultat, TUSD	138 359	139 846
Genomsnittligt antal utestående stamaktier	100 990 975	100 052 565
Resultat per aktie före utspädning	1,37	1,40
Justering för utspädning till följd av utfärdade personaloptioner	–	–
Genomsnittligt antal utestående stamaktier med hänsyn tagen till utspädning	100 990 975	100 052 565
Resultat per aktie efter utspädning	1,37	1,40

Not 13 Inventarier

Koncernen	
Per den 1 januari 2009	
Anskaffningsvärde eller omvärderat belopp	873
Ackumulerade avskrivningar	-363
Redovisat värde	510
Räkenskapsåret 2009	
Ingående redovisat värde	510
Anskaffningar (Inventarier)	2
Anskaffningar (Förvaltningsfastigheter)	1 520
Överfört till Förvaltningsfastigheter	-1 520
Avyttringar	-32
Nedskrivningar	-30
Avskrivningar	-144
Valutakursdifferenser	-80
Utgående redovisat värde	226
Per den 31 december 2009	
Anskaffningsvärde eller omvärderat belopp	640
Ackumulerade avskrivningar	-414
Redovisat värde	226
Räkenskapsåret 2010	
Ingående redovisat värde	226
Anskaffningar	27
Avyttringar	-1
Avskrivningar	-117
Valutakursdifferenser	-3
Utgående redovisat värde	132
Per den 31 december 2010	
Anskaffningsvärde eller omvärderat belopp	692
Ackumulerade avskrivningar	-560
Redovisat värde	133

Bland rörelsekostnader i koncernens resultaträkning har avskrivningar redovisats med -117 TUSD (2009: -174) (se not 10).

Not 14 Förvaltningsfastigheter

Koncernen	2010	2009
Per den 31 december		
Vid årets början	1 722	-
Omklassificeringar från Inventarier	-	1 520
Förändringar i verkligt värde	-1 176	201
Valutakursdifferenser	-3	1
Vid årets slut	543	1,722

Förändringar i verkligt värde har redovisats med -1 176 TUSD (201) under rörelsekostnader i Koncernens resultaträkning (se not 10).

Not 15 Finansiella instrument per kategori

Redovisningsprinciperna för finansiella instrument har tillämpats för nedanstående poster:

31 december 2010 – Koncernen

Tillgångar i balansräkningen	Lånefordringar	Tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Totalt
Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen			
Innehav i intresseföretag	-	401 547	401 547
Lånefordringar	4 902	-	4 902
Likvida medel	9 448	-	9 448
Totalt	14 350	600 820	615 169

31 december 2009 – Koncernen

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

Not 16 Långfristiga finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen

	Koncernen 31 dec 2010	Koncernen 31 dec 2009
Vid årets början	301 607	134 181
Anskaffningar	80 125	115 063
Omklassificeringar	–	–2 677
Avyttringar	–92 017	–126 818
Förändring i verkligt värde	111 832	181 858
Vid årets slut	401 547	301 607

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

- Egidaco Investments PLC (Tinkoff Credit Systems) är onoterat och verkligt värde per 31 december 2010 har uppskattats med användande av en avyttringsmultipl, eftersom avsikten att sälja företaget till en strategisk köpare inom tre till fem år är uttalad av företagets majoritetsägare. För ytterligare information, se not 3 – Uppskattningar av verkligt värde.
- TKS Concrete. Företaget är onoterat och verkligt värde per 31 december 2010 har uppskattats genom användande av en diskonterad kassaflödesmodell. För ytterligare information, se not 3 – Uppskattningar av verkligt värde.

Värdepapper/ företagsnamn	Innehav, antal aktier, 31 dec 2010	Verkligt värde (USD), 31 dec 2010	Ägarandel, % av utestående aktier	Innehav, antal aktier, 31 dec 2009	Verkligt värde (USD), 31 dec 2009	Ägarandel, % av utestående aktier
Koncernen						
Agrowill Group	1 765 000	607 279	2,47%	1 765 000	0	6,75%
Alrosa	1 261	18 158 400	0,46%	1 159	7 243 750	0,42%
Bekabadcement	3 654	657 720	6,53%	3 000	450 000	5,36%
Caspian Services	5 364 850	643 782	10,27%	5 364 850	3 165 262	10,48%
Custos AB	–	–	–	547 000	2 292 920	13,68%
Dakor	272 106	2 880 704	4,76%	272 106	3 007 078	4,76%
Egidaco 18% 2011	–	–	–	5 000 000	6 073 821	–
Egidaco Investments PLC						
(Tinkoff Credit Systems), aktier	1 073 174	43 430 866	17,08%	885 934	17 697 000	15,00%
Egidaco Investments PLC						
(Tinkoff Credit Systems), teckningsrätter	–	–	–	–	2 510 000	2,00%
Tinkoff Credit Systems Bank						
Fortress Minerals Corp	300 000	1 277 681	2,02%	6 000 000	2 335 519	0,48%
Gaisky GOK	31 434	12 259 260	5,09%	31 274	8 131 240	5,06%
Gazprom Neft ADR	–	–	–	189 300	5 300 400	0,02%
Gornozavodsk Cement	39 000	9 750 000	5,03%	39 000	5 460 000	5,03%
Kamkabel	1 600 000	160 000	4,12%	1 600 000	128 000	4,12%

Värdepapper/ företagsnamn	Innehav, antal aktier, 31 dec 2010	Verkligt värde (USD), 31 dec 2010	Ägarandel, % av utestående aktier	Innehav, antal aktier, 31 dec 2009	Verkligt värde (USD), 31 dec 2009	Ägarandel, % av utestående aktier
Kherson Oil Refinery	5 789 903	7 261	4,40%	5 789 903	7 196	4,40%
Kuzbass Fuel Company	3 500 000	24 045 000	3,53%	50 000	20 000 000	2,96%
Kuzbassrazrezugol	133 752 681	51 494 782	2,18%	133 752 681	49 488 492	2,18%
Kyrgyzenergo	2 618 241	168 688	0,27%	2 618 241	168 688	0,27%
Lukoil ADR	–	–	–	258 000	14 757 600	0,03%
Novoil stam	1 470 000	1 389 150	0,19%	1 620 000	1 425 600	0,20%
Novoil pref	–	–	–	1 122 705	366 002	1,42%
Podolsky Cement	85 332	53 503	0,01%	85 332	106 058	0,01%
Poltava GOK	3 104 498	16 231 882	1,63%	3 154 498	10 218 589	1,65%
Priargunsky Ind stam	106 242	24 329 418	5,82%	98 242	19 157 190	5,62%
Priargunsky Ind pref	11 709	1 276 281	0,52%	11 709	1 077 228	2,82%
RusHydro ADR	1 459 734	7 955 550	0,05%	4 678 734	17 919 551	0,17%
RusHydro lokala aktier	34 821 499	1 862 950	0,01%	–	–	–
Shalkiya Zinc GDR	1 442 400	158 664	2,55%	1 442 400	57 696	2,55%
Sibirsky Cement	–	–	–	322 767	5 971 190	1,06%
Steppe Cement Ltd	11 804 303	9 293 340	6,59%	10 156 113	10 180 650	6,59%
Surgutneftegaz pref	–	–	–	785 000	3 728 750	0,10%
TKS Concrete	375	1 506 750	10,00%	187	1 506 750	10,00%
TKS Real Estate						
(Waymore Holding)	623 800	990 597	5,54%	623 800	894 124	6,93%
TNK-BP Holding stam	16 502 237	43 730 928	0,11%	–	–	–
TNK-BP Holding pref	30 953 600	75 526 784	6,88%	27 096 616	40 644 924	6,02%
Transneft pref	19 730	24 330 215	1,27%	19 730	15 389 400	1,27%
Tuimazy Concrete Mixers	1 215 000	5 224 500	14,78%	1 215 000	7 290 000	14,78%
Ufa Refinery	10 300 000	14 729 000	1,89%	10 300 000	9 270 000	1,89%
Ufaneftekhim	1 165 000	5 300 750	0,42%	1 715 000	5 102 125	0,62%
Ufaorgsintez	–	–	–	670 000	2 378 500	0,69%
Varyaganeftgas pref	108 500	2 115 750	0,45%	41 500	705 500	0,17%
Summa långfristiga finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen						
		401 547 435			301 606 793	

Noter till bokslutet

Not 17 Innehav i intresseföretag

	Koncernen 31 dec 2010	Koncernen 31 dec 2009
Vid årets början	148 084	115 296
Anskaffningar	33 547	8 974
Omklassificeringar	–	29 110
Avyttringar	–7 694	–
Förändring i verkligt värde	25 335	–5 296
Vid årets slut	199 272	148 084

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

Clean Tech East Holding genomförde en företrädesrättsemission om 81 miljoner SEK i juni 2010. Efter företrädesrättsemissionen ökade Vostok Naftas andel i bolaget till 42,8 procent av aktierna till följd av dess deltagande i ett garantikonsortium.

Under fjärde kvartalet 2010 genomförde RusForest en företrädesrättsemission som övertecknades med 46 procent. Företrädesrättsemissionen försåg bolaget med ca 437 miljoner SEK före emissionskostnader. Vostok Nafta tecknade sin andel i företrädesrättsemissionen och bidrog därmed med ca 187,8 miljoner SEK. I syfte att erhålla en mer balanserad ägarbild sålde Vostok Nafta före företrädesrättsemissionen 1 500 000 aktier till Alecia, vilket motsvarade 6,9 procent av utestående aktier. Vostok Nafta är alltså RusForests största aktieägare, med 43 procent av aktierna.

Namn	Innehav, antal aktier	Andel i %	Verkligt värde	Intäkter 1 jan 2010- 31 dec 2010	Vinst/förlust 1 jan 2010- 31 dec 2010	Tillgångar 31 dec 2010	Skulder 31 dec 2010
2010							
Black Earth Farming Ltd	30 888 704	24.8	120 331	46 922	–42 466	366 125	120 638
Clean Tech East Holding AB, aktier	284 856 095	42.8	6 281	74,3 MSEK	–75,2 MSEK	164,5 MSEK	104,4 MSEK
Clean Tech East Holding AB, optioner	121 300 900		178				
Vosvik AB (Avito och Kontakt East)	50 000	50.0	19 538	n/a	n/a	n/a	n/a
RusForest AB, aktier	28 165 209	43.0	52 997	300,8 MSEK	–130,2 MSEK	1 151,3 MSEK	172,2 MSEK
RusForest, utställda köpoptioner			–54				
Summa			199 272				

Namn	Innehav, antal aktier	Andel i %	Verkligt värde	Intäkter 1 jan 2010- 31 dec 2010	Vinst/förlust 1 jan 2010- 31 dec 2010	Tillgångar 31 dec 2010	Skulder 31 dec 2010
2009							
Black Earth Farming Ltd	30 888 704	24.8	97 973	79 180	–44 613	365 350	76 238
Clean Tech East Holding AB, aktier	42 254 295	31.3	3 367	51,8 MSEK	–39,7 MSEK	167,0 MSEK	107,6 MSEK
Clean Tech East Holding AB, utställda köpoptioner	–4 000 000		–139				
Vosvik AB (Kontakt East)	50 000	50.0	18 432	64,3 MSEK	–133,5 MSEK	232,3 MSEK	23,1 MSEK
RusForest AB	10 888 403	49.9	28 450	207,5 MSEK	117,7 MSEK	955,0 MSEK	246,0 MSEK
Summa			148 084				

Not 18 Långfristiga lånefordringar

	Koncernen 31 dec 2010	Koncernen 31 dec 2009
Vid årets början	22 602	17 384
Tillskott	–	1 157
Ränteintäkter	3 073	5 323
Omklassificeringar	–20 240	–1 465
Valutakursdifferenser	–533	203
Vid årets slut	4 902	22 602

Motpart	Kreditbetyg, 31 dec 2010	Nominellt värde, 31 dec 2010	Nominellt värde, 31 dec 2009	Bokfört värde, 31 dec 2010	Bokfört värde, 31 dec 2009	Räntevillkor	Löptid
Clean Tech East Holding AB	–	3 606	–	3 633	–	10%	mar 2012
Tinkoff Credit Systems Bank	–	–	21 125	–	21 389	24,5%/26,5%/	jun 2011
						18,5%	
RusForest (Cyprus)	–	1 078	1 003	1 068	996	8%	jan 2012/mar 2013
Lån till personal	–	1 250	1 250	200	200	7%	–
Övriga	–	–	17	–	17		
Summa		5 934	23 395	4 902	22 602		

Under året blev villkoren för lånefordran till Clean Tech East Holding AB om 10 MSEK ändrade, så att lånets förfallodatum bestämdes till mars 2012. Lånet omklassificerades från kortfristiga till långfristiga lånefordringar.

Under året omklassificerades lånefordran till Tinkoff Credit Systems Bank (TCS) från långfristiga till kortfristiga lånefordringar med förfallodatum den 26 juni 2011.

I juli 2009 förvärvade Vostok Holding Ltd från Vostok Gas Ltd samtliga långgivarens rättigheter enligt två räntebärande lån utan säkerhet till anställda inom Vostok Nafta-koncernen för en sammanlagd köpeskilling om 200 000 USD. Per den 31 december 2010 uppgick de utestående lånen till ett nominellt värde om 1 250 TUSD.

Bokfört värde motsvarar verkligt värde.

Den maximala exponeringen för kreditrisk per balansdagen är det redovisade värdet för varje kategori fordringar som nämns ovan.

Not 19 Kortfristiga lånefordringar

	Koncernen 31 dec 2010	Koncernen 31 dec 2009
Vid årets början	3 180	27 847
Tillskott	12 838	1 292
Återbetalningar	–30 437	–
Omklassificeringar	21 576	–26 595
Ränteintäkter	2 422	326
Nedskrivningar	–	–8
Valutakursdifferenser	–296	319
Vid årets slut	9 283	3 180

Motpart	Kreditbetyg, 31 dec 2010	Nominellt värde, 31 dec 2010	Nominellt värde, 31 dec 2009	Bokfört värde, 31 dec 2010	Bokfört värde, 31 dec 2009	Räntevillkor	Löptid
Clean Tech East Holding AB	–	–	3 153	–	3 153	18%	mar 2012
Tinkoff Credit Systems Bank	–	9 267	–	9 267	–		jun 2011
Övriga kortfristiga lånefordringar	–	17	27	17	27		
Summa		9 283	3 180	9 283	3 180		

Under året blev villkoren för lånefordran till Tinkoff Credit Systems Bank (TCS) ändrade, så att månadsbetalningar görs från september 2010 intill lånets förfallodatum, vilket bestämdes till den 26 juni 2011. Lånet löper med 18,5 procent ränta från första betalningen den 2 september 2010. Ränteintäkter på lånet redovisas i resultaträkningen över lånets löptid genom användande av den effektiva räntemetoden. Under 2010 har ränteintäkter avseende lånet till TCS redovisats till ett belopp av 4 700 TUSD (2009: 5 267).

Under året blev villkoren för lånefordran till Clean Tech East Holding AB om 10 MSEK ändrade, så att lånets förfallodatum bestämdes till mars 2012. Lånet omklassificerades från kortfristiga till långfristiga lånefordringar.

Bokfört värde motsvarar verkligt värde.

Den maximala exponeringen för kreditrisk per balansdagen är det redovisade värdet för varje kategori fordringar som nämns ovan.

Not 20 Övriga kortfristiga fordringar

	Koncernen 31 dec 2010	Koncernen 31 dec 2009	Moder- bolaget 31 dec 2010	Moder- bolaget 31 dec 2009
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1 750	1 350	183	73
Övriga fordringar	39	700	–	309
Totalt	1 789	2 050	183	382

Not 21 Likvida medel

I likvida medel i balansräkningen och kassaflödesanalysen ingår följande:

	Koncernen 31 dec 2010	Koncernen 31 dec 2009
Likvida medel	9 448	8 935
Totalt	9 448	8 935

Not 22 Aktiekapital och bundna reserver

Koncernen och Moderbolaget	Antal aktier	Aktie- kapital	Övrigt tillskjutet kapital
Per den 1 januari 2009	46 020 901	46 021	146 884
Nyemission, februari 2009	46 020 901	46 021	20 180
Riktad nyemission, juni 2009	8 949 173	8 949	24 424
Personaloptionsprogram: – värde på anställdas tjänstgöring	–	–	212
Per den 31 december 2009	100 990 975	100 991	191 700
Personaloptionsprogram: – värde på anställdas tjänstgöring	–	–	329
Per den 31 december 2010	100 990 975	100 991	192 029

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

I juni 2009 genomförde Bolaget en riktad nyemission, i vilken 8 949 173 aktier emitterades för en likvid om 3,84 USD styck, mot betalning i form av apport av aktier i noterade bolag vars huvudsak-

liga verksamhet bedrivs i Ryssland och f.d. Sovjetunionen. Netto efter transaktionskostnader erhöles 33 373 TUSD i nyemissionen.

En extra bolagsstämma som avhölls den 25 juni 2009 beslutade om en ökning av det beviljade aktiekapitalet i Bolaget från 100 000 000 USD till 110 000 000 USD. Per den 31 december 2010 uppgick antalet utestående aktier till 100 990 975, med ett kvotvärde om 1 USD, vilka samtliga är till fullo betalda. Övrigt tillskjutet kapital består av skillnaden mellan erhållet nettobelopp vid nyemissioner av aktier och samma aktiers nominella belopp. Varje stamaktie har en röst.

Det finns för närvarande 985 000 (2009: 1 533 920) aktier tillgängliga genom utestående personaloptioner. Var och en berättigar till teckning av en ny aktie i Vostok Nafta Investment Ltd. För mer information avseende personaloptionerna se not 28.

Not 23 Upplåning

Under perioden har samtliga banklån, obligationslån och andra lån blivit till fullo återbetalda. Räntekostnader avseende den återbetalda upplåningen uppgick under 2009 till ett belopp om 1 857 TUSD. Bolaget hade inga lån under 2010.

Not 24 Övriga kortfristiga skulder

	Koncernen 31 dec 2010	Koncernen 31 dec 2009	Moder- bolaget 31 dec 2010	Moder- bolaget 31 dec 2009
Övriga kortfristiga skulder	110	61	54	–
Totalt	110	61	54	–

Not 25 Finansiella garantier

I augusti 2010 gav Clean Tech East Holding AB ut ett obligationslån om upp till 40 MSEK med slutdatum i februari 2012 och en årlig ränta 8 procent. Vostok Nafta ingick en borgensförbindelse avseende Clean Tech East Holding ABs förpliktelser enligt obligationslånet. Som ersättning för borgensförbindelsen skall Clean Tech East Holding AB betala till Vostok Nafta ett belopp om tre procent av det sammanlagda emitterade beloppet. Den sammanlagda ersättningen uppgår till 1,2 MSEK, av vilken en tredjedel, eller 0,4 MSEK, betalades till Vostok Nafta under 2010.

I maj 2010 ingick Vostok Komi (Cyprus) Limited jämte ytterligare ett antal befintliga och prospektiva aktieägare en teckningsgarantiförbindelse i samband med en företrädesrättsemission i Clean Tech East Holding AB. I företrädesrättsemissionen berättigade varje

befintlig aktie i Clean Tech East Holding AB dess ägare att teckna en s.k. unit bestående av fyra nyemitterade aktier och två teckningsoptioner med rätt att teckna ytterligare aktier vid ett bestämt pris under 2011. Teckningsgaranterna åtog sig att teckna aktier som annars inte tecknades i företrädesrättsemissionen. Vostok Komi (Cyprus) Limiteds sammanlagda åtagande enligt teckningsförbindelse uppgick till 15,6 MSEK. Som ersättning för garantin betalade Clean Tech East Holding ett belopp om fem procent av det garanterade beloppet, som för Vostok Komi (Cyprus) Limiteds del uppgick till 778 TSEK. Vostok Komi (Cyprus) Limited förvärvade 18 396 156 units utöver sin pro-rata andel i företrädesrättsemissionen, till en total köpeskilling om 11 MSEK.

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

Not 26 Ställda panter

Per den 31 december 2008 var panter ställda som säkerhet för banklån om 50,0 MUSD. De ställda panterna utgjordes av aktieinnehavet i Vosvik AB, samt alla tillgångar som hölls i depå hos Deutsche Bank och HQ Bank. Under 2009 har Koncernen återbetalat utestående bankupplåning, varefter de pantsatta tillgångarna återlämnats till Koncernen.

Varken Koncernen eller Bolaget hade några ansvarsförbindelser per den 31 december 2010, eller per den 31 december 2009.

Not 27 Aktier i dotterbolag

Moderbolaget	Land	Antal aktier	Andel av kapital och röster, %	Bokfört värde 31 dec 2010, TUSD	Bokfört värde 31 dec 2009, TUSD
Vostok Komi (Cyprus) Limited	Cypern	150 000	100	226 805	226 805
Vostok Holding Ltd	Bermuda	10 000	100	19 786	60
Övriga dotterbolag i koncernen					
Vostok Nafta Sverige AB	Sverige	1 000	100		
Dodomar Ventures Limited	Cypern	2 000	100		
Premline Holdings Limited	Cypern	1 000	100		
Freemosa Holdings Limited	Cypern	2 000	100		
OOO Volga – Nash Dom	Ryssland	N/A	100		
ZAO Baikal Energy	Ryssland	20 000*	100		
OAQ Resurs-Invest	Ryssland	11 544	100		
OOO Resursniye Investitsii	Ryssland	N/A	100		
Totalt				246 591	226 865

* 15 000 stamaktier, 5 000 preferensaktier

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

Under året har Vostok Nafta Investment Ltd lämnat ett ovillkorat aktieägartillskott om 19,73 MUSD till Vostok Holding Ltd.

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

Under året har Bolaget återfört nedskrivningar av aktierna i dotterföretaget Vostok Komi (Cyprus) Limited på 124,56 MUSD.

Not 28 Kostnader för ersättningar till anställda

	Koncernen 2010	Koncernen 2009	Moderbolaget 2010	Moderbolaget 2009
Löner	2 003	2 373	262	477
Sociala kostnader	553	355	6	21
Aktiebaserade				
ersättningar	3	212	3	212
Pensionskostnader	236	126	–	–
Övriga ersättningar	11	24	–	5
Kostnader för ersättningar till anställda, totalt	2 806	3 090	271	715

	Koncernen 2010	Koncernen 2009	Moderbolaget 2010	Moderbolaget 2009
Löner och ersättningar till ledande befattningshavare och styrelsen för moderbolaget och dess dotterbolag				
Löner til övriga anställda	1 495	1 505	242	549
Löner och ersättningar, totalt	758	1 230	23	146
totalt	2 253	2 735	265	695

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 13 (16), varav 5 var män (9). Medelantalet ledande befattningshavare uppgår till 3 (4).

Koncernen, 2010	Grundlön/ styrelsearvode	Rörlig ersättning	Övriga förmåner	Pensions- kostnader	Aktiebaserade ersättningar	Övriga ersättningar	Summa
Lukas H. Lundin	29	–	–	–	–	111*	139
Al Breach	18	–	–	–	–	–	18
Lars O Grönstedt	13	–	–	–	–	–	13
Ashley Heppenstall	19	–	–	–	–	–	19
Paul Leander-Engström	17	–	–	–	–	–	17
William A. Rand	21	–	–	–	–	–	21
Robert J. Sali	15	–	–	–	–	–	15
Per Brilioth	498	283	–	77	–	–	858
Övriga ledande befattningshavare och styrelseledamöter i dotterbolag	268	71	–	57	–	–	395
Summa	897	354	–	133	–	111	1 495

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

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

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

Moderbolaget, 2010	Grundlön/ styrelsearvode	Rörlig ersättning	Övriga förmåner	Pensions- kostnader	Aktiebaserade ersättningar	Övriga ersättningar	Summa
Lukas H. Lundin	29	–	–	–	–	111*	139
Al Breach	18	–	–	–	–	–	18
Lars O Grönstedt	13	–	–	–	–	–	13
Ashley Heppenstall	19	–	–	–	–	–	19
Paul Leander-Engström	17	–	–	–	–	–	17
William A. Rand	21	–	–	–	–	–	21
Robert J. Sali	15	–	–	–	–	–	15
Per Brilioth	–	–	–	–	–	–	–
Övriga ledande befattningshavare och styrelseledamöter i dotterbolag	–	–	–	–	–	–	–
Summa	131	–	–	–	–	111	242

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

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

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

- Under året uppgick angångsvederlag till 104 TUSD
- Den verkställande direktören har en avgiftsbestämd plan enligt svensk ITP-standard. Koncernen har inga ytterligare betalningsförpliktelser när avgifterna är betalda. Avgifterna redovisas som personal pensionskostnader när de förfaller till betalning. Pensionen är ej knuten till verkställande direktörens anställning och beräknas på basis av verkställande direktörens grundlön. Även övriga ledande befattningshavare har avgiftsbestämd pensionsplan.

Incitamentsprogram

a) Incitamentsprogram 2007

En extra bolagsstämma som hölls 29 augusti 2007 beslutade i enlighet med styrelsens förslag avseende antagandet av ett incitamentsprogram i Vostok Nafta Investment Ltd. ("incitamentsprogram 2007") 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 incitamentsprogram 2007 gäller följande huvudsakliga villkor:

Villkor och riktlinjer

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

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

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

Utformning och hantering

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

Fördelning

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

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

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

Eventuell framtida bonus för anställda bosatta i Sverige

I syfte att stimulera deltagande i programmet har bolaget för avsikt att lämna en subvention i form av bonusbetalning som efter skatt motsvarar optionspremien. Hälften av bonusen avses att utbetalas i samband med förvärvet av optionerna och resterande del i samband med utnyttjande av optionerna. Den senare bonusbetalningen förutsätter att optionsinnehavaren alltfjänt är anställd i koncernen vid tid-

punkten 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.

Nuvarande status för incitamentsprogram 2007

Samtliga en miljon optioner som bemyndigades enligt incitamentsprogram 2007 har tilldelats anställda. I en första omgång tilldelades år 2007 sammanlagt 710 000 optioner (vilket sedermera justerats till 1 243 920 optioner till följd av 2009 års företrädesrättsemission). Dessa hade ett inlösenpris (justerat till följd av 2009 års företrädesrättsemission) om 48,33 SEK och var således out-of-the-money vid förfall den 30 augusti 2010 och förföll utan inlösen. En andra omgång optioner om sammanlagt 290 000 optioner tilldelades år 2009. Dessa har inlösenpris om 35,17 SEK och förfaller den 19 juni 2012.

b) Incitamentsprogram 2010

Årsstämman den 5 maj 2010 beslutade i enlighet med styrelsens förslag godkänna antagandet av ett förnyat incitamentsprogram i Vostok Nafta Investment Ltd ("incitamentsprogram 2010") som innebär att nuvarande och framtida anställda tilldelas köpoptioner, vilka berättigar optionsinnehavaren att förvärva aktier i form av depåbevis i Bolaget ("Optioner").

Incitamentsprogram 2010 har följande huvudsakliga villkor:

Huvudsakliga villkor och riktlinjer

- Lösenpriset för Optionerna skall motsvara 120 procent av depåbevisens marknadsvärde vid tidpunkten för utställandet av optionerna.
- Optionerna får utnyttjas tidigast under en period om månad med början tre år från tidpunkten för utställandet.
- För anställda bosatta utanför Sverige skall ingen premie erläggas för Optionerna och Optionerna får endast utnyttjas om innehavaren vid tidpunkten för utnyttjandet fortfarande är anställd i koncernen.
- För anställda bosatta i Sverige gäller att den anställda erbjuds välja ett av följande alternativ:
 - a) Ingen premie skall erläggas för Optionerna och Optionerna får endast utnyttjas om optionsinnehavaren vid tidpunkten för utnyttjandet fortfarande är anställd i koncernen (samma som för anställda bosatta utanför Sverige); ELLER
 - b) Optionerna skall erbjudas den anställda till ett förvärvspris motsvarande Optionernas marknadsvärde vid tidpunkten för erbjudande.

dandet. Optionerna skall vara fritt överlåtbara och utgör därmed värdepapper. Detta innebär bland annat att Optioner som utges enligt denna punkten (b) inte är kopplade till anställningen och förfaller inte om optionsinnehavaren lämnar sin anställning i koncernen.

– Optioner skall kunna utställas av Bolaget 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 2 000 000 optioner. Vid tilldelning av optioner skall den verkställande direktören kunna tilldelas högst 1 000 000 optioner, ledande befattningshavare samt övriga nyckelmedarbetare vardera högst 400 000 optioner.

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

Bonus för anställda bosatta i Sverige enligt alternativ (b)

I syfte att stimulera deltagande i programmet enligt alternativ (b) ovan lämnar Bolaget en subvention i form av en bonusbetalning som efter skatt motsvarar Optionspremien. Hälften av bonusen utbetalas i samband med förvärvet av Optionerna och resterande del i samband med utnyttjande av Optionerna eller, om de inte utnyttjas, vid förfall. Den senare bonusutbetalningen förutsätter att optionsinnehavaren alltså är anställd i koncernen vid tidpunkten för Optionernas utnyttjande eller förfallodag. För anställda i Sverige som väljer alternativ (b) innebär deltagande i programmet sålunda ett risktagande.

Utspänningseffekter och kostnader

Om samtliga två miljoner Optioner utnyttjas kommer innehavarna att förvärva aktier i form av depåbevis som representerar maximalt cirka 2 procent av aktiekapitalet. Den föreslagna omfattningen av programmet är avsett att täcka tilldelning av optioner under ett par års sikt och även med beaktande av kommande nyrekryteringar som bolaget planerar.

Sammanlagd negativ påverkan på kassaflödet för den subvention som nämns ovan beräknas till cirka 20 000 000 SEK över programmets hela löptid, förutsatt att alla Optioner erbjuds anställda bosatta i Sverige som alla väljer alternativ (b) ovan samt att alla Optionsinnehavare är anställda i koncernen vid Optionernas inlösen eller förfall.

Övriga kostnader för incitamentsprogrammet i form av arvoden till externa rådgivare och kostnader för administration av programmet beräknas uppgå till cirka 250 000 SEK över Optionernas löptid. För Optioner som utställs till anställda utanför Sverige beräknas de sociala avgifterna vara ringa.

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.

Nuvarande status för incitamentsprogram 2007

Sammanlagt 695 000 av de sammanlagt 2 000 000 optionerna som bemyndigats enligt incitamentsprogram 2010 har tilldelats anställda under 2010. Dessa har ett inlösenpris om SEK 31,41 och förfaller den 31 augusti 2013. Samliga anställda valde att förvärva optionerna till marknadsvärde, enligt alternativ (b) ovan.

Utestående personaloptioner under optionsprogrammen 2007 och 2010

	Utgivna 2009 ^{1,2}	Utgivna 2010 ^{1,2}	Totalt 31 dec 2010
Ledande befattnings- havare och styrelse- ledamöter i dotterbolag			
Per Brilioth	200 000	500 000	700 000
Nadja Borisova	–	50 000	50 000
Anders F. Börjesson	50 000	75 000	125 000
Anders Sjöberg	10 000	–	10 000
Robert Eriksson	10 000	70 000	80 000
Övriga	20 000	–	20 000
Totalt	290 000	695 000	985 000
Lösenpris, SEK	35,17	31,41	
Marknadsvärde per option vid utgivnings- tillfället, SEK²			
Löptid	19 juni 2009–	7 augusti 2010–	3,43
	19 juni 2012	1 augusti 2013	
Utnyttjandeperiod			
	19 juni 2011–	31 augusti 2013–	
	19 juni 2012	31 augusti 2013	

1. 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 optionsprogram 2007 respektive optionsprogram 2010.
2. Verkligt värde för utställda personaloptioner i Vostok Nafta under räkenskapsåren 2009 och 2010 har beräknats enligt Black & Scholes värderingsmodell. Viktiga indata i modellen var aktiepriset på tilldelningsdagen, lösenpris (enligt ovan), aktieprisets förväntade volatilitet baserat på analys av historiska kurser, optionernas löptid (enligt ovan) samt svensk marknadsränta vid tilldelningstillfället.

Verkligt värde för optionerna utställda under året var 3,43 (3,98) SEK per option. Viktiga indata i modellen var aktiepriset på tilldelningsdagen 24,10 (27,80) SEK, aktieprisets förväntade volatilitet om 30 procent (30 procent), förväntad utdelning på 0 procent (0 procent), en förväntad löptid om tre år, samt en årlig riskfri ränta om 2,01 procent (2,23 procent).

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

	Genomsnittligt lösenpris i SEK/aktie	Optioner 31 dec 2010	Optioner 31 dec 2009
Vid årets början	45,84	1 533 920	710 000
Omräknade	–	–	533 920
Förverkade	48,33	–1 243 920	–
Tilldelade	31,41	695 000	290 000
Vid årets slut	32,52	985 000	1 533 920

Av utestående 985 000 optioner (2009: 1 533 920) optioner var 0 (2009: 1 243 920) möjliga att utnyttja.

Personaloptioner utestående vid årets slut har följande förfallodatum och lösenpriser:

	Lösenpris, SEK	Optioner 2010	Optioner 2009
30 augusti 2010	48,33	–	1 243 920
19 juni 2012	35,17	290 000	290 000
31 augusti 2013	31,41	695 000	–
Vid årets slut		985 000	1 533 920

Not 29 Närståendetransaktioner

Koncernen kontrolleras av familjen Lundin, genom en stiftelse som (genom bolag) äger 27,73 procent av aktierna.

Koncernen har identifierat följande närstående:

Vostok Gas Limited-koncernen, vilken inkluderar Vostok Gas Limited, Vostok Energo Investment Limited, Austro (Cyprus) Limited samt Vostok Gas Sverige AB (likviderat under 2010).

Intresseföretag och deras dotterbolag, vilka inkluderar Black Earth Farming Limited, RusForest AB, Clean Tech East Holding AB samt Vosvik AB.

Lundinfamiljen och företag i Lundinggruppen, vilka inkluderar Lukas H. Lundin, Ian H. Lundin, Africa Oil Corp., Atacama Minerals Corp., BlackPearl Resources Inc., Denison Mines Corp., Etrion Corporation, Fortress Minerals Corp., Lucara Diamond Corp., Lundin Mining Corporation, Lundin Petroleum AB, NGEx Resources Inc., ShaMaran Petroleum Corp., samt Aktiebolag H Bukowskis Konsthandel.

Nyckelpersoner, vilka inkluderar medlemmar i ledningsgruppen, samt medlemmar av Bolagets styrelse och dotterbolagens styrelser.

Under räkenskapsåret har Koncernen redovisat följande närstående transaktioner:

TUSD	2010	Vostok Gas	Intresse- företag	Lundinfamiljen och företag i Lundinggruppen	Nyckel- personer	2009	Vostok Gas	Intresse- företag	Lundinfamiljen och företag i Lundinggruppen	Nyckel- personer
I resultaträkningen										
Resultat från lånefordringar		–	795 ¹	–	–		–	953	–	–
Övriga rörelseintäkter		–	16 ²	117 ²	–		123	325	108	–
Rörelsekostnader		–	–	–111 ³	–1 251 ⁴		–	–	–252	–1 221
Räntekostnader		–	–	–	–		–	–	–419	–254
I balansräkningen										
Långfristiga lånefordringar		–	4 702 ¹	–	–		–	996	–	–
Kortfristiga lånefordringar		–	–	–	–		–	3 153	–	–
Övriga kortfristiga fordringar		–	–	–	–		23	335	17	–
Balanserade vinstmedel		–	–	–	–296 ⁵		–	–	–	–157
Övriga kortfristiga skulder		–200 ⁶	–	–	–146 ⁴		–211	–	–268	–110

1) Lån till närstående

Under det tredje kvartalet 2010 har Vostok Nafta ställt ut två kortfristiga lån till RusForest AB till ett totalt belopp om 12 MUSD som ett partiellt förskott på sitt deltagande i RusForests företrädesemission. De kortfristiga lånen (utan ställd säkerhet) löpte med 15 procent ränta. Ränteintäkter motsvarande 0,42 MUSD har redovisats i resultaträkningen. Lånen återbetalades genom kvittning mot aktier i RusForests företrädesemission den 1 november 2010.

Vostok Nafta har utestående långfristiga lånefordringar på Clean Tech East Holding AB och RusForest AB, som har redovisats till ett bokfört värde av 3,63 MUSD respektive 1,07 MUSD per den 31 december 2010 (not 18). I resultaträkningen för räkenskapsåret 2010 har koncernen redovisat ränteintäkter från Clean Tech East Holding AB till ett belopp om 0,3 MUSD och från RusForest AB till ett belopp om 0,07 MUSD.

2) Övriga rörelseintäkter från intressebolag och Lundin-företag och övriga kortfristiga fordringar

Vostok Nafta har ett kontorshyresavtal med RusForest AB och Lundin Mining AB. Vostok Nafta levererar huvudkontorstjänster till Lundin Petroleum AB och investor relations- och corporate communication-tjänster till Lundin Mining Corporation, Africa Oil Corporation och Etrion Corporation.

3) Rörelsekostnader: Lundin-företag

Vostok Nafta köper management- och investor relations-tjänster avseende finansmarknader från Namdo Management. Arvodet för 2010 uppgick till 0,1 MUSD.

4) Rörelsekostnader: nyckelpersoner

Nyckelpersoner innefattar medlemmar av Vostok Naftas styrelse samt medlemmar i ledningsgruppen. Betald eller upplupen ersättning består av lön och bonus till ledningen samt arvode till styrelseledamöter (not 28).

5) Balanserade vinstmedel: Nyckelpersoner: Emission av köpoptioner till en grupp anställda

Den 21 juli 2010 beslutades att emittera 695 000 optioner till en grupp av anställda, som en del av det tidigare beslutade incitamentsprogrammet 2010 (beslutat vid Vostok Naftas bolagsstämma den 5 maj 2010) omfattande totalt 2 000 000 optioner.

Optionerna får utnyttjas tre år efter tidpunkten för utställandet, vilket i detta fall innebär under perioden 1 augusti 2013 till 31 augusti 2013.

Lösenpriset för optionerna har fastställts till den genomsnittliga senaste betalkursen under tio handelsdagar innan beslutet fattades plus 20 procent, vilket för de ovan nämnda optionerna resulterar i ett lösenpris om 31,41 SEK.

Optionerna erbjuds de anställda till ett förvärvspris motsvarande

optionernas marknadsvärde vid tidpunkten för erbjudandet. Optionerna skall vara fritt överlåtbara och utgör därmed värdepapper (not 28).

6) Övriga kortfristiga skulder: Vostok Gas

I juli 2009 förvärvade Vostok Holding Ltd från Vostok Gas Ltd samtliga långivarrättigheter för två räntebärande lån utan säkerhet till anställda inom Vostok Nafta-koncernen för en sammanlagd köpeskilling om 200 000 USD. Köpeskillingen för de förvärvade fordringarna var ännu utestående per den 31 december 2010.

7) Övriga närstående transaktioner

I januari 2010 ingick bolaget konsultavtal med Franz Bergstrand och Jerker Karlsson för tjänster avseende värdering och utveckling av Vostok Naftas innehav inom skog och relaterade sektorer. Franz Bergstrand var vid tidpunkten (och är fortfarande) styrelsemedlem i RusForest AB och Clean Tech East Holding AB, två bolag där Vostok Nafta är största ägare. Jerker Karlsson utsågs till styrelseledamot i RusForest i maj 2010. Under 2010 har Vostok Nafta sålt köpoptioner avseende aktier i RusForest AB till Franz Bergstrand och Jerker Karlsson. Under det första kvartalet 2011 har både antalet optioner och lösenpris justerats enligt den företrädesemission i RusForest AB som gjordes under 2010. Alla avtal har ingåtts på armlängds avstånd.

Under oktober 2010 förvärvade Freemosa Holdings Limited 1 159 Alrosa-aktier från OOO "Resursniye Investitsii" på armlängds avstånd.

8) Transaktioner mellan Moderföretaget och dotterföretag

Moderföretaget förser sina dotterföretag med finansiering på marknadsmässiga villkor. Ränteintäkter på lån har under 2010 redovisats med 24,43 MUSD (2009: 21,40). Per den 31 december 2010 uppgick utestående fordringar på koncernföretag till netto 261,30 MUSD (2009: 260,47).

Vostok Nafta Sverige AB tillhandahåller administrativa tjänster åt Moderföretaget på marknadsmässiga villkor. Under 2010 har Vostok Nafta Sverige AB fakturerat Vostok Nafta Investment Ltd arvoden för administrativa tjänster med ett belopp om 3 535 TUSD (2009: 2 190), varav 1 042 TUSD (2009: –568) var betalt i förskott per den 31 december 2010.

Not 30 Rörelseförvärv

Förvärv av Freemosa Holdings Limited

Den 12 januari 2010 förvärvade Vostok Holding Ltd 100 procent av aktierna i Freemosa Holdings Limited (ett cypriotiskt bolag) för en total köpeskilling av 10 EUR. Per förvärvsdatum fanns det enda tillgång i bolaget som utgörs av ej inbetalt aktiekapital från tidigare ägare av Freemosa Holdings Ltd, Herr. D. Kozelkov, för 2 000 EUR.

Not 31 Händelser efter balansdagen

Inga betydande händelser har ägt rum efter balansdagen.

Not 32 Fastställande av årsredovisning

Årsredovisningen har avgivits av styrelsen den 30 mars 2011, se sidan 43. Balans- och resultaträkning fastställs av bolagets aktieägare på ordinarie bolagsstämma den 4 maj 2011.

Till Aktieägarna i Vostok Nafta Investment Ltd

Vi har granskat koncernredovisningen och moderbolagsredovisningen för Vostok Nafta Investment Ltd som återfinns på sidorna 44 till 69. Dessa räkenskaper innefattar balansräkningar per den 31 december 2010 och 2009, resultaträkningar, förändringar av eget kapital och kassaflödesanalyser för räkenskapsåren, samt en sammanställning över redovisningsprinciper och övriga bokslutskommentarer.

Ledningens ansvar för redovisningshandlingarna

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

Revisorernas ansvar

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

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

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

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

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

Revisorernas uttalande

Vi anser att dessa redovisningshandlingar ger en rättvisande bild av moderbolagets och koncernens ställning per den 31 december 2010 och 2009 samt deras resultat och kassaflöde för de räkenskapsår som då avslutades i enlighet med internationella redovisningsstandards (IFRS).

Stockholm den 30 mars 2011

PricewaterhouseCoopers AB

Klas Brand

Auktoriserad revisor

Huvudansvarig revisor

Bo Hjalmarsson

Auktoriserad revisor

Revisionsberättelse

Den svenska koden för bolagsstyrning ("Koden") trädde i kraft den 1 juli 2008 och uppdaterades per den 1 februari 2010. Kodens regler utgör ett tillägg huvudsakligen till bestämmelserna i aktiebolagslagen om Bolagets organisation, men även till den relativt omfattande självreglering som existerar avseende bolagsstyrning. Koden är baserad på principen om att "följa eller förklara". Enligt denna princip kan ett bolag välja om bolaget vill följa en paragraf i Koden eller välja att redogöra varför bolaget valt att inte följa den.

KOD FÖR BOLAGSSTYRNING

Vostok Nafta Investment Ltd ("Bolaget") är ett aktiebolag registrerat på Bermuda. I avsaknad av en bermudiansk kod för bolagsstyrning tillämpar Bolaget Koden. Bolaget tillämpar Koden fullt ut, i den utsträckning den är förenlig med den bermudianska aktiebolagslagen, eller redogör, där så är tillämpligt, för avvikelser från den. För närvarande avviker Bolaget inte från Koden. Huvudprinciperna för bolagsstyrning inom Bolaget beskrivs nedan.

Bolagsstämmor

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

Större aktieägare

Lundinfamiljen, som äger totalt 28 000 000 aktier i Bolaget vilket motsvarar totalt 27,73 procent av utestående aktier är den enda aktieägaren som direkt eller indirekt kontrollerar 10 procent eller mer av rösterna i Bolaget. Aktierna ägs genom investmentbolag som helägs av en trust till förmån för Lundinfamiljen.

Valberedning

Till årsstämman har aktieägare i Bolaget rätt att nominera styrelseledamöter och revisorer.

Vid Bolagets årsstämma den 5 maj 2010 beslutades att inrätta en valberedning bestående av representanter för de tre största aktieägarna i Bolaget per den sista bankdagen i augusti 2010. Valberedningen för årsstämman 2011 består av följande medlemmar: Ian H. Lundin utsedd av Lundinfamiljen, Leif Törnvall utsedd av Alecta och Anders Algotsson utsedd av AFA försäkring. Vid valberedningens första möte valdes Ian H. Lundin till valberedningens ordförande. Valberedningens uppgift är att förbereda förslag till följande beslut vid årsstämman 2011: (i) val av ordförande vid stämman, (ii) val av styrelseledamöter, (iii) val av styrelseordförande, (iv) arvode till styrelseledamöterna, (v) val av revisorer och ersättning till bolagets revisorer, samt (vi) förslag till hur nomineringsprocessen inför årsstämman 2012 skall genomföras.

Utnämning av och ersättning till styrelse och revisorer

Regler om tillsättande och avsättning av styrelseledamöter återfinns i avsnitt 4.1.1 till 4.1.3 i Bolagets s.k. Bye-Laws, vilka finns tillgängliga på Bolagets hemsida. Enligt dessa Bye-Laws skall styrelsen bestå av icke färre än 3 och icke fler än 15 ledamöter och inga suppleanter skall utses. Styrelsen tillsätts årligen vid årsstämman för tiden intill slutet av nästa

årsstämma. Styrelseledamöter kan avsättas i förtid på egen begäran hos styrelsen eller av bolagsstämman. Därutöver kan en styrelseledamots mandattid bringas att upphöra i förtid av styrelsen i följande fall: (i) om ledamoten förklaras omyndig eller är att betrakta som patient enligt bestämmelse i någon tillämplig lag avseende mental hälsa, (ii) om han är insolvent eller på obestånd, eller (iii) om han är förhindrad enligt lag från att vara styrelseledamot. Där en styrelseledamots mandatperiod avslutats i förtid skall övriga styrelseledamöter vidta steg för att en ny styrelseledamot utses av bolagsstämman för återstoden av mandatperioden. Sådan tillsättning kan dock få bistå till nästa årsstämma då nya styrelseledamöter skall väljas förutsatt att kvarstående styrelseledamöter är beslutsföra och att återstående antal styrelseledamöter inte understiger föreskrivet minimiantal.

Revisorer utses också av årsstämman för en period av ett år.

Styrelsen 2010

Bolagets styrelse består av åtta styrelseledamöter, varav sex ledamöter omvaldes på årsstämman den 5 maj 2010: Lukas H. Lundin, Paul Leander-Engström, Per Brilioth, Al Breach, William A. Rand och Robert J. Sali. Två ledamöter, Ashley Heppenstall och Lars O Grönstedt, nyvaldes och ersatte Ian H. Lundin och Torun Litzén. Lukas H. Lundin utsågs till styrelsens ordförande. Samtliga styrelseledamöter är oberoende i förhållande till Bolaget och dess ledning utom Per Brilioth som är VD för Bolaget. Lukas H. Lundin, Ashley Heppenstall och William A. Rand är inte oberoende i förhållande till Bolagets större aktieägare. Lukas H. Lundin representerar Lundinfamiljen som är Bolagets största aktieägare. Ashley Heppenstall är VD och styrelseledamot i Lundin Petroleum AB, där Lundinfamiljen är huvudaktieägare, och

Bolagsstyrningsrapport

William A. Rand är styrelseledamot i Lundin Petroleum AB och i flera andra bolag där Lundinfamiljen är huvudaktieägare. Al Breach, Lars O Grönstedt, Paul Leander-Engström och Robert J. Sali är oberoende i förhållande till Bolaget, Bolagets ledning och Bolagets huvudägare. För ytterligare uppgifter om styrelsens ledamöter, se avsnittet ”Styrelse, ledande befattningshavare och revisorer”.

Styrelsemöten

Styrelsen sammanträder fysiskt minst två gånger per år och mer frekvent vid behov. Dessutom genomförs möten över telefon när så anses nödvändigt, och ibland genom beslut per capsulam. Verkställande direktören har dessutom regelbundna kontakter med styrelsens ordförande och övriga styrelseledamöter.

Styrelsens arbete och arbetsordning

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

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

Styrelsekommittéer

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

Revisionskommittén

Revisionskommittén fungerar som den huvudsakliga kommunikationskanalen mellan styrelsen och Bolagets revisorer och ansvarar för beredning av styrelsens arbete för att säkertställa kvalitén på Bolagets rapportering. Revisionskommittén har särskilt ansvar för att granska Bolagets interna kontroll av den finansiella rapporteringen och göra styrelsen uppmärksam på eventuella problem. Eventuella rapporterade brister följs sedan upp via ledningen och revisionskommittén.

- Revisionskommittén skall hantera kritiska redovisningsfrågor och kontrollera de finansiella rapporter Bolaget offentliggör. Bland annat följande frågor och rapporter skall behandlas:
 - Frågor kring internkontroll och tillämpning av relevanta redovisningsprinciper och lagar;
 - Diskutera osäkerheter i redovisade värden samt förändringar i uppskattningar och värderingar;
 - Betydelsefulla händelser efter redovisningsperiodens utgång;
 - Behandla konstaterade missförhållanden;
 - Bolagets årsredovisning och delårsrapporter, vilka presenteras fyra gånger per år, skall granskas;
 - Diskutera alla andra frågor än de ovanstående som kan få återverkningar på Bolagets finansiella rapportering;
- Regelbundet (minst en gång per år) sammanträda med Bolagets revisorer och hålla sig informerad om inriktning och omfattning av revisionen. Revisionskommittén och revisorerna skall också diskutera samordning mellan internkontrollen och den

externa revisionen och revisorernas syn på potentiella risker i kvaliteten på Bolagets rapporter;

- Revisionskommittén skall uppdraga riktlinjer för vilka andra tjänster än revision som Bolaget kan upphandla från revisorerna;
- Revisionskommittén skall årligen, i samband med räkenskapsårets utgång, utvärdera revisorernas insatser. De skall underrätta valberedningen om utvärderingens resultat, vilken skall beaktas när denna nominerar revisorer för årsstämman;
- Bistå valberedningen i framtagandet av nominering av revisorer och ersättning till revisorer; och
- Revisionskommittén skall granska årsredovisning och delårsrapporter och lämna rekommendationer till styrelsen beträffande dessa.

Under 2010 sammanträdde revisionskommittén sju gånger. I revisionskommittén ingår William A. Rand (ordförande), Al Breach och Ashley Heppenstall. De senare två ersatte Torun Litzén och Ian H. Lundin från den 5 maj 2010.

Ersättningskommittén

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

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

för bolagsledningen motsvarar rådande marknads-situation och är konkurrenskraftig.

De föreslagna principerna skall inkludera följande beaktanden:

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

Det skall uppges för årsstämman om de föreslagna principerna väsentligen avviker från de tidigare principerna och hur frågan om ersättning för bolagsledningen bereds och beslutas av styrelsen.

Ersättningskommittén skall även årligen granska ersättningen till verkställande direktören, ledningsgruppen och andra nyckelpersoner, samt i förekommande fall föreslå för styrelsen slutliga villkor för och allokering bland anställda av optioner utgivna i enlighet med incitamentsprogram som beslutats av bolagsstämman.

Under 2010 sammanträdde ersättningskommittén tre gånger med alla medlemmar närvarande. I ersättningskommittén ingår Lukas H. Lundin, Robert J. Sali och Paul Leander-Engström.

Investeringskommittén

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

tats av styrelsen och löpande kommuniceras till investeringskommittén. En majoritet av investeringskommittén, det vill säga två ledamöter, kan tillsammans utfärda rekommendationer baserat på vilka styrelsen för Vostok Komi (Cyprus) Limited sedan formellt fattar investeringsbeslut. Investeringskommittén består av Lukas H. Lundin, Per Brilioth och Ashley Heppenstall.

Kommittéernas representation vid årsstämman

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

Sammanställning av styrelsen som valdes den 5 maj 2010, inklusive mötesnärvaro 2010

Namn	Invald i styrelsen	Position	Förhållande till Bolaget	Revisionskommittén	Ersättningskommittén	Investeringskommittén	Närvaro styrelsemöten	Styrelsearvode, TSEK
Lukas H. Lundin	2007	Ordförande	Huvudägare		X	X	100%	325,0
Al Breach	2007	Ledamot	Oberoende	X			100%	205,0
Per Brilioth	2007	Ledamot	Bolagsledning			X	100%	–
Lars O Grönstedt*	2010	Ledamot	Oberoende				100%	150,0
Ashley Heppenstall*	2010	Ledamot	Oberoende	X		X	100%	217,5
Paul Leander-Engström	2007	Ledamot	Oberoende		X		56%	187,5
William A. Rand	2007	Ledamot	Oberoende	X			100%	235,0
Robert J. Sali	2007	Ledamot	Oberoende		X		89%	170,0
Antal möten				7	3	84	9	

* Ledamot sedan 5 maj 2010

Ledningsgrupp

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

Koncernens ledningsgrupp 2010

Per Brilioth: verkställande direktör

Nadja Borisova: ekonomichef*

Anders F. Börjesson: bolagsjurist

** Ersatte Anders Sjöberg från den 1 juli 2010.*

Investor Relations

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

Ersättning till styrelse och ledande befattningshavare

Riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare
Bolagets årsstämma den 5 maj 2010 antog följande riktlinjer för ersättning till styrelsen och ledande befattningshavare. Ersättning till den verkställande direktören samt andra personer i Bolagets ledning skall utgöras av fast lön, eventuell rörlig ersättning, övriga förmåner samt pension. Med andra personer i Bolagets ledning avses medlemmar av koncernledningen, för närvarande två personer utöver verkställande direktören. Den sammanlagda ersättningen skall vara marknadsmässig och konkurrenskraftig. Fast lön och rörlig ersättning skall vara relaterad till

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

Ersättning till Bolagets styrelse

Vid årsstämman den 5 maj 2010 beslutades att arvode till styrelsen (inklusive arbete i styrelsens kommittéer) skall utgå med sammanlagt 1 490 000 SEK, varav 250 000 SEK till styrelsens ordförande och 150 000 SEK till var och en av övriga styrelseledamöter. För arbete i revisionskommittén utgår arvode om 85 000 SEK till ordföranden och 55 000 SEK till vardera ledamot och för arbete i ersättningskommittén utgår arvode om 30 000 SEK till ordföranden och 20 000 SEK till vardera ledamot. Slutligen utgår arvode för arbete i investeringskommittén om 45 000 SEK till ordföranden och med 30 000 SEK till vardera ledamot. Styrelsearvode utgår inte till den verkställande direktören.

Utöver styrelsearvodet beslutades att ett belopp om högst 1 300 000 SEK (motsvarande ca 180 000 USD) skall ställas till styrelsens förfogande för arvering av Namdo Management för management-

tjänster och tjänster avseende Investor Relations. Namdo Management är ett bolag som kontrolleras av styrelseordföranden Lukas H. Lundin.

Ersättning till verkställande direktören och andra ledande befattningshavare

Verkställande direktören erhåller en fast årslön om motsvarande cirka 498 000 USD och en bonus på cirka 283 000 USD som betalades ut i enlighet med Bolagets incitamentsprogram 2010 (se nedan). Verkställande direktören har en pensionsplan baserad på svensk ITP-standard, vilket redovisas som avgiftsbestämd plan i enlighet med IAS 19. Pensionspremien beräknas på basis av verkställande direktörens grundlön. Inga övriga utbetalningar till den verkställande direktören har genomförts under 2010. Verkställande direktören har rätt till tolv månaders full lön i händelse av uppsägning från Bolagets sida. Skulle han själv välja att avgå är uppsägningstiden sex månader.

Den sammanlagda fasta årslönen till övriga i ledningsgruppen uppgår till cirka 268 000 USD samt bonus i enlighet med Bolagets incitamentsprogram på cirka 71 000 USD. De övriga i ledningsgruppen har ett pensionsprogram baserat på svensk ITP-standard, vilket redovisas som avgiftsbestämd plan i enlighet med IAS 19. De övriga i ledningsgruppen har en ömsesidig uppsägningstid om tre månader.

Incitamentsprogram

Incitamentsprogram avseende Bolaget

Två aktiebaserade incitamentsprogram har antagits vid extrastämma den 29 augusti 2007 resp. årsstämman den 5 maj 2010. Programmen beskrivs i detalj i not 28 till 2010 års bokslut. I juni 2010 utfärdades 695 000 nya optioner till en grupp anställda under incitamentsprogrammet 2010 där varje ägare har rätt att teckna ett SDB till ett lösenpris av 31,41 SEK.

Anställda i Sverige erbjöds att köpa optionerna till ett förvärvspris motsvarande optionernas marknadsvärde vid tidpunkten för erbjudandet. Optionerna får utnyttjas tre år från tidpunkten för utställandet.

Incitamentsprogram avseende Bolagets portföljbolag

Vid en extra bolagsstämma den 29 augusti 2007 antogs ett incitamentsprogram som enligt vilket Bolaget kan utställa och överlåta köpoptioner till ledande befattningshavare och andra anställda i samband med investeringar i icke-noterade portföljbolag för att därigenom möjliggöra för anställda att ta del av en framtida värdeutveckling. Genom att möjliggöra för Bolagets anställda att förvärva optioner på aktier i portföljbolag skapas möjligheter för Bolagets anställda att delta i en framtida värdetillväxt på liknande sätt som gäller för personer som är verksamma inom s.k. private equity-företag. Optionerna skall innebära en rätt att från Koncernbolag förvärva aktier i portföljbolaget för ett visst lösenpris uppgående till 110–150 procent av marknadsvärdet på portföljbolagets aktie vid tidpunkten för förvärvet av optionerna. Optionernas löptid skall vara högst fem år. Bolaget skall vidare ha rätt att återköpa optionerna till marknadsvärde om innehavarens anställning i koncernen upphör. Antalet optioner som ställs ut kan ej motsvara mer än 10 procent av de underliggande aktierna i ett av Vostok Nafta ägt portföljbolag. Styrelseledamöter i Bolaget som inte samtidigt är anställda skall inte i något fall erbjudas deltagande. Ännu har inga köpoptioner avseende Bolagets portföljbolag utställts eller överlåtits till anställda inom koncernen.

Övriga ersättningsrelaterade frågor

För styrelsen finns ingen uppsägningstid. Det finns vidare inga avtal om avgångsvederlag eller pension

för styrelseledamöterna förutom för den verkställande direktören i hans egenskap av verkställande direktör, se ”Ersättning till verkställande direktören och andra ledande befattningshavare” ovan. Utöver vad som särskilt anges finns inga avsatta eller upplupna belopp hos Bolaget för pensioner eller andra förmåner efter frånträdande av tjänst eller efter det att uppdraget avslutats för styrelseledamöterna eller de ledande befattningshavarna.

Revisorer

Enligt beslut vid årsstämma i Bolaget den 5 maj 2010 valdes revisionsbolaget PricewaterhouseCoopers AB till bolagets revisorer fram till och med nästa årsstämma.

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

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

Under året har revisionsbolaget inte haft några andra uppdrag för Vostok Nafta i tillägg till revisionsarbetet som redovisas i avsnittet ”Revisionsberättelse” på sidan 70.

Intern kontroll

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 Bolagets 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 redovisningsstandards och övriga krav

på noterade bolag. Som nämnts ovan har Vostok Nafta en revisionskommitté bestående av tre utvalda medlemmar ur styrelsen som har som särskild uppgift att diskutera och granska interna och externa revisionsfrågor. Rapporten om internkontroll i detta avsnitt har upprättats i enlighet med svensk kod för bolagsstyrning, avsnitt 7.4, vilka behandlar intern kontroll avseende den finansiella rapporteringen. Vidare har rapporten upprättats enligt den vägledning som framtagits av Far i samarbete med Svenskt Näringsliv.

Vostok Nafta är ett investmentbolag och hanterar därför i huvudsak finansiella transaktioner i samband med portföljinvesteringar. Därmed är den interna kontrollen för finansiell rapportering främst inriktad på att säkerställa väl fungerande och tillförlitliga rutiner för att genomföra och redovisa köp och försäljningar av värdepapper och värdepappersinnehav. Enligt Svensk kod för bolagsstyrning ska styrelsen säkerställa att bolaget har en god intern kontroll och fortlöpande utvärdera hur bolagets system för intern kontroll fungerar. Med anledning av att Vostok Nafta är en relativt liten organisation har styrelsen gjort bedömningen att någon internrevisionsfunktion inte är nödvändig utan den interna kontrollen kan upprätthållas genom den organisation och de arbetsformer som beskrivits ovan. 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. Dokument som beskriver interna arbetsprocedurer upprättas för mildra beroendet av en enda person inom bolaget.

Kontrollmiljö

Kontrollmiljön, som är basen för bolagets interna kontroll avseende den finansiella rapporteringen, utgörs i stor utsträckning av de mjuka värden som styrelsen och ledningen kommunicerar och verkar utifrån. Vostok Nafta arbetar för att organisationen skall karaktäriseras av värderingar som noggrannhet, professionalism och integritet. En annan viktig del av kontrollmiljön är att den organisatoriska strukturen, beslutsvägar och befogenheter är klart definierade och kommunicerade. Detta åstadkoms genom skriftliga instruktioner och formella rutiner för arbetsfördelningen mellan å ena sidan styrelsen och å andra sidan vd:n och övrig personal. För Vostok Naftas kärnverksamhet som utgörs av portföljinvesteringar fastställer styrelsen de övergripande riktlinjerna för bolagets investeringsverksamhet. För att garantera en tillförlitlig och lättöverbakad procedur för köp och försäljningar av värdepapper har bolaget upprättat en sekventiell process för dess investeringsverksamhet. En speciell investeringskommitté har instiftats, vars medlemmar väljs av styrelsen och som ansvarar för att identifiera och granska potentiella investeringar eller försäljningar av befintligt innehav. Efter granskning behövs en majoritet inom kommittén för att utfärda en köp- eller säljrekommendation, på vars grunder styrelsen för Vostok Komi (Cyprus) Limited sedan formellt fattar investeringsbeslut, och en verkställningsorder utfärdas. Liksom för investeringsförfarandet som all övrig kringverksamhet regleras detta genom interna riktlinjer och instruktioner. Organisatoriskt karaktäriseras Vostok Nafta av en nära och platt

företagsstruktur. Bolagets begränsade personalantal och nära samarbete bidrar till hög transparens inom bolaget vilket kompletterar fasta kontrollrutiner. Vostok Naftas ekonomichef har ansvar för att kontrollera och rapportera bolagets konsoliderade ekonomiska situation till ledning och styrelse.

Riskbedömning

Styrelsen i Vostok Nafta ansvarar för att väsentliga risker för fel i den finansiella rapporteringen identifieras och hanteras. Vid riskbedömningen tas särskild hänsyn till risken för oegentligheter och otillbörligt gynnande av annan part på Vostok Naftas bekostnad samt risk för förlust eller förskingring av tillgångar. Vostok Naftas ambition är att minimera risken för fel i den finansiella rapporteringen genom att kontinuerligt identifiera de säkraste och mest effektiva rutinerna för rapporteringen. En intern kontrollrapport granskas av styrelsen på kvartalsbasis. Bolagets platta organisationsstruktur och öppna kommunikation underlättar arbetet med att identifiera potentiella brister i den finansiella rapporteringen, samt gör det enklare att snabbt implementera nya och säkrare rutiner. För de processer som av styrelsen anses bära den största risken för fel, alternativt vars potentiella fel har störst effekt, ägnar man mest tid åt för att garantera tillförlitlighet. Detta innefattar 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 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 personalstor-

lek bidrar vidare till ett mycket effektivt och pålitligt informationsutbyte. För att säkerställa kvaliteten på den externa rapporteringen som är förlängningen av den interna rapportering finns en skriftlig kommunikationspolicy som anger vad och på vilket sätt information skall utges.

Uppföljning

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

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

REVISORS YTTRANDE OM BOLAGSSTYRNINGSRAPPORTEN

Vi har granskat bolagsstyrningsrapporten för år 2010 på sidorna 71–77. Det är styrelsen som har ansvaret för bolagsstyrningsrapporten och för att den är upprättad i enlighet med årsredovisningslagen. Vårt ansvar är att uttala oss om bolagsstyrningsrapporten på grundval av vår revision.

Granskningen har utförts i enlighet med RevU 16 *Revisorns granskning av bolagsstyrningsrapporten*. Det innebär att vi planerat och genomfört revisionen för att med hög men inte absolut säkerhet uttala oss om att bolagsstyrningsrapporten inte innehåller väsentliga felaktigheter. En revision innefattar att granska ett urval av underlagen för informationen i bolagsstyrningsrapporten. Vi anser att vår revision ger oss rimlig grund för våra uttalanden nedan.

Vi anser att en bolagsstyrningsrapport har upprättats och att den är förenlig med årsredovisningen och koncernredovisningen.

Stockholm den 30 mars 2011

PricewaterhouseCoopers AB

Klas Brand

Auktoriserad revisor

Huvudansvarig revisor

Bo Hjalmarsson

Auktoriserad revisor

AAC Annual Allowable Cut, dvs tillåten årlig avverkning
ADR American Depository Receipt, dvs ett amerikanskt depåbevis
bbl Fat (eng. barrel)
bcm Miljarder kubikmeter
bcmpa Miljard kubikmeter per år
boe Fat oljeekvivalenter
boepd Fat oljeekvivalenter per dag
bopd Barrels of oil per day, dvs antalet fat producerad (eller transporterad) olja per dag
Btu British thermal unit
cm kubikmeter
Downstream Raffinering av råolja, samt marknadsföringen och distributionen av oljeprodukterna som sker därefter, till skillnad från upstream.
E Estimate, dvs uppskattat värde
EBITDA Rörelseresultat före finansiella poster, skatter och avskrivningar
EUR Euro
EV Enterprise Value, dvs börsvärde + nettoskuld
F Forecast, dvs prognos
ha Hektar
Holdingbolag Moderbolag i de vertikalt integrerade ryska oljekoncernerna
kbpd Tusen fat per dag
kWh Kilowattimme (1 000 watt per timme)
KZT Kazakstanska Tenge
LNG Liquefied Natural Gas (naturgas i vätskeform)
mcm Tusen kubikmeter
mm miljoner
mmboepd miljoner fat oljeekvivalenter per dag
mmbopd miljoner fat olja per dag
mmtnpa miljoner ton per år
MEUR Miljoner euro
MSEK Miljoner svenska kronor
MUSD Miljoner amerikanska dollar
MW Megawatt

MWh Megawattimme (en miljon watt per timme)
n/a (eng. not available) ej tillgänglig
Neft eller **Neftegas** Ryska för oljebolag
nm (eng. not material) icke materiell
OSS Oberoende Staters 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 Biljoner (eng. trillion) kubikmeter
UAH Ukrainska hryvnia
Upstream Prospektering, utvinning och transport av olja och gas innan raffinering och försäljning.
USD Amerikanska dollar
Utvinningsbara reserver En uppskattning av mängden utvinningsbara oljereserver som innehas av aktuellt oljebolag
Vertikalt integrerad Att ett olje- eller gasbolag har både upstream- och downstreamverksamhet.

Omräkningsfaktorer

1 ton olja = 7,33 fat olja

1 ton kondensat = 8,5 fat kondensat

Förkortningar och termer som förekommer i årsredovisningen

Vostok
Nafta
Investment
Ltd

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

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

www.vostoknafta.com
info@vostoknafta.com