

Vostok  
Nafta  
Investment  
Ltd

Årsredovisning

2011

## Innehåll

03	Verkställande direktören har ordet
08	Ett samtal med ordföranden
10	Vostok Naftas investeringsportfölj
13	TNK-BP Holding
15	Black Earth Farming
17	Tinkoff Credit Systems
19	Avito
20	RusForest
22	Alrosa
24	Gornozavodsk Cement
25	Kuzbassrazrezugol
26	Kuzbass Fuel Company
28	Inter RAO
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	Kassaflödesanalyser – koncernen
46	Finansiella nyckeltal – koncernen
47	Resultaträkning – moderbolaget
48	Balansräkning – moderbolaget
48	Förändringar i eget kapital – moderbolaget
49	Noter till bokslutet
66	Revisionsberättelse
67	Bolagsstyrningsrapport
74	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](http://www.vostoknafta.com).

## **Finansiell information för räkenskapsåret 2012**

Företaget kommer att publicera följande rapporter:

### [Delårsrapport för första kvartalet](#)

16 maj 2012

### [Delårsrapport för första halvåret](#)

15 augusti 2012

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

14 november 2012

### [Bokslutskommuniké](#)

13 februari 2013

### [Offentliggörande av årsredovisningen](#)

Mars/april 2013

### [Årsstämma 2012](#)

9 maj 2012

### [Årsstämma 2013](#)

Maj 2013

## Inledning

I mina böcker kommer 2011 att bli ihågkommet som ett besvikelseårets år. De ryska aktieindexen sjönk, delvis på grund av en global rädsla för risk efter den ekonomiska (och politiska) röran i omvärlden, och delvis på grund av en rädsla för ökad politisk risk i Ryssland under valcykeln 2011/2012. Vårt substansvärde sjönk mindre än index, men tappade ändå 20 procent under 2011. Detta är långt från den fördubbling av substansvärdet som jag skrev om i årsredovisningen för ett år sedan. Vad var det som gick fel? Bland annat missbedömde jag styrkan i den globala riskrädslan som krisen kring Europa gav upphov till. Jag trodde att vi hade sett den annalkande Europa-krisen komma under en längre tid, och att den därför redan var inprisad i marknadens värderingar. Det var den kanske också, men krisen utlöste ändå en likviditetskris, och jag påmindes återigen om att när likviditeten torkar upp så är risk inte populärt.

Närmare hemmaplan höll den ökade politiska risken på grund av valcykeln 2011/2012 utländska investerare borta från ryska tillgångar. På marknaden var det svårt att se att Putin/Medvedev-kombinationen var något annat än ett och samma läger, och därför lätt att se att det inte föreligger någon verklig politisk risk i landet. Demonstrationerna under vintern 2011/2012 ledde de facto inte till att den politiska risken ökade. Om något minskade de den förmodligen något på sikt, genom att garantera ett tydligare fokus på politiska reformer i framtiden.

När det gäller vår portfölj är den i Ryssland noterade delen inriktad på bolag bortom de allra största – och det är bolag som brukar prestera sämre under perioder av riskrädsla, och 2011 var inget undantag. I den del av portföljen där vi är en stor aktieägare var två trender framträdande:

1 – Bolag utan arv från Sovjeterna (Avito och Tinkoff

Credit Systems) har utvecklats mycket väl. Dessa bolag har ingen ärvd arbetsstyrka, inga planekonomiska budgetrutiner från Sovjeterna, ingen sliten infrastruktur med behov att återuppbyggas (eller byggas upp från grunden). Dessa två bolag är också exponerade mot den ryska konsumentmarknaden, som visat sig stark och motståndskraftig mot ekonomisk oro under de senaste åren.

2 – Bolag med tillgångar och företagsstrukturer som härstammar från Sovjetunionens dagar har utvecklats sämre under 2011. RusForests och Black Earth Farmings tillgångar (vilkas låga värderingar var den drivande faktorn bakom våra investeringsbeslut) kom med företags- och organisationskulturer som tagit längre tid att ändra till moderna företag än vi först trodde. Till skillnad från Avito och Tinkoff Credit Systems med mycket små infrastrukturbehov, är både skogs- och jordbrukssektorerna infrastrukturintensiva – och därigenom kapitalintensiva – överallt i världen, men speciellt i Ryssland där dessa unga företag måste axla bördan av att själva ta på sig ansvaret för den del av värdekedjan som normalt ligger på externa parter i mer utvecklade marknader. Black Earth Farming och RusForest har till skillnad från Avito och Tinkoff Credit Systems också drabbats av mycket hård motvind på makrosidan i sina respektive sektorer under de senaste åren.

Båda har dock en plats i Vostok Naftas portfölj. Vi är traditionellt mer viktade mot den tillgångsrika sidan. Vi drogs till dessa investeringar av den lockande uppsidan i Black Earth Farmings och RusForests enorma tillgångar. När det gäller Avito och Tinkoff Credit Systems gjorde vi investeringarna utifrån vår tro på det ryska samhällets utveckling och möjligheterna att få arbeta tillsammans med starka entreprenörer. Avito och Tinkoff Credit Systems var omogna

investeringsmöjligheter för tre år sedan, men har utvecklats mycket väl sedan dess. Black Earth Farmings och RusForests aktiekurser är svaga nu men båda dessa bolag har resurser, bland annat i form av företagsledning som kan leverera helomvändningar likt de Avito och Tinkoff Credit Systems lyckats åstadkomma under de senaste åren.

## Den ryska marknaden

Om vi behåller vårt fokus på den ryska marknaden, har den präglats av politiska aspekter under 2011 och början av 2012. Vi har nu kommit till slutet av den här valcykeln, i och med Putins vinst i första presidentvalsomgången. Demonstrationerna mot Putin, som startade efter röstfuskanklagelserna i samband med parlamentsvalet den 4 december, kommer inte att försvinna omedelbart. Tvärtom kommer det momentum som byggts upp troligtvis att driva dem vidare genom 2012, och det är mycket möjligt att de leder till försök att provocera fram våldsammare svar från myndigheterna – dock förmodligen utan framgång. Som jag ser det fungerar demonstrationerna som en reformpåminnelse för presidenten och parlamentet. Fortsatt fredligt utvecklade demonstrationer som i sin tur driver på en snabbare reformagenda skulle tas emot positivt av marknaden.

Det första tecknet på att denna den tredje presidentperioden för Putin kommer att präglas av politiska reformer genom ökande maktodelning, blir den nya regeringen som kommer att formas runt den premiärminister som presidenten föreslår parlamentet. Som det ser ut just nu kommer Dmitri Medvedev troligtvis att föreslås som premiärminister och en reforminriktad regering skapas runt honom. Dmitri Medvedevs rykte som den liberale och mer reforminriktade av honom och Putin har dock fläckats något på senare tid, sedan det stått klart att vaktom-

# Verkställande direktören har ordet

bytet mellan honom och Putin varit planerat sedan en längre tid. Trots detta skulle en reforminriktad regering runt Medvedev tas emot positivt av marknaden. En kanske ännu populärare kandidat – både hos de medelklassväljare som utgjorde huvuddelen av vinterns demonstranter och hos marknaden – är mannen som varit finansminister i Ryssland under de senaste tio åren, Alexei Kudrin. En stark och ansvarskännande kandidat som, trots sin lojalitet till Putin under åren som finansminister (med en mycket stark budgethistorik), allmänt uppfattas som en starkt oberoende politiker.

Den nya regeringen kommer att genomföra Rysslands inträde i världshandelsorganisationen WTO i sommar. Jag har på känn att med den politiska osäkerheten ur vägen, kan en stark reforminriktad regering och inträdet i WTO innebära början på en period där globala investerare blir mer välvilligt inställda gentemot Ryssland. Hur länge det kan pågå den här gången är dock svårare att bedöma.

Oljepriset kommer att vara en mycket viktig faktor i detta. Vi är långsiktigt starkt positiva till oljepriset, på grund av de strukturella tillgångsproblem som oljemarknaden nu möter. Såväl geologiska utmaningar och ökande kostnader som politiska restriktioner talar för ett begränsat utbud. Men oljepriset är högt nu, och utanför tillväxtmarknaderna (med en stark tonvikt på Asien) är efterfrågan svag. Prisuppgångar på grund av plötsligt ökade geopolitiska spänningar orsakade av exempelvis ett israeliskt anfall på Iran skulle, likt många gånger tidigare i historien, kunna bryta ryggen på den ömtåliga världsekonomin. Det senaste exemplet på sådana händelser är förstas 2008. Jag säger inte att det måste ske. Minskad spänning i Mellanöstern skulle kunna innebära oförändrade oljepriser – eller till och med få dem att sakta sjunka med mellan 10 och 20 dollar. Ett sådant scenario vore positivt för den globala riskaptiten och

därmed också för Ryssland, trots att olja är en tung ingrediens i landets kapitalmarknader. Ett oljepris som rusar 20 eller 30 dollar på grund av ökad spänning vore inte bra, oberoende av oljans betydelse för Ryssland. Rädslan för risk skulle öka och marknader falla – däribland den ryska.

### **De fyra huvud innehaven**

#### Black Earth Farming

Som vi tidigare rapporterat har BEF:s ledning förändrats i sin helhet. Bolagets nye VD, Richard Warburton, blev en del av ledningsgruppen i början av 2011, och har sedan dess rekryterat en ny COO i form av Fraser Scott. Dessutom har antalet produktionschefer fördubblats och en försäljnings- och marknadschef anställts. Än mer viktigt är det faktum att ledningsgruppen tagit in en ny teknisk partner som genomfört en spannmålsavkastningsrevision kring bolagets marktillgångar. Alexander Betsky anställdes som ny CFO i december.

Bolagets fokus koncentreras nu kring tre huvudsakliga områden:

- 1 – En förbättrad spannmålsavkastning,
- 2 – Hanterandet av prisrisker, och
- 3 – Kostnadsreduceringar

Av dessa tre punkter är den andra och tredje ganska enkla att hantera och utföra. Att förbättra avkastningen på den uppodlade jordbruksmarken är en mer mångfacetterad övning, men också helt klart den viktigaste av de tre. BEF:s avkastning har varit en besvikelse under de senaste åren, särskilt med tanke på att en allt större del av landbanken nu varit i produktion under mer än två år från att den tidigare legat i träda under lång tid. Även om vädret helt klart spelat en roll i detta (särskilt under 2010) har den spannmålsavkastningsrevision som genomförts under året identifierat ett antal hinder för tillväxt. Det som är bra

med detta är att BEF:s ledning nu arbetar mot målet att få bort dessa begränsningar för tillväxt – och även om det arbetet kommer att ta ett par år innan det är helt klart kommer resultatet att börja synas redan från och med nästa skörd.

Sammantaget tycker vi att det är rimligt att förvänta sig att BEF:s avkastning på en korg av blandade spannmål om idag cirka 3 ton/hektar ska kunna öka med mellan 25 och 40 procent. Detta skulle innebära att avkastningen per hektar stiger till över 4 ton medan intäkterna per hektar ökar från dagens 760 USD till cirka 1 000 USD inom ett par år. Denna avkastningsförbättring kommer att bli verklighet som ett resultat av de engångsarbeten som utförs under de kommande åren, vilket sedan innebär att de framtida operativa kostnaderna per hektar förblir oförändrade – vilket i sin tur gör det möjligt för de ökade intäkterna att falla ner på sista raden i resultaträkningen. Mätt i relation till BEF:s investerade kapital om 1 100 USD per hektar kommer avkastningen att stiga från omkring 30 procent till mellan 50 och 60 procent. Om vi antar att en avkastning på jordbruks-tillgångar om cirka 10 procent (vilket är två till tre gånger högre än i den utvecklade delen av världen) är en rättvis nivå står det klart att uppsidan är betydande. Jag tror att möjligheten att se in i detta scenario kommer att öka betydligt under de kommande 6 till 12 månaderna – vilket i sin tur kommer att leda till att marknaden kan prisa in denna utveckling i sin värdering av BEF-aktien.

#### RusForest

I januari 2012 offentliggjorde RusForest sin ambition att ta in 450 miljoner SEK (67 miljoner USD) i nytt kapital genom en företrädesemission. Detta kapital kommer att användas för att slutföra de investeringar i avverkning och sågverkskapacitet som påbörjades 2010. När vi initierade den industriella utvecklingen

(att gå från ett bolag med en tillgångsportfölj av världsklass men med en sovjetisk struktur till att bli en modern skogsgrupp med svenska operativa standards) av RusForest sommaren 2010, inbegrepen den finansiella planen att ta in allt nödvändigt kapital genom en företrädesemission i november 2010 och en obligationsemission under våren 2011. Och faktum var att totalt 930 miljoner SEK (140 miljoner USD) togs in i dessa båda emissioner. Som vi har diskuterat i våra rapporter under slutet av 2011 gick utvecklingen under 2011 inte i enlighet med den plan som utarbetats. Priset på sågade trävaror (av de kvaliteter som RusForest tillverkar) föll med cirka 20 procent under året. Om detta hade inträffat i mitten av 2012 skulle bolaget ha producerat tillräckligt stora volymer av de sågade trävarorna, med stöd av sin egen avverkningsverksamhet, för att uppnå en kostnad per enhet som var tillräckligt låg för att man fortfarande skulle ha varit lönsamt under de nu rådande priset förhållandena. Priset kom dock under en tid då produktionen höll på att tas upp mot full kapacitet och fortfarande inte befann sig på en sådan nivå att enhetskostnaden var tillräckligt låg. Vi kan dock inte skylla allt detta på det besvärliga makroekonomiska läget. I den operativa delen av verksamheten har RusForest upplevt förseningar i att installera utrustning, samt förseningar när det gäller att bli kvitt kostnader som härstammar från den ”sovjetiska eran”. Företrädesemissionen behövs för att bekosta färdigställandet av det investeringsprogram som sjösattes i mitten av 2010 och för en situation där priset på sågade trävaror förblir lågt under de kommande åren (även om man i branschen globalt upplever en mycket svår situation vid dessa priser).

Bolagets ledning arbetade hårt för att arrangera alternativa finansieringslösningar genom att försöka påskynda försäljningen av RusForests ickekärntillgångar samt genom försök att säkra lokal

bankfinansiering. Under året som gick försämrades dock utsikterna för detta – vilket gjorde att bolaget inte hade något annat val än att försäkra sig om kapital genom en företrädesemission. Marknaden började prisa in risken för en emission vid tidpunkten för bolagets rapport för årets tredje kvartal (i slutet av november 2011), och RusForest-aktien har utvecklats svagt sedan dess. Resultatet av detta är att det kapital som nu ska tas in är stort i relation till den rådande marknadsvärderingen av bolaget. Vi anser dock inte att marknadens värdering speglar det verkliga värdet på bolaget och dess tillgångar – inte ens idag, i ett läge där full produktion inte uppnåtts. Det reflekterar ett bolag som är i behov av finansiering i en värld där finansiering är dyrbar för bolag med en dålig historik av att tillhandahålla synlighet med avseende på den framtida lönsamheten. Jag ser att det finns en potential för bolaget att öka den synligheten under 2012 och ser då också en betydande hävstång mot detta i aktiekursen. Dessutom kommer den ovan beskrivna nyemissionens slutförande att utgöra en naturligt positiv händelse för RusForest. Vi har förbundit oss att ta den del vi har rätt till i företrädesemissionen (genom utnyttjandet av de teckningsrätter som tillfaller oss) och RusForest har också erhållit stöd för emissionen från andra större aktieägare.

Det är slutligen viktigt att komma ihåg att det finns ett mycket stort underliggande värde i bolagets tillgångar, särskilt gäller detta bolagets skog. Om någon skulle få för sig att köpa samma mängd skogsmark i Sverige som RusForest kontrollerar i Ryssland skulle man bli tvungen att lägga upp cirka 25 miljarder USD på bordet. Bolaget må ha tagit sig an alltför många tillgångar utan att ha tillräckliga ledningsresurser för att försäkra sig om en perfekt kontroll över omvandlingen av dessa tillgångar från en sovjetisk struktur till svensk operationell standard. Vi

befinner oss i början av slutet på denna process. Hur frustrerande och irriterande det än känns när vi idag blir tvungna att lägga upp något mer kapital än vad vi från början planerat för innan RusForest kan uppnå lönsamhet, är det ett mycket vettigt beslut att delta i emissionen. När vi tittar tillbaka längre fram skulle jag inte bli förvånad om det då närmast kommer att framstå som ”rena stölden”.

#### Avito

Avito har presterat mycket bra under hela 2011 och fram till idag. Den främsta milstolpen under 2011 var att bolaget blev den största onlinemarknadsplatsen i Ryssland. Under december 2011 registrerades 3 miljoner nya annonser vilket kan jämföras med cirka 1 miljon nya annonser samma månad år 2010. Unika månatliga besökare uppgår för närvarande till över 20 miljoner och månatliga sidvisningar är nästan 2 miljarder – siffror som rankas högt även i jämförelse med resten av världen. 2011 var dessutom det första år då företaget genererade höga intäkter till följd av användandet av mervärdestjänster.

Vad gäller investeringar har bolaget nu plattformen, i form av både erbjudna tjänster och storlek, för att kunna generera en betydande tillväxt i intäkter och kassaflöden under de närmaste åren. Jag tror att bolaget har potential att generera intäkter på minst 100 miljoner USD inom 3–5 års tid med en EBIT-marginal på över 70 procent.

Även på makrosidan fortsätter den ryska internetmarknaden att visa potential. Med en bra bit över 60 miljoner internetanvändare är Ryssland världens sjätte största marknad trots att penetrationen endast uppgår till 43 procent, vilket lämnar utrymme för fortsatt tillväxt.

Avito fortsätter att vara ett av de mest spännande bolagen i vår portfölj.

## Verkställande direktören har ordet

## Tinkoff Credit Systems

Tinkoff Credit Systems fortsätter att leverera stark tillväxt med flera olika finansieringsalternativ, vilket erbjuder aktieägarna hög avkastning på sitt kapital. 2011 var ett år då finansmarknaderna öppnades och stängdes för många företag. Tinkoff Credit Systems attraktionskraft och styrka visades tydligt när bolaget genomförde ett SEK-obligationslån på 70 MUSD i december 2011, mitt under en situation med hög global osäkerhet på kreditmarknaderna.

### **Sammanfattning**

Vad väntar oss under 2012? Liksom i förra årsredovisningen har vi i år en intervju med Vostok Naftas ordförande och huvudägare, Lukas Lundin. Samtalet med honom ger en bra insyn i hur Lundingruppens ledare ser de stora globala temana utvecklas under året.

Som ni vet tror jag att synen på Ryssland kommer att förbättras under året, både från strategiska investerare och portföljförvaltare. Tillsammans med ett starkt (men inte för starkt) oljepris kommer det att underbygga en ökad efterfrågan på ryska tillgångar. En möjlig motvind kan komma från en minskad allmän riskaptit. Trots den förbättrade synen på Ryssland som jag tror är förestående, kommer landet inte helt att kunna skaka av sig sin roll som hög-beta-position för global tillväxt och riskaptit, och volatiliteten kommer att kvarstå. För maximal avkastning kommer det att ha stor betydelse att kunna utnyttja denna volatilitet.

Jag tror att vår portfölj med direktinvesteringar kommer att utvecklas väl. Black Earth Farming och RusForest från nivåer som endast sätter ett optionsvärde på deras stora tillgångar och lönsamhetsförmåga, vilka jag tror 2012 kommer att erbjuda mycket bättre insyn i. Jag tror också att Avito och Tinkoff Credit Systems kommer att omvärderas i vår portfölj,

mot bakgrund av transaktioner som påvisar globala kvalitetsinvesterares aptit på dessa typer av ryska tillgångar. Liksom tidigare år kommer jag och mina kolleger på Vostok Nafta att lägga mycket arbete på dessa investeringar. Återigen tror jag att belöningen för insatt kapital och arbete kommer att bli stor.

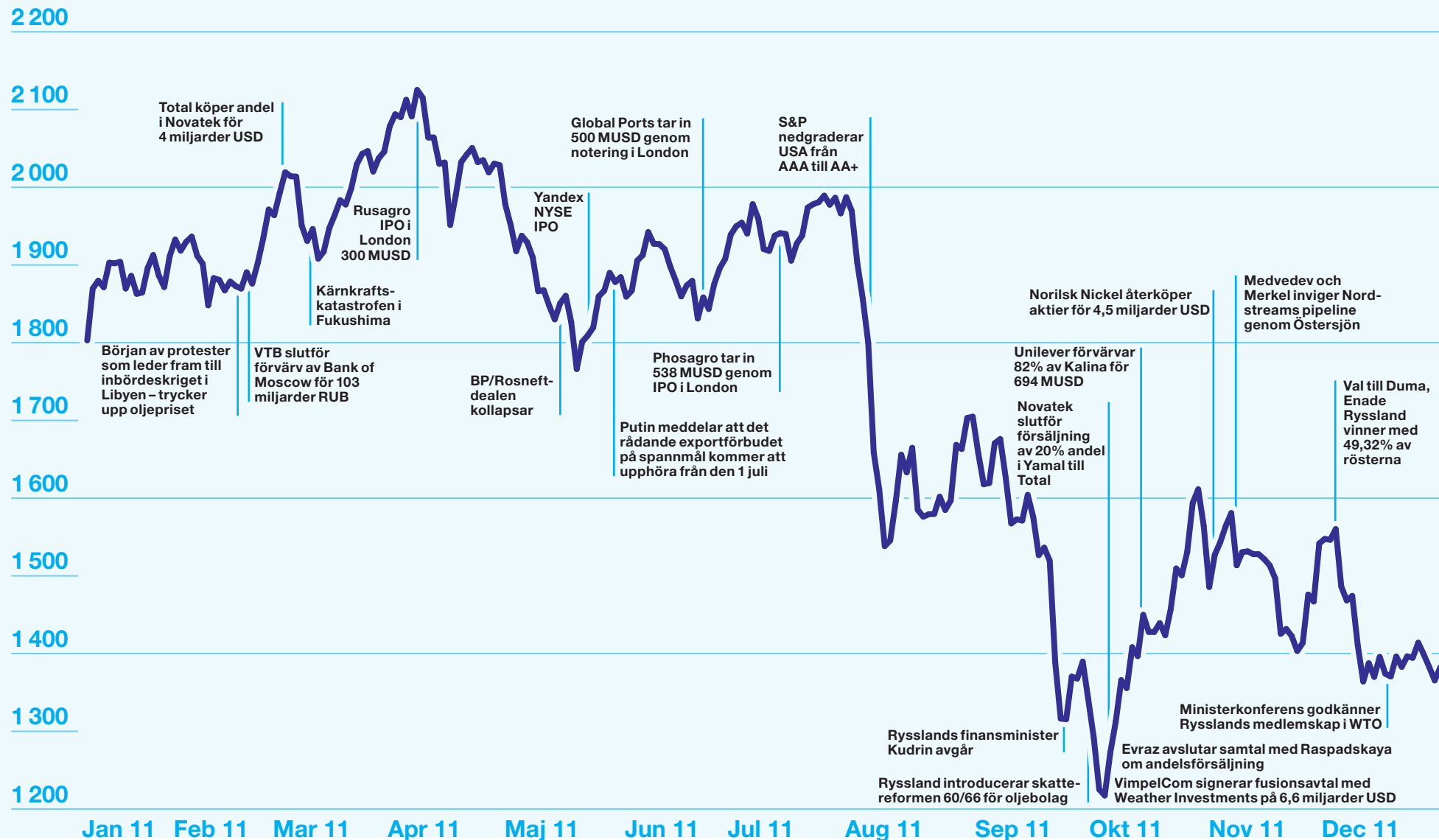
Vår aktiemarknadsportfölj innefattar exponering mot mycket stora underliggande tillgångar inom kol, uran, cement, järnmalm och kraftproduktion. Dessa tillgångar är lågt värderade, ofta på grund av att internationella investerare håller sig borta från de lokala företagskulturerna. I och med att vi varit inblandade i den lokala ryska marknaden genom både goda och dåliga tider under 16 år, så är vi på Vostok Nafta mycket komfortabla med att investera i dessa högre riskpremier – och åtnjuta den avkastning de erbjuder när bolagskulturerna mognar och den uppfattade risken försvagas – eller genom en hög utdelning.

På det hela taget är vi fortsatt mycket entusiastiska över portföljens båda delar: direkt- och portföljinvesteringar. Givet denna entusiasm är möjligheten att köpa portföljen till stor rabatt genom återköp av vår egen aktie i marknaden alltför frestande för att avstå från. I december 2011 började vi utnyttja denna möjlighet, och vi fortsatte med aktieåterköpen under de första månaderna 2012. Så snart en aktie återköpts makuleras den. Detta ökar substansvärdet för de återstående aktierna, vilket är till gagn för Bolagets aktieägare. Jag hoppas att ni förblir ägare och följer oss under 2012. Jag kan lova att det inte blir tråkigt.

*Per Brilioth  
Verkställande direktör*

# Verkställande direktören har ordet

## RTS-index 2011 historik



# Verkställande direktören har ordet

Det är inte alltid som ett år gör så stor skillnad. Vid vårt samtal med Lukas Lundin, styrelseordförande i Vostok Nafta, för ett år sedan var de globala börsindexen i stort sett på samma nivåer som de är idag. Ändå har marknaderna upplevt en del vilda svängningar under 2011, då oron över den europeiska skuldskrisen har skrämt investerare otaliga gånger. Lukas Lundin tror dock att det värsta nu är bakom oss.

”Jag är riktigt optimistisk vad gäller den globala ekonomins allmänna tillstånd och hälsa. Exempelen talar sitt tydliga språk: trots all turbulens under 2011 såldes det fler bilar och förbrukades mer olja i världen än någonsin tidigare. För mig är det ett mycket tydligt tecken på att den globala ekonomin är mer robust idag än vad den var för, säg, tre till fyra år sedan. Idag har vi flera ekonomiskt betydelsefulla centra, vilket begränsar effekten av den sortens problem vi fortsätter att beskåda i delar av Europa.”

”Visst, vi har områden i Europa där det råder stor ovisshet och vissa länder upplever en avsevärd nedgång i konjunkturen. Det har varit svåra tider för en del av dessa ekonomier och jag tror att det kan bli fortsatt utmanande för dem under en viss tid, kanske ett par år – men vi kommer att fortsätta se långsamma förbättringar. Det finns redan många tecken som pekar på att politikerna faktiskt jobbar hårt med att få ner skuldnivån och få ordning på budgeten – vilket bådär gott på såväl medellång som lång sikt.”

Trots att han är optimist tror inte Lukas Lundin att 2012 blir en dans på rosor. Som investerare menar han att vi måste vara beredda på fortsatta svängningar.

”Häromdagen föll priset på guld mer än 100 USD per ounce, bara för att guldinvesterare blev nervösa när amerikanska centralbanken inte sade vad de ville höra. Så marknaden är nervös och jag tror att det kan komma några större börsrörningar under 2012.

Men generellt sett gäller samma tema som i fjol – världen fortsätter att växa med sunda siffror.”

Eftersom Lukas Lundin är optimist när det kommer till världsekonomins förmåga att bibehålla en stark tillväxtnivå är det svårt att föreställa sig vad som skulle få priset på olja att sänkas avsevärt från dagens nivåer.

”Efterfrågan kommer att fortsätta vara mycket hög, och därför tror jag priserna förblir på den här nivån resten av året. Samtidigt har vi en situation där det pratas mycket om en möjlig attack mot Iran för att förhindra att landet får tillgång till kärnvapen – och det utgör ett hot som innebär en möjlig stor prishöjning på olja, i alla fall på kort sikt.”

**Hur orolig är du för utvecklingen i Persiska viken och risken för att USA eller Israel angriper Iran inom en nära framtid?**

”Jag är bekymrad över vilken konsekvens de kommande månadernas beslut kommer att få. Det är ett farligt spel som i sista hand hotar att destabilisera regionen. Det sista någon vill ha i år är en sådan osäkerhet – särskilt politikerna i USA som har presidentvalet att ta itu med. Men det är möjligt att amerikanerna inte har tillräckligt inflytande för att förhindra en attack mot Iran.”

**Kan priset på olja bli för högt – och därmed hota en återgång i världsekonomin?**

”Jag förväntade mig det inte, men när priset på olja steg över 140 USD/fat – och närmade sig 150 USD – började amerikanerna förbruka mindre olja – och gick rätt fort från en total konsumtion på ungefär 21 miljoner fat till 19 miljoner fat. Så vid en viss nivå kommer människor att förbruka mindre olja. Jag tror att dagens nivåer på 100–140 USD per fat för Brentolja är ett sunt pris, men jag vill inte att priserna när-

mar sig 150–200 USD på kortare sikt, då det definitivt skulle utgöra ett hot mot den globala ekonomin.”

Du har sagt med bestämdhet att vi är inne i en supercykel vad gäller råvaror och att priserna på de flesta basmetaller kommer att ligga kvar på höga nivåer under överskådlig framtid. Hittills har du fått rätt – även om svängningarna på marknaden har varit rätt kraftiga här med. Koppar närmar sig 9 000 USD/ton och den magiska nivån om 10 000 USD är inom räckhåll. Vad tror du om priserna på basmetaller under 2012?

”Jag tror koppar blir kvar på den här nivån under resten av 2012, med en chans för en liten höjning av priset. Vi har sett att efterfrågan på järnmalm fortsätter att vara mycket robust – och eftersom det är en fundamental komponent i praktiskt sett alla former av infrastrukturinvesteringar tyder det på att resten av råvarorna också kommer att förbli starka.”

”Zink har varit svagare än koppar men om man tittar på det globala utbudet finns det många stora gruvor, som till exempel Century, där man kommer att sluta producera under de kommande åren, samtidigt som lagren sjunker. Därför är prognosen för zink mycket god just nu och jag tror att priset kan lätt fördubblas under de kommande 18 månaderna.”

**Nuförtiden verkar många vara oroliga att den kinesiska ekonomin kommer att störta – vilket innebär långtgående effekter för oss alla. Vad har du för åsikt om Kina och landets förmåga för fortsatt tillväxt på 8–10 procent under de kommande åren?**

”Den kinesiska ekonomin håller definitivt på att sakta ner lite grann. Det är svårt att bedöma siffrorna som lämnas ut av kineserna. De säger att ekonomin växer med 8 procent och det vill ju världen tro. Den riktiga siffran kan vara närmare 6 procent, vilket ändå är en ordentlig tillväxt.”

## Ett samtal med ordföranden



Guld fortsatte att briljera under 2011 – kommer priset att fortsätta stiga i riktning mot 2 000 USD/ounce under resten av 2012?

”En sak är säker – och det är att vi behöver trycka en väldig mängd nya pengar för att världen ska lösa skuldskrisen en gång för alla. I en sådan miljö är fasta tillgångar mycket värdefulla. Därför tror jag priset på guld kommer att fortsätta vara mycket starkt under kommande år.”

Vid den här tiden förra året hade Egyptens president Mubarak blivit avsatt och det fanns hopp om att det libyska folket skulle bli av min sin egen blodtörstiga diktator. Sedan hände det men upproren i arabvärlden fortsätter ändå. Hur ser du på framtiden i den här regionen?

”Världen har förändrats mycket under det senaste årtiondet. I dagsläget tror jag inte man kan styra ett land med den sortens diktatur som brukade finnas och som fortsätter att existera i Mellanöstern. Sociala media är alltför effektiva för att låta sådana här regimer sitta kvar vid makten med våldets hjälp. Egypten håller mycket, mycket långsamt på att implementera mer demokratiska system – även om militären har svårt att ge upp sin makt. Libyen måste ta tag i sina egna problem och se till att inbördesstriderna upphör. Jag tror att Tunisien har lyckats bäst med att implementera riktiga, varaktiga demokratiska reformer. Vad gäller Syrien så tror jag inte landet kan överleva i sin nuvarande stöpnig. President Bashar Al-Assad kan inte fortsätta att slakta sitt eget folk på lång sikt – han kommer att tvingas ge upp makten, på ett eller annat sätt.”

Lundinkoncernen har varit inriktad på investeringar i gruv- och oljeindustrierna. Finns det andra industrier som globala investerare bör granska lite närmare under det kommande året?

”Jag tror en obesjungen industri som håller på att vakna till är den amerikanska tillverkningsindustrin. USA blir mer och mer intressant som investeringsmål i och med att upptäckterna av skiffergas och skifferolja gör att landet blir mer självförsörjande vad gäller energi. Samtidigt har de en mycket produktiv arbetskraft. Tillsammans med trenden med ökad automatisering leder det antagligen till att tillverkningsjobben flyttar hem från Kina – i och med att det behövs färre och färre människor för att tillverka varorna. Jag tror detta blir den stora förändringen i världen under de kommande tio åren.”

Din far, Adolf Lundin, grundade Vostok Nafta i mitten av 90-talet och du har själv varit aktiv i Ryssland i över ett årtionde. Vad har du för åsikter om investeringsklimatet i Ryssland?

”Ryssland fortsätter att vara en svår plats att göra affärer – rättsstatsprincipen är fortfarande otydlig, landets infrastruktur behöver avsevärda uppgraderingar och dylikt. Lundinkoncernen kommer inte att söka nya direkta investeringsmöjligheter i Ryssland, i alla fall inte just för närvarande. Vi har investerat stora summor pengar där och fått mycket små avkastningar.”

Det var nyligen val i Ryssland. Som väntat är Putin tillbaka i förarsätet. Men vi har sett ett rätt stort antal människor demonstrera mot parlaments- och presidentvalen i flera månader. Tror du att vi får uppleva ett folkuppror i Ryssland inom några år?

”Det tror jag inte. Men visst var det ett slags varning. Jag tycker att makten i Ryssland inte har varit tillmötesgående nog visavi folket. De som demonstrerade i städer som Moskva och St. Petersburg tillhör egentligen mellanklassen – den klass som skapades av Putin. Så han får vara mycket försiktig

framöver – och inte tänja på gränserna på det sättet som han har gjort hittills.”

Valen i Ryssland är slut men vi har ett intressant år framför oss – med val i Frankrike och USA. Vad tippar du om resultatet där?

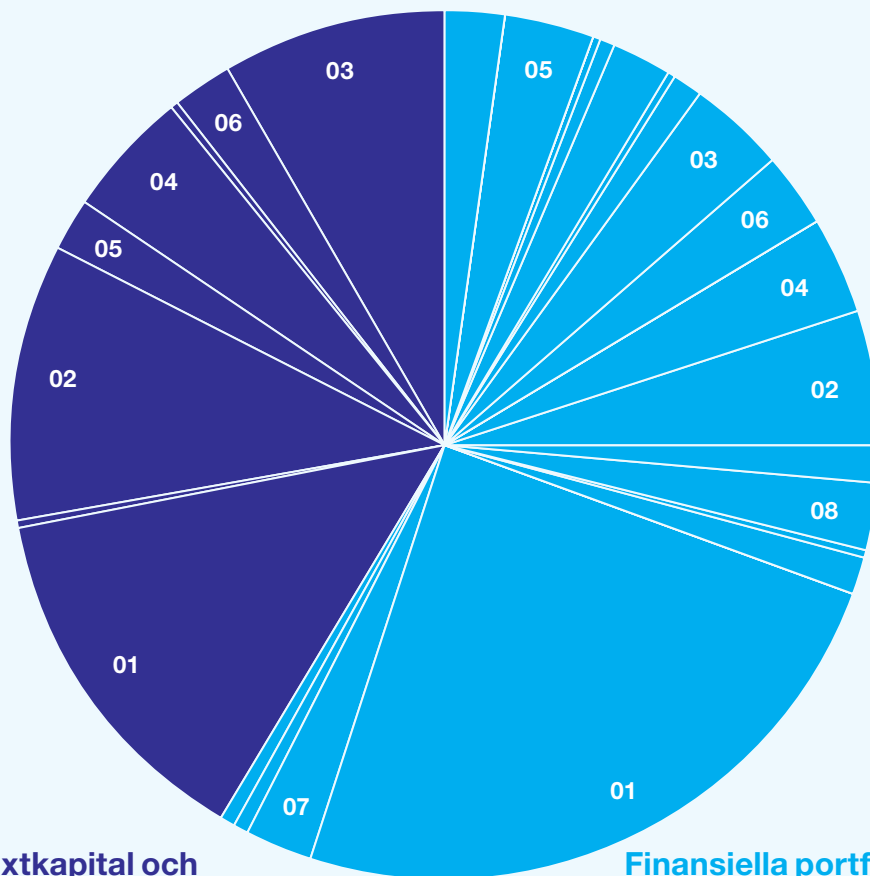
”Monsieur Hollande i Frankrike är en klassisk socialist som vill höja skatten. Jag tror inte han kan vinna valet. Han har gammalmodiga idéer; sådant som europeiska politiker brukade prata om för 40 år sedan. Om Sarkozy vinner är det nog det bästa för Frankrike just nu – och jag är övertygad om att det blir så. I USA är det sannolikt att Mister Obama vinner på walk over. Titta på hur splittrat det republikanska partiet är.

Man fortsätter att tala mycket om alternativ energi och Lundinkoncernen har gjort entré här via en investering i det börsnoterade solenergibolaget Etrion. Ska ni göra ytterligare investeringar i den här industrin?

”De flesta alternativa energikällorna är inte konkurrenskraftiga vid dagens energipriser; de är fortfarande alldeles för låga för att investeringar i alternativa energikällor ska bli tillräckligt lönsamma. Priserna på bensin är mycket låga, kol har en hyfsad prissättning och om oljepriset ligger kvar på dagens nivå kommer alternativet inte att visa sig vara särskilt intressanta. Men om oljepriset stiger till 200 USD/fat ändras förstås situationen. Just nu tror jag att solenergi är det mest intressanta – eftersom kostnaden för nyinstallationer sjunker drastiskt. Där har man bäst chans till lönsamhet utan subventioner.”

Med det tackar vi Lukas Lundin för hans tid och ser fram emot en sammanfattning av 2012 och en inblick i 2013 om ungefär ett år!

**Vostok Naftas investeringsportfölj  
per den 31 december 2011**



**Tillväxtkapital och onoterade innehav 41,3%**

- 01 Black Earth Farming 13,5%
- 02 Tinkoff Credit Systems 10,3%
- 03 Vosvik/Kontakt East (Avito & Yellow Pages) 8,3%
- 04 RusForest 4,6%
- 05 Tinkoff Credit Systems, obligationer 2,1%
- 06 RusForest, lån 2,0%

**Finansiella portföljinvesteringar 58,7%**

- 01 TNK-BP Holding 24,2%
- 02 Kuzbassrazrezugol 5,0%
- 03 Gornozavodsk Cement 3,8%
- 04 Kuzbass Fuel Company 3,5%
- 05 Alrosa 3,2%
- 06 Inter RAO 2,7%
- 07 Transneft 2,6%
- 08 Priargunsky Ind 2,6%

Koncernens substansvärde uppgick till 492,08 MUSD den 31 december 2011, motsvarande 4,93 USD per aktie. Givet en växelkurs SEK/USD om 6,9234 var motsvarande värden 3 406,84 miljoner svenska kronor (MSEK) respektive 34,12 SEK.

Under perioden 1 januari 2011–31 december 2011 minskade substansvärdet per aktie i USD med 21,32 procent. Under samma period minskade RTS-index med 21,94 procent mätt i USD.

Under perioden 1 januari 2011–31 december 2011 har investeringsportföljen, som motsvarar den största delen av Koncernens substansvärde, minskat i värde med 160,72 MUSD. Förändringarna i investeringsportföljen har varit (MUSD):

<b>Ingående värde av portföljen</b>	<b>615,00</b>
<b>Anskaffningar</b>	<b>97,63</b>
<b>Försäljningslikvider</b>	<b>-116,74</b>
<b>Resultat av försäljningar</b>	<b>16,43</b>
<b>Ränteintäkter</b>	<b>0,76</b>
<b>Valutakursdifferenser</b>	<b>0,42</b>
<b>Förändring i verkligt värde</b>	<b>-159,21</b>
<b>Utgående värde av investeringsportföljen</b>	<b>454,29</b>

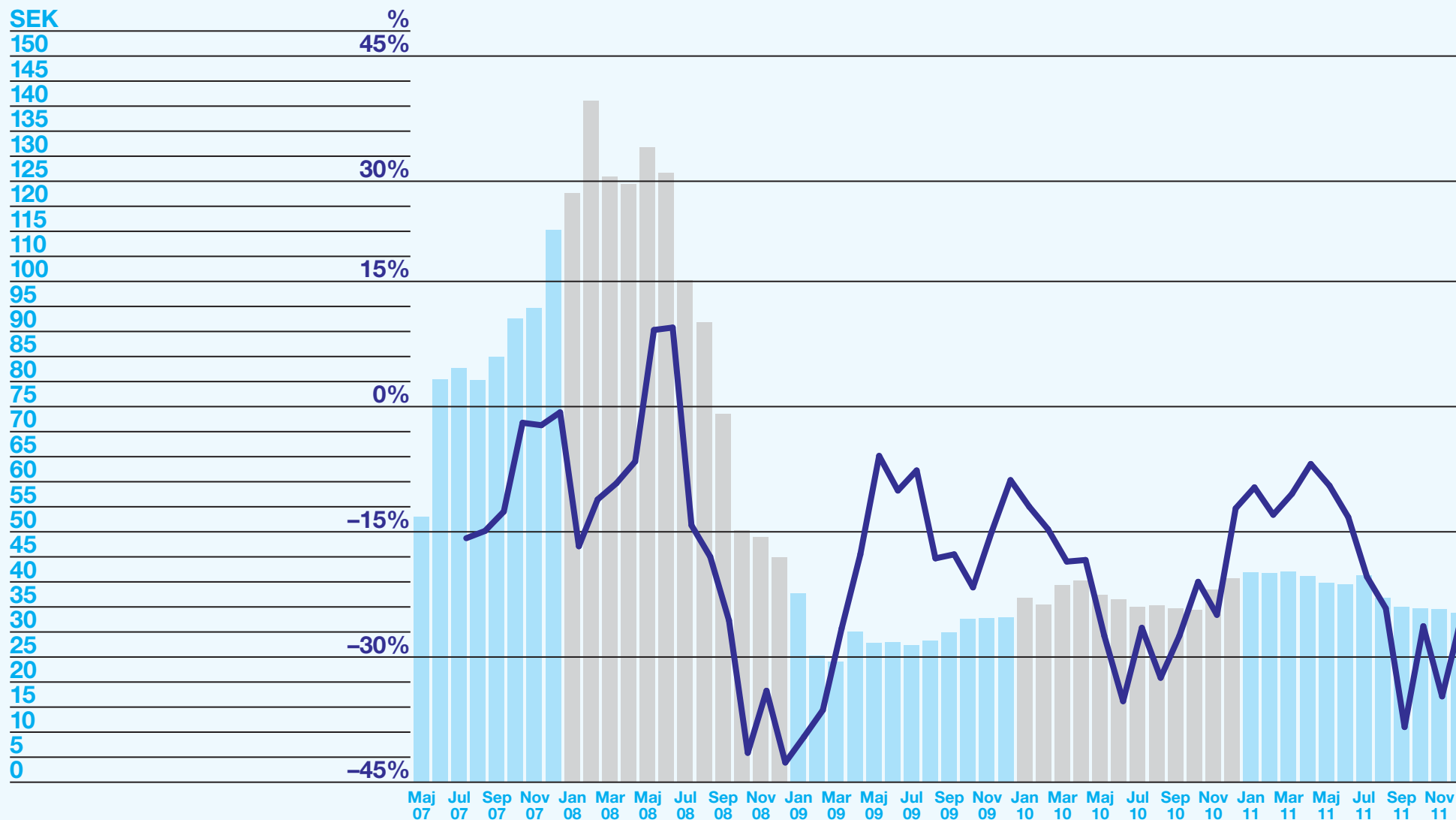
Större händelser i portföljen under året innefattar en delvis avveckling av innehaven i Alrosa (21,5 MUSD) och Transneft (18,5 MUSD), samt fullständig avveckling av koncernens innehav i RusHydro (7,4 MUSD), Ufaneftekhim (5,2 MUSD) och Ufa Oil Refinery (14,1 MUSD). Nya positioner har tagits i Acron (12,3 MUSD) och Inter RAO (13,7 MUSD). Därutöver har Vostok Naftas andel i RusForest minskat från 42,8 procent till 29,4 procent till följd av RusForests förvärv av Archangelsk-baserade Nord Timber Group i utbyte mot nyemitterade RusForest-aktier.

Per den 31 december 2011 bestod de tre största investeringarna av TNK-BP Holding (24,2 procent), Black Earth Farming (13,5 procent), och Tinkoff Credit Systems (TCS: 10,3 procent).

# Vostok Naftas investeringsportfölj

NAV maj 2007–december 2011,  
 Premie/rabatt juli 2007–december 2011  
 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 31 dec 2011	Andel av portföljen	Värde per aktie, USD 31 dec 2011	Värde per aktie, USD 31 dec 2010
30 888 704	Black Earth Farming	61 345 661	13,5%	1,99	3,90 2
406 156 995	Clean Tech East Holding	586 645	0,1%	0,00	0,02 2
1 006 513	Tinkoff Credit Systems (Egidaco), aktier 4	46 551 014	10,3%	46,25	40,47 1
	Tinkoff Credit Systems (Egidaco), obligationer	9 333 624	2,1%		1
28 165 209	RusForest, aktier	20 747 445	4,6%	0,74	1,88 2
	RusForest, utställda köpoptioner	-53 627	0,0%		2
	RusForest, obligationer	2 446 790	0,5%		1
	RusForest, lån	8 901 614	2,0%		3
50 000	Vosvik (Avito och Yellow Pages) 4	37 790 026	8,3%	755,80	390,76 2
	<b>Tillväxtkapital och onoterade innehav, totalt</b>	<b>187 649 192</b>	<b>41,3%</b>		
266 760	Acron	11 023 321	2,4%	41,32	1
1 765 000	Agrowill	323 802	0,1%	0,18	0,34 1
15 250 000	Alrosa	14 487 500	3,2%	0,95	0,53* 1
3 654	Bekabadcement	657 720	0,1%	180,00	180,00 1
5 364 850	Caspian Services	434 553	0,1%	0,08	0,12 1
272 106	Dakor	2 812 383	0,6%	10,34	10,59 1
	Eksporthfinans, obligationer	10 091 872	2,2%		1
300 000	Fortress Minerals	1 103 974	0,2%	3,68	4,26 1
16 434	Gaisky GOK	4 520 993	1,0%	275,10	390,00 1
63 500	Gornozavodsk Cement	17 462 500	3,8%	275,00	250,00 1
11 509 294 872	Inter RAO	12 386 683	2,7%	0,001	1
1 600 000	Kamkabel	160 000	0,0%	0,10	0,10 1
3 500 000	Kuzbass Fuel Company	15 750 000	3,5%	4,50	6,87 1
134 352 681	Kuzbassrazrezugol	22 839 956	5,0%	0,17	0,39 1
2 618 241	Kyrgyzenergo	168 688	0,0%	0,06	0,06 1

## Vostok Naftas portfölj per den 31 december 2011

# Vostok Naftas investeringsportfölj

Antal aktier	Bolag	Marknadsvärde, USD 31 dec 2011	Andel av portföljen	Värde per aktie, USD 31 dec 2011	Värde per aktie, USD 31 dec 2010
85 332	Podolsky Cement	106 665	0,0%	1,25	0,63 1
3 004 498	Poltava GOK	6 284 419	1,4%	2,09	5,23 1
111 685	Priargunsky Ind stam	11 168 500	2,5%	100,00	229,00 1
11 709	Priargunsky Ind pref	585 450	0,1%	50,00	109,00 1
1 442 400	Shalkiya Zinc GDR	100 968	0,0%	0,07	0,11 1
13 454 303	Steppe Cement	6 903 632	1,5%	0,51	0,79 1
623 800	TKS Real Estate	515 789	0,1%	0,83	1,59 1
15 760 237	TNK-BP Holding stam	40 590 396	8,9%	2,58	2,65 1
31 053 600	TNK-BP Holding pref	69 575 378	15,3%	2,24	2,44 1
7 730	Transneft pref	11 925 906	2,6%	1 542,81	1 233,16 1
1 215 000	Tuimazy Concrete Mixers	2 758 050	0,6%	2,27	4,30 1
154 334	Varyoganneftegaz pref	1 697 674	0,4%	11,00	19,50 1
	<b>Finansiella portföljinvesteringar, totalt</b>	<b>266 436 772</b>	<b>58,7%</b>		
	<b>Övriga långfristiga fordringar</b>	<b>200 000</b>	<b>0,0%</b>		<b>3</b>
	<b>Totalt</b>	<b>454 285 964</b>	<b>100,0%</b>		

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

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

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

4. Onoterat innehav

\* Justerat för aktiesplit

TNK-BP är ett ledande ryskt oljebolag och är ett av de tio största icke-statsägda oljebolagen i världen mätt i termer av oljeproduktion, och svarar för omkring 16 procent av Rysslands totala oljeproduktion. Bolaget bildades år 2003 i samband med sammanslagningen av BP:s ryska olje- och gastillgångar och Alfa Access Renovas (AAR) olje- och gastillgångar. 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 (de autonoma distrikten Khanty-Mansiysk och Yamalo-Nenets i Tyumenregionen), östra Sibirien (Irkutskregionen), och Volga-Ural (Orenburgregionen). 2011 var ytterligare ett år då bolaget framgångsrikt ersatte produktionen med nya reserver. Per den 31 december 2011 uppgick bolagets totala reserver enligt SEC LOF-kriteriet till 9,1 miljarder fat oljeekvivalenter, vilket motsvarar en reservsättningsgrad om 145 procent. Enligt PRMS-kriteriet var ersättningsgraden 203 procent – med totala bevisade reserver om 13,8 miljarder fat oljeekvivalenter. För att säkerställa produktionstillväxten

koncentreras 80 procent av investeringarna inom upstreamdivisionen. Bolagets mål är att ersätta 100 procent av sin produktion med nya reserver varje år.

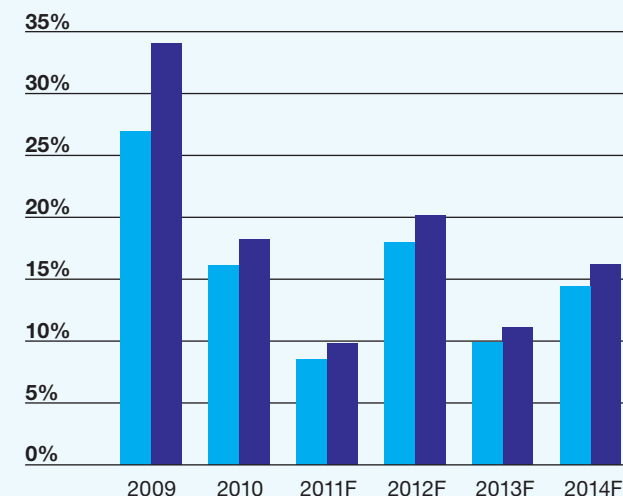
Intäkterna för 2011 ökade med 34 procent jämfört med 2010, till följd av högre priser på olja av Uralkvalitet och en tillväxt i produktionen, som dock delvis motverkades av en högre andel inhemsk försäljning. EBITDA nådde under 2011 en historisk hög nivå om 14,6 miljarder USD, vilket motsvarar en ökning om 41 procent på årsbasis, främst drivet av starkare råolja- och gaspriser samt högre oljeproduktion och raffineringens volymer. TNK-BP International genererade 5,9 miljarder USD i fritt kassaflöde under 2011 (en historiskt hög nivå) och baserat på företagets resultat för 2011, handlas aktien på 11 procent av sin fria kassaflödesavkastning. Nettoresultatet uppgick till rekordhöga 9 miljarder USD – vilket är 54 procent högre än 2010.

Olje- och gasproduktion från koncernens dotterbolag fortsatte att växa under 2011 och nådde en rekordnivå om 1,784 miljarder fat oljeekvivalenter per dag, en ökning med 2,4 procent jämfört med 2010. Produktionen inklusive dotterbolagen (Slavneft och

## TNK-BP: Direktavkastning 2009-2014F

Källa: VTB Capital

Direktavkastning (stamaktie) Direktavkastning (preferensaktie)



### TNK-BP Holding

Vostok Naftas aktieinnehav  
per den 31 december 2011

Stamaktier	15 760 237
Preferensaktier	31 053 600
Värde stamaktier	40 590 396
Värde preferensaktier	69 575 378
<b>Totalt värde (USD)</b>	<b>110 165 774</b>
Andel av portföljen	24,2%
Andel av totalt antal utestående aktier, stam	0,1%
Andel av totalt antal utestående aktier, pref	6,9%
Aktiekursutveckling 2011, stam	-2,8%
Aktiekursutveckling 2011, pref	-8,2%

Under året sålde Vostok Nafta 742 000 stamaktier  
och köpte 100 000 preferensaktier

# TNK-BP Holding

tillgångarna i Venezuela) uppgick till 1,987 miljoner fat oljeekvivalenter per dag, en ökning med 2,8 procent jämfört med 2010. Bolagets producerande Greenfields, Uvat och Verkhnechonskoye, fortsatte att leverera stark tillväxt och deras andel av den totala vätskeproduktionen uppgick till 14 procent. Företaget har under året avslutat sina internationella förvärv i Vietnam (där de har verksamhet till havs), Venezuela, och även gått in i Brasilien. I Ryssland har TNK-BP gjort betydande framsteg med sina projekt i Yamal-regionen, landets senaste olje- och gasprovins, som år 2020 skulle kunna bidra med över 30 procent av TNK-BP:s totala produktion.

En utlösande faktor för en uppvärdering av aktien har varit en företagsomstrukturering med syfte att öka det börshandlade aktiekapitalet och aktiens likviditet. TNK-BP:s aktier godkändes under 2010 för handel på både MICEX och RTS. Handel i både stam- och preferensaktier inleddes i december 2010. Tidigare har TNK-BP:s aktier enbart handlats på RTS (OTC-marknaden). Denna utveckling var mycket positiv, eftersom det har ökat likviditeten i TNK-BP:s befintliga aktier och varit gynnsam för bolagets minoritetsägare.

Enligt vår uppfattning beror den starka aktiekursutvecklingen under de första tre månaderna 2012 på ökad likviditet i aktien genom noteringen på lokala börser, dess goda utdelningshistorik och det starka oljepriset.

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, 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.

Den 31 december 2011 uppgick Black Earth Farmings mark under full äganderätt till 260 000 hektar, vilket motsvarar 82 procent av den kontrollerade

marken om totalt 318 000 hektar. Mark under långtidskontrakt uppgick till 40 000 hektar. Konsolidering och ytterligare förbättringar av den operationella effektiviteten i och runt de befintliga jordbruksanläggningarna är fortfarande företagets viktigaste mål. Landområden som inte ingår i kärnverksamheten, det vill säga obrukbar mark av låg kvalitet som enbart har nyttjats till betesmark, har avyttrats under 2011. Bolagets kortsiktiga fokus ligger för närvarande inte på att expandera marktillgångarna, utan istället på att slutföra registreringen av kontrollerad mark till full äganderätt. Samtidigt pågår operationella förbättringar som ger stora möjligheter för en långsiktig ökning av produktionen, och följaktligen också lönsamheten. Rysk jordbruksmark är fortfarande undervärderad, både i jämförelse med mark av samma kvalitet i andra länder och även i förhållande till underliggande produktionspotential. Black Earth Farming är fullt fokuserat på att realisera denna produktionspotential, och på att generera kassaflöden från tillgångarna för att synliggöra markvärdet.

Det faktum att Black Earth Farmings rörelseförlust för 2011 är av samma storlek som under 2010 är naturligtvis en stor besvikelse. Flera drivkrafter, både externa och interna, som påverkar avkastning och pris, har begränsat intäkterna under 2011. Trots att de absoluta intäkterna om 77,7 miljoner USD har ökat med 29 procent jämfört med 2010 till följd av ökade volymer, är marknadspriserna och lagervär-

deringen lägre 2011 än under 2010. Skörden 2011 drabbades av tidig torka och fram till mitten av juli var mängden nederbörd i stort sett identisk med mängden som föll under 2010. Detta fick en kraftig påverkan på de skördade volymerna av vete, korn och raps. Även om skörden ökade i jämförelse med skörden 2010, som var drabbad av torkan, så var 2011 års skörd av dessa tre grödor betydligt lägre än förväntningarna. Avkastningen på vete och korn var 30–35 procent lägre än den genomsnittliga avkastningen som uppnåts under normala förhållanden under åren 2007 till 2009. De inhemska priserna i Ryssland har dock stärkts successivt sedan december 2011.

År 2011 tog Richard Warburton från Kinnevik över rollen som VD för BEF, vilket innebar 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. Det finns många pågående initiativ för att möjliggöra en högre avkastning. Bolaget har prioriterat sina insatser för att grundligt förbättra ledningen inom produktionen på både topp- och mellannivå, samt för att ta in en ny teknisk partner. Dessa förbättringar kommer att ta tid, men förväntas få gradvis effekt under de kommande två till tre åren. Fokus ligger för närvarande på att öka produktiviteten och samtidigt implementera en kostnadsstruk-

### Black Earth Farming

Vostok Naftas aktieinnehav  
per den 31 december 2011

30 888 704

Totalt värde (USD)

61 345 661

Andel av portföljen

13,5%

Andel av totalt antal utestående aktier

24,8%

Aktiekursutveckling 2011 (i USD)

-49,0%

Under året köpte och sålde Vostok Nafta 0 aktier

# Black Earth Farming

tur i världsklass. Pågående kostnadsbesparingar riktas mot fasta kostnader som inte påverkar nivån på skörden. Sammantaget tycker vi att det är rimligt att förvänta sig att BEF:s avkastning på en korg av blandade spannmål om idag cirka 3 ton/hektar ska kunna öka med mellan 25 och 40 procent. Detta skulle innebära att avkastningen per hektar stiger till över 4 ton, medan intäkterna per hektar ökar från dagens 760 USD till cirka 1 000 USD inom ett par år (se diagram *Lönsamhet jämfört med investeringar* och *Lönsamhetsökning* till höger). Denna avkastningsförbättring kommer att bli verklighet som ett resultat av de engångsarbeten som utförs under de kommande åren, vilket sedan innebär att de framtida operativa kostnaderna per hektar förblir oförändrade – vilket i sin tur gör det möjligt för de ökade intäkterna att falla ner på sista raden i resultaträkningen. Mätt i relation till BEF:s investerade kapital om 1 100 USD per hektar kommer avkastningen att stiga från omkring 30 procent till mellan 50 och 60 procent.

Allteftersom den arbetsintensiva processen för markregistrering närmar sig sitt slut minskar BEF:s kostnader till nivåer under globala riktmärken – och på så sätt kan Bolaget till fullo utnyttja potentialen för att nå en mycket lönsam storskalig jordbruksverksamhet.

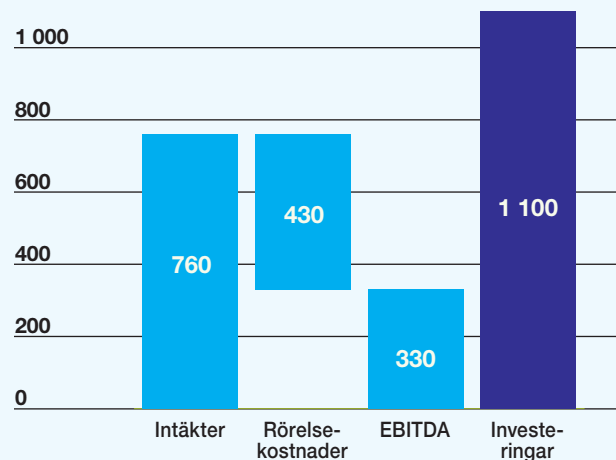
Vi har under året inte handlat i Black Earth Farming-aktien. Som vi diskuterat tidigare visade sig 2011 vara ännu ett år av ogynnsamma värdeförhållanden i den centralryska regionen, där Black Earth Farming bedriver sin verksamhet. Marknaden har därför ännu inte fått se resultatet av ett vädermässigt normalt år, vilket krävs för att sätta en normal värdering på företaget. Istället har aktien sjunkit under året. Att det sker är naturligt, men det erbjuder ännu större hävstång mot ett normalt år. Det är självklart alldeles för tidigt för att vi ska kunna säga hur 2012 kommer att bli, men så här långt har vintersäsongen utvecklats väl.

### Lönsamhet jämfört med investeringar

USD per hektar

Källa: Företagsdata, Vostok Naftas estimat

1 200

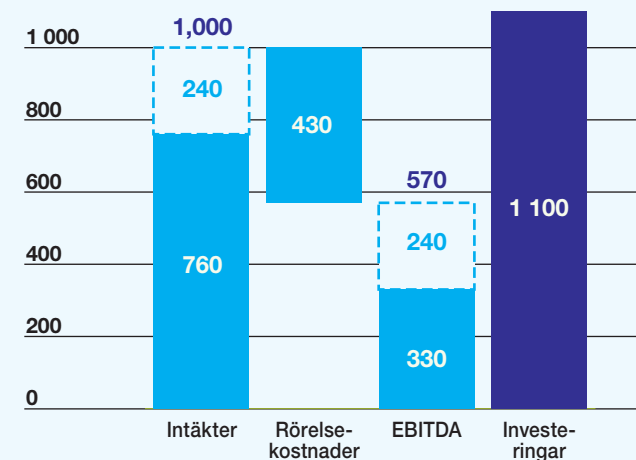


### Lönsamhetsökning

USD per hektar

Källa: Företagsdata, Vostok Naftas estimat

1 200





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 från framgångsrika företag inom konsumentsektorn. Affärsmodellen är kontorslös, där kundrekrytering och distribution hanteras direkt via brevkontakt och kompletteras av onlinetjänster. 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 tjänster nyttjas av miljontals kunder. 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 bevisad förmåga till snabb tillväxt och service inom kreditgivning. Både Fitch och Moody's har noterat den positiva utvecklingen i bolagets kreditvärdighet och under 2011 uppgraderade de TCS till B respektive B2. Uppgraderingen motiveras av en diversifiering av finansieringsbasen

### Tinkoff Credit Systems

Vostok Naftas aktieinnehav  
per den 31 december 2011

Totalt värde (USD)  
Andel av portföljen  
Andel av totalt antal utestående aktier  
Utveckling värde 2011 (i USD)

1 006 513  
46 551 014  
10,3%  
15,8%  
14,3%

Under året sålde Vostok Nafta 66 661 aktier

tillsammans med den starka kassaflödeskapaciteten, vilket avsevärt minskar likviditetsrisken.

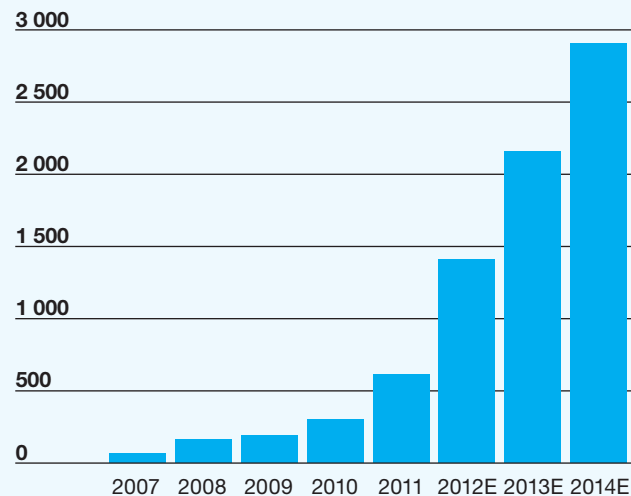
Ett större antal medelinkomsthushåll och uppkomsten av shoppingportaler online har gjort att kreditkortsmarknaden i tillväxtländer har växt exceptionellt snabbt under de senaste åren. Totalt antal utfärdade kreditkort har ökat med 17 respektive 29 procent i Polen och Kina mellan åren 2008–2010. Detta kan jämföras med Rysslands årliga ökning om endast två procent mellan åren 2008–2010. Rysslands kreditkortspenetrationsgrad är fortfarande extremt låg (omkring 10 procent år 2011) och uppvisar därmed en mycket god 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 en nuvarande andel om närmare 6 procent. Den ryska banksektorn som helhet väntas ge minst 20 procents avkastning på genomsnittligt eget kapital under de kommande två åren, trots volatila marknader. Ryska banker fortsätter att leverera imponerande finansiella resultat, drivet av utlåningstillväxt, mer stabila eller utvidgade nettoräntemarginaler tillsammans med en låg riskkostnad. Utlåningstillväxten har redan slagit förväntningarna för 2011 på årsbasis och sektorn är fortfarande underpenetre-

### Portföljstorlek 2007–2014E

MUSD.

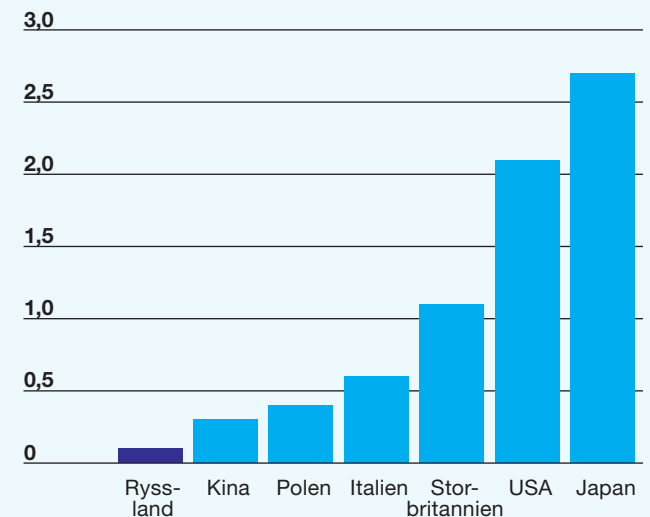
Källa: Företagsdata



### Internationell jämförelse av kreditkortspenetrationsgrad 2011E

Kreditkort per person.

Källa: CBR, Euromonitor, CIA World Fact Book, lafferty.com



# Tinkoff Credit Systems

rad, med företags- och privatlån/BNP om 32 procent respektive 9 procent – den lägsta nivån bland tillväxtmarknaderna. Den viktigaste drivkraften för konsumentbelåning är det vändande konsumentförtroendet. Den ryska konsumentutlåningsmarknaden fortsätter att växa starkt från en mycket låg nivå. TCS fokus och unika affärsmodell gör det möjligt för bolaget att ta tillvara på denna tillväxt och växa snabbare än marknaden. Trots att kreditkort är den snabbast växande formen av konsumentbelåning, är Rysslands nuvarande kreditkortspenetration fortfarande endast en bråkdel av de nivåer som syns hos både utvecklade marknader och andra tillväxtmarknader. Då ryska konsumenter fortfarande är underbelånade anses den ryska marknaden vara ett lysande exempel på outnyttjad tillväxtpotential.

Tinkoff Credit Systems har fortsatt att leverera rekordstarka finansiella resultat under 2011. Insättningar ökade med 110,8 procent år 2011, från 169,9 miljoner USD år 2010 till 358,4 miljoner USD år 2011. Kreditkortsportföljen ökade med 104,2 procent år 2011, från 300,6 miljoner USD till 613,8 miljoner USD. Den 29 december 2011 emitterade TCS Bank framgångsrikt ett obligationslån om 550 miljoner SEK (ca 80 miljoner USD). Lånet löper fram till 2013 och har en kupongränta om 12,75 procent. Teckningspriset var 95 procent. Intäkterna från obligationen kommer att användas till att möjliggöra en fortsatt tillväxt i bankens kreditkortsportfölj. Efter att ha uppnått sitt löfte att fördubbla storleken på sin portfölj år 2011 planerar TCS nu en ökning med ytterligare 60–90 procent under år 2012.

Vi har genomfört en mindre transaktion i TCS, då vi avyttrade de noll-realvärdeoptioner som vi erhöll som en del av vår ursprungliga investering i företaget 2007.

Avito erbjuder privatpersoner och företag möjlighet att köpa och sälja varor genom radannonser på internet, i likhet med Blocket i Sverige eller Craigslist i USA. Avito är den största och snabbast växande e-handelssajten i Ryssland, och antalet månatliga unika besökare fortsatte att växa i snabb takt under 2011. 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.

I jämförelse med västerländska marknader har Ryssland en mycket låg andel internetanvändare i förhållande till den totala befolkningen. Trots att tillväxten är hög är den nuvarande penetrationen i Ryssland låg i relativa termer, men ändå mycket hög i absoluta tal. Enligt ComScore är Ryssland redan idag den största internetmarknaden i Europa, efter att ha gått om Tyskland. Dessa siffror kan jämföras med Sverige, vars internetpenetration är omkring 93 procent, men som trots det endast har cirka 8,4 miljoner användare. År 2013 förväntas antalet internetanvändare i Ryssland uppgå till 90 miljoner, med en penetration om 67 procent. Marknaden för inter-

netrelaterade tjänster förväntas växa avsevärt i samband med en ökad internetanvändning, och antalet ryssar som vill handla online växte exponentiellt under det senaste året. Rekordmånga, 6,1 miljoner, ryssar handlade online förra året. Det motsvarar en ökning med 16,5 procent jämfört med 5,2 miljoner år 2010.

”The Public Opinion Foundation” har uppskattat storleken på den ryska e-handelsmarknaden till 315 miljarder RUB (10,7 miljarder USD). Denna siffra ligger nära storleken på marknaderna i Indien och Brasilien, på grund av Rysslands betydligt högre summa per näthandlare: cirka 1 800 USD per år (4–10x BRIC). Endast fyra procent av den ryska befolkningen använder sig av e-handel, jämfört med cirka 10 procent i Kina och Brasilien och mellan 25 och 40 procent i Västeuropa. Den ryska e-handelsmarknaden växer snabbt (cirka 30 till 35 procent under 2011) och Avito har rapporterat stora ökningar i antal användare och omsättning allteftersom internetanvändningen har skjutit i höjden och bredbandspenetrationen ökat i flera ryska regioner. Under det fjärde kvartalet 2011 hade Avito 18,3 miljoner unika besökare varje månad (att jämföra med 8,7 miljoner under det fjärde kvartalet 2010). Avitos intäkter uppgick till cirka 8,5 miljoner USD år 2011, jämfört med cirka 1 miljon USD 2010.

Avitos målgrupp är en av de snabbast växande internetpopulationerna i världen och värderingen av bolaget skulle kunna vara betydligt högre om företaget fortsätter att stärka sin ledande ställning på marknaden. Avito är ett bolag i en mycket spännande fas, med lysande framtidsutsikter.

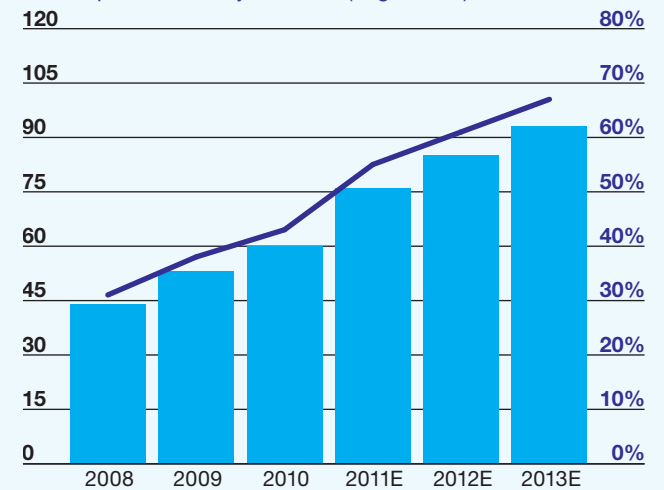
Vi deltog i nyemissionen i Avito i mitten av 2011. I övrigt har inga transaktioner skett.

## Internetanvändare och internetpenetration i Ryssland 2008–2013E

Källa: J'son & Partners

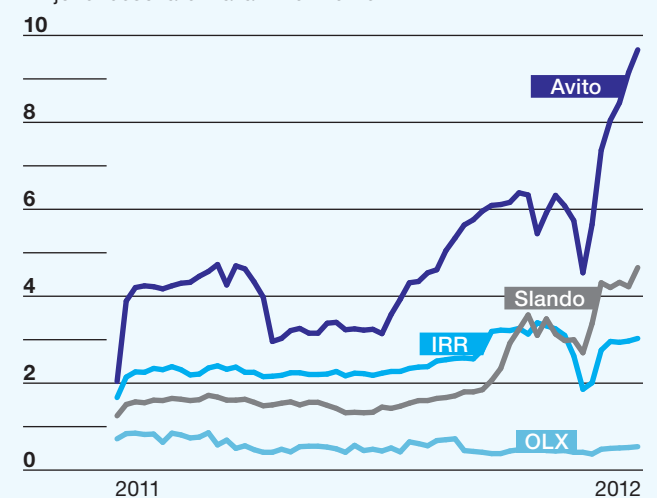
Internetanvändare i Ryssland, million (vänster skala)

Internetpenetration i Ryssland, % (höger skala)



## Unika besökare per vecka

Miljoner besökare. Källa: Live Internet



### Avito\*

Vostok Naftas aktieinnehav per den 31 december 2011	5 975 586
Totalt värde (USD)	37 749 590
Andel av portföljen	8,3%
Andel av totalt antal utestående aktier	23,8%
Utveckling värde 2011 (i USD)	121,6%

Under året deltog Vostok Nafta i nyemissionen, vilket ledde till en ökning av innehavet med 698 630 aktier genom Vosvik AB

\* Aktierna i Avito ägs genom holdingbolaget Vosvik AB.

# Avito

RusForest är ett skogsbolag med verksamhet i östra Sibirien samt i Archangelskregionen i nordvästra Ryssland. Sedan Bolagets bildande 2006 har RusForest vuxit kraftigt med avseende på skogstillgångar och sågverkskapacitet, både genom strategiska förvärv och egna utvecklingsprojekt. Bolaget kontrollerar genom långfristiga arrendeavtal omkring 3 miljoner hektar skog med årliga avverkningsrätter om cirka 3,6 miljoner m<sup>3</sup>. Under 2011 ökade Bolagets skogstillgångar genom förvärvet av bolaget NTG i Archangelsk, nya skogsarrenden i Magistralny samt förvärv av två avverkningsbolag i Bogotjanyregionen. RusForests huvudsakliga affärsidé är att förädla tall-, gran- och lärkbeståndet på sina skogsmarker till en rad olika sågade trävaror, varav en mindre andel hyvlade varor inklusive golv- och interiörprodukter. Koncernens sågverkskapacitet, som idag uppgår till cirka 415 000 m<sup>3</sup> beräknas efter fullföljande av de pågående investeringarna successivt kunna ökas till 500 000-550 000 m<sup>3</sup> sågade trävaror. Det finns ytterligare en betydande potential (upp emot 800 000-850 000 m<sup>3</sup> sågade trävaror) inom ramen för den maximalt tillåtna avverkningen.

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. Skogstillgångarna i

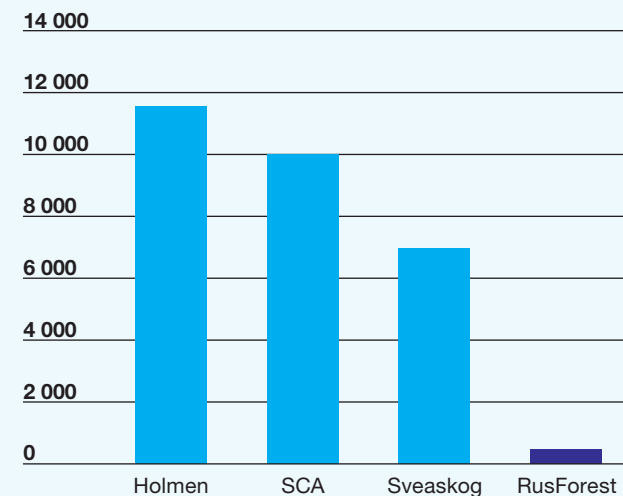
dessa områden är av hög kvalitet och är därmed, givet välriktade investeringar inom produktion, mycket lämpliga för att producera sågade trävaror av en kvalitet som är uppskattad på de internationella marknaderna. Inom ryskt skogsbruk finns en stor förbättringspotential när det gäller operationell effektivitet, för att man fullt ut ska kunna utnyttja konkurrensfördelen av att ha tillgång till råvara till en mycket låg kostnad. RusForest har en mycket imponerande tillgångsbas, både vad gäller skogsbruk och utrustning, som för närvarande värderas mycket konservativt. Vid en jämförelse av värderingar av skogstillgångar hos de svenska skogsbolagen Holmen, SCA och Sveaskog visar sig Rusforest värde vara extremt rabatterat. I en jämförelse av respektive bolags skogsvärde i balansräkningen delat med antal hektar kontrollerad mark, värderas Holmen till ca 11 560 kronor per hektar skog, SCA till ca 10 000 kronor per hektar och Sveaskog till ca 6 970 kronor per hektar. RusForests hela företagsvärde på 1,4 miljarder SEK (räknat efter 2012 års nyemission) dividerat med antal hektar kontrollerad mark, ger ett värde på cirka 460 kronor per hektar. (se diagram *Branschjämförelse: värdering av skogstillgångar*) Det finns en betydande potential att tjäna pengar på dessa tillgångar och därigenom skapa en god avkastning till RusForests 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 marknader med högre marginaler, som Europa. RusForest mål är att tillämpa skandinavisk best-practise 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

## Branschjämförelse: värdering av skogstillgångar

SEK. Källa: Företagsdata

BV/hektar RusForest: EV/hektar



sågverksbolag i Ryssland genom att till fullo ta tillvara skogsresurserna och samtidigt generera en rimlig avkastning till Bolagets aktieägare. För den övergripande strategin är det naturligt att bolaget utreder alla tänkbara lösningar och diskuterar hur restprodukter kan utnyttjas fullt ut för att generera mer intäkter. Närmare 65 procent av de avverkade timmervolymererna blir så småningom något annat än exporterade sågade trävaror, och både massaved och flis säljs ofta till ett pris som är under produk-

### RusForest

Vostok Naftas aktieinnehav  
per den 31 december 2011

28 165 209

Totalt värde (USD)

20 747 445

Andel av portföljen

4,6%

Andel av totalt antal utestående aktier

29,4%

Aktiekursutveckling 2011 (i USD)

-60,8%

Under året köpte och sålde Vostok Nafta 0 aktier

# RusForest

tionskostnaden, vilket får en negativ inverkan på koncernens lönsamhet. I december 2011 förvärvade RusForest Clean Tech East Holdings affärsområde Biomass Fuels, vars verksamhet består av att tillverka och sälja träpellets. Tanken är att, tillsammans med en industriell partner, flytta den förvärvade utrustningen till sågverket LDK-3:s industriområde i Archangelsk, och där producera högkvalitativ pellets för den europeiska marknaden, med stöd av redan existerande biprodukter.

I januari 2012 tillkännagavs att RusForest har för avsikt att genomföra en nyemission om cirka 450 miljoner kronor (67 miljoner USD). Teckningsperioden löper mellan 21 mars–4 april 2012. Kapitalet kommer att användas för färdigställande av pågående investeringar i östra Sibirien samt i Archangelskregionen och kommer att möjliggöra en fortsatt expansion av avverkningskapacitet, liksom en utbyggnad av sågverkskapaciteten i bolagets verksamhet. Emissionen kommer också att bidra till att ge RusForest det ytterligare rörelsekapital som behövs till följd av tidigare förluster som uppstått i verksamheten under 2011. Priset på sågade trävaror (av de kvaliteter som RusForest tillverkar) föll med cirka 20 procent under året. Om detta hade inträffat i mitten av 2012 skulle bolaget ha producerat tillräckligt stora volymer av de sågade trävarorna, med stöd av sin egen avverkningsverksamhet, för att uppnå en kostnad per enhet som var tillräckligt låg för att man fortfarande skulle ha varit lönsamt under de nu rådande prisförhållandena.

Prisfallet kom dock under en tid då produktionen höll på att tas upp mot full kapacitet och fortfarande inte befann sig på en sådan nivå att enhetskostnaden var tillräckligt låg. I den operativa delen av verksamheten har RusForest upplevt förseningar i att installera utrustning samt förseningar när det gäller att bli kvitt kostnader som härstammar från den

”sovjetiska eran”. Företrädesemissionen behövs för att bekosta färdigställandet av det investeringsprogram som sjuväntes i mitten av 2010 och för en situation där priset på sågade trävaror förblir lågt under de kommande åren (även om man i branschen globalt upplever en mycket svår situation vid dessa priser). Trots att det fortfarande finns stor osäkerhet i den globala ekonomin så uppvisar den globala marknaden för sågade trävaror vissa tecken på förbättrade priser. Rysslands planerade inträde i WTO bör också kunna ha en positiv effekt på den ryska skogsindustrin, framför allt påverkas nuvarande tullar för export av timmer och massaved. Då RusForest säljer en stor del av produktionen på redan ingångna kontrakt, kommer det att ta tid innan förändringarna i marknadspriser kommer att synas i intäkterna – och därför är det svårt att förutse i vilken utsträckning förändringarna på marknaden kommer att påverka RusForest. Det är viktigt att notera att trots förlusterna under 2011, så ökar de genomsnittliga intäkterna per såld kubikmeter och den genomsnittliga kostnaden per enhet sjunker som planerat. Detta kommer att göra det fullt möjligt att nå ett positivt EBITDA-resultat under 2012, allt annat lika.

Inga förändringar har skett i vårt RusForest-innehav under året. Som tidigare nämnts blev 2011 ett besvikelsens år när det gäller aktiekursutvecklingen. Den främsta anledningen till den negativa utvecklingen är att RusForest inte lyckades uppnå ett nollresultat för året, utan istället redovisade en stor nettoförlust. Denna var resultatet av sjunkande priser på sågade trävaror, sex månaders försening i införsel till Ryssland och installation av den nya utrustningen, samt stoppet på de globala och lokala kreditmarknaderna under andra halvåret som svar på främst likviditetskrisen i Europa. Man skulle också kunna säga att RusForest är ett ungt företag och kanske ännu inte redo för en aktiemarknad fokuserad på kvartals-

## RusForest: kostnadsstruktur

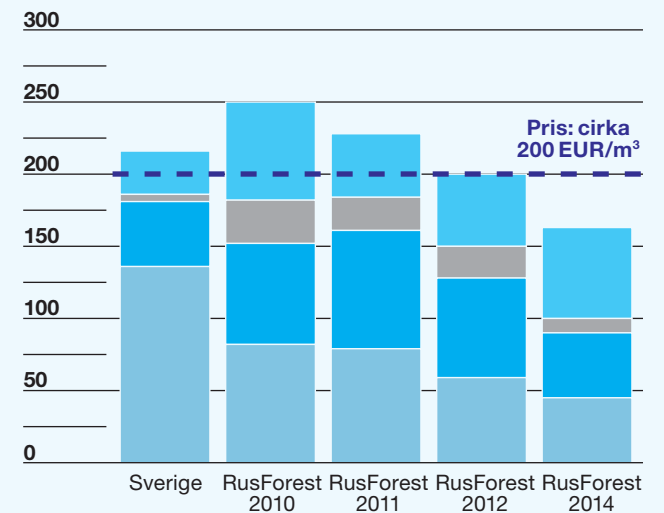
EUR/m<sup>3</sup>. Källa: Företagsdata

Frakt

Administration

Produktion

Råmaterial



resultat. Att bygga upp en stor avverknings- och sågverksverksamhet är ett tidskrävande åtagande var som helst i världen, och än mer så i Ryssland. Förseningarna som drabbade företaget under 2011 är till besvär, men inte det kompletta misslyckande som marknaden verkar se.

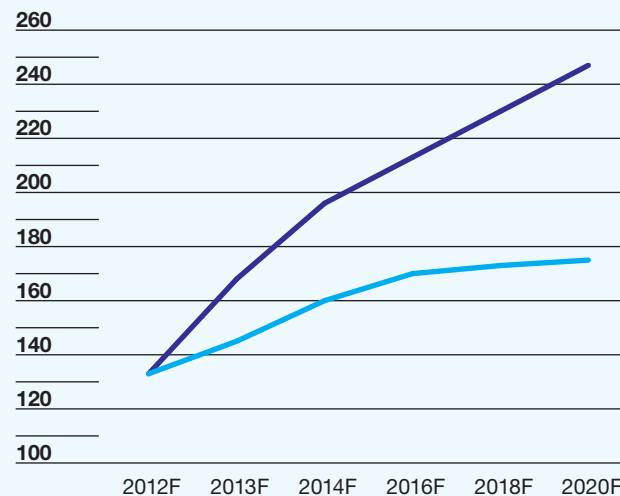
Alrosa är världens största producent av rådiamanter mätt i volym, med en produktion om 34,4 miljoner karat under 2010 – vilket var något över De Beers totala produktion om 33 miljoner karat. Bolaget bedömer att den årliga produktionen kommer att öka med 15 procent från nuvarande nivåer för att 2018 nå 39,6 miljoner karat. Alrosa, som ligger i Sakharepubliken i östra Ryssland, står för 96 procent av Rysslands totala diamantproduktion och cirka 25 procent av den globala diamantproduktionen. Tillsammans med De Beers kontrollerar de två företagen över 50 procent av den internationella diamantmarknaden. De största aktieägarna är den ryska staten och den regionala regeringen i Sakha, som tillsammans kontrollerar över 90 procent av bolaget. Alrosas diamantreserver och resurser är preliminärt uppskattade till 1,6 miljarder ton malm med 1,3 miljarder karat diamanter. Den genomsnittliga malhalten är 0,81 karat per ton.

Den ekonomiska tillväxten tros vara den främsta drivkraften för efterfrågan av diamanter, med Kina, Indien och Mellanöstern som viktiga faktorer bakom en uppgång i efterfrågan. Den globala ekonomiska nedgången ledde till en minskning i efterfrågan, men efterfrågan på smycken ökar nu åter – i takt med att konsumentförtroendet ökar och löneinkomsterna i många länder stiger. I slutet av 2009 blev Kina världens näst största diamantkonsument efter USA, och

### Utbud och efterfrågan på rådiamanter 2012F–2020F

Miljoner karat. Källa: Bain & Company

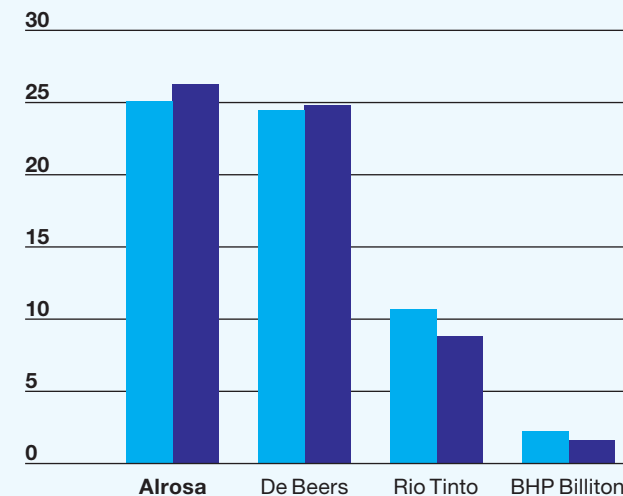
Utbud Efterfrågan



### Produktionsdynamik: Alrosa och främsta diamantproducenter

Tusen karat. Källa: Företagsdata

9 månader 2010 9 månader 2011



#### Alrosa

Vostok Naftas aktieinnehav  
per den 31 december 2011

15 250 000

Totalt värde (USD)

14 487 500

Andel av portföljen

3,2%

Andel av totalt antal utestående aktier

0,2%

Aktiekursutveckling 2011

78,2%

Under året sålde Vostok Nafta 18 803 305 aktier

# Alrosa

Boston Consulting Group förutspår att Kina kommer att vara världens största marknad för lyxvaror mellan 2014 och 2016. Alrosas produktion av högkvalitativa ädeldiamanter, som främst används i smyckesindustrin, svarar för cirka 99 procent av Alrosas försäljningsintäkter.

Under det fjärde kvartalet 2011 stagnerade efterfrågan på rådiamanter till följd av de osäkra makroekonomiska utsikterna och Indiens likviditetsproblem, men i början av 2012 har rådiamantproducenterna sett en stadig tillväxt i efterfrågan jämfört med slutet av förra året. På längre sikt är marknaden för rådiamanter fundamentalt sett fortfarande stark, tack vare en ökande efterfrågan och ett oförändrat utbud. Alrosa förväntar sig en fortsatt ökad efterfrågan på oslipade diamanter det första kvartalet i år jämfört med fjärde kvartalet i fjol. Bolaget har rapporterat att de räknar med att öka försäljningen under det första kvartalet med 20 procent på årsbasis – till 1,1 miljarder USD. Detta är ett resultat av en stark efterfrågan på diamanter på spotmarknaden. Bolaget räknar också med att nettovinsten kommer att uppgå till över 34,1 miljarder RUB år 2012, en årlig ökning med 16,9 procent. Investeringarna väntas uppgå till 21,8 miljarder RUB och ökningen av de geologiska prospekteringskostnaderna med 31,7 procent – till 5,4 miljarder RUB.

Förväntningarna är att öppenheten och bolagsstyrningen kommer att förbättras – och att den nuvarande rabatten jämfört med bolagets konkurrenter ska minska mer än vad den redan har gjort under 2011. Förväntningarna är att en riktig börsnotering kommer att bli verklighet i slutet av 2012, eller under början av 2013. I december 2010 röstade den regionala regeringen i Sakha för att konvertera Alrosa från ett slutet aktiebolag till ett publikt aktiebolag (OJSC), vilket därmed tillät bolagets aktier att handlas fritt på de ryska börserna.

Bolaget genomförde en aktiesplit under hösten 2011 vid konverteringsförhållandet 27 005, där var och en av bolagets gamla aktier omvandlades till 27 005 nya aktier. Den positiva effekten av aktiespliten är högre likviditet, vilket i sin tur gör aktierna mer attraktiva för investerare att äga. Det är tydligt att bolagets noteringsplaner och alltmer tilltalande investeringscase lockar fler investerares intresse, och aktiens likviditet och performance har därför förbättrats avsevärt under 2011.

Vi har under 2011 avyttrat en del av vårt innehav i Alrosa för att realisera en del av vinsten från aktiens starka kursutveckling. Vi upplever att utvecklingen främst drivits av nyhetsflödet om Alrosas noteringsplaner i slutet av 2012 eller början av 2013.

Gornozavodsk Cement är en medelstor oberoende cementtillverkare, belägen i Perm-regionen i Uralbergen. Företagets huvudprodukter är portlandcement, som används i konstruktionssektorn – samt cement som används av kunder inom olje- och gasindustrin. Cement är ett av de viktigaste byggmaterialen för den globala konstruktionsindustrin. Efter en nedgång under 2009 uppvisar den ryska cementindustrin nu en snabb återhämtning. Ryssland och dess grannländer har ett omfattande behov av att uppgradera sin underutvecklade infrastruktur, vilket är avgörande för att vidhålla regionens ekonomiska omvandling. Investeringar i vägar, järnvägar, hamnar, el- och vattennät har inte hållit jämna steg med avskrivningstakten sedan sovjettiden. Då Vostok Nafta ser detta tema som avgörande för den långsiktiga tillväxtbanan i Rysslands ekonomi, har flera investeringar i cementproducerande företag i Ryssland och dess närområden genomförts. Cementsektorn är starkt exponerad mot investeringar i infrastruktur, och visar också på höga inträdesbarriärer givet det begränsade utbudet av kalksten samt ett lågt värde i förhållande till vikt – vilket gör det oekonomiskt att transportera cement över längre avstånd.

Trots att den globala oron fortfarande utgör en betydande kortsiktig risk för byggverksamheten i Ryssland, visade trenden i december på att den

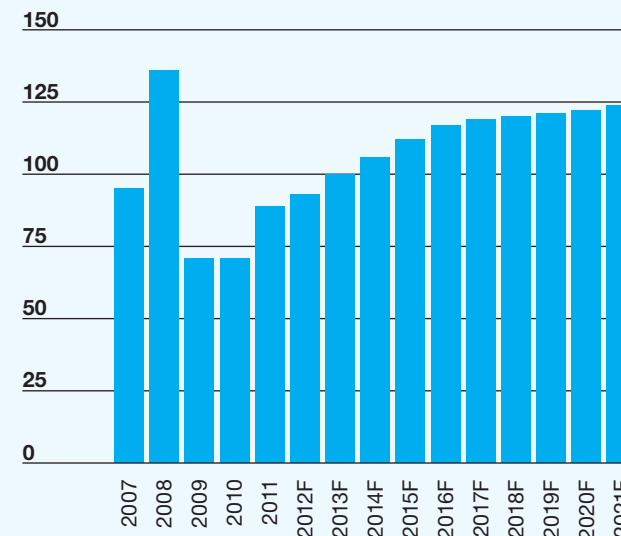
senaste tidens oro kan vara överdriven. Det genomsnittliga ryska cementpriset ökade under 2011 med 26 procent på årsbasis (mätt i USD), till 89 USD/ton. Den säsongsmässiga prisnedgången i december var obetydlig, med bara 1 procent nedgång på månadsbasis i RUB-termer. I Sibirien var i december prisnedgången 2 procent på månadsbasis, men priset var fortsatt högt på 2 943 RUB/ton (89 USD/ton baserat på växelkursen i december) och översteg det genomsnittliga ryska priset för månaden med 5 procent.

Med en av industrins lägsta utnyttjandegrader bör Gornozavodsk kunna öka sin produktion utan några betydande investeringar när cementmarknaden återhämtar sig och efterfrågan stärks. Företaget har en total produktionskapacitet om 2,1 miljoner ton, vilken har potential att öka till 2,8 miljoner ton om en ny smältugn installeras. Bolagets reserver bör ha en livslängd om 50 år. På grund av det låga priset per ton cement jämfört med till exempel stål, är transporter ekonomiskt möjliga endast om avståndet är mindre än 500 till 700 km. Därför tenderar 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 Gazproms utbyggnad av Yamal-gasfältet och ett antal av de stora bolagens oljefält, behöva få konstruktionscement delvis levererat av Gornozavodsk – som är en av de få cementproducenterna i området.

Under året ökade vi vårt innehav i Gornozavodsk för att tillvarata det tillfälle som givits genom aktiens svagare utveckling jämfört med cementbranschen i övrigt som upplever förbättrade framtidsutsikter.

### Rysslands cementpriser 2007–2021F

USD/ton. Källa: VTB Capital



#### Gornozavodsk Cement

Vostok Naftas aktieinnehav  
per den 31 december 2011

Totalt värde (USD) 17 462 500

Andel av portföljen 3,8%

Andel av totalt antal utestående aktier 8,2%

Aktiekursutveckling 2011 10,0%

Under året köpte Vostok Nafta 24 500 aktier

# Gornozavodsk Cement



Kuzbassrazrezugol (KZRU) är Rysslands näst största producent av energikol, med en årlig produktion på omkring 46 miljoner ton. Huvuddelen av produktionen består av energikol, som framför allt används i koleldade kraftverk, men bolaget producerar även 2,6 miljoner ton kokskol. KZRU utviner kol från tolv dagbrottsgruvor, samtliga belägna i den stora kolregionen Kuzbass i sydvästra Sibirien. Detta innebär att bolaget kan producera högkvalitativ energikol till en mycket låg brytningskostnad. Reserverna är uppskattade till 2,2 miljarder ton kol, vilket indikerar en livslängd om åtminstone 50 år. KZRU är Rysslands främsta kolexportör, och förser kunder i såväl europeiska som asiatiska länder med kol. Bolaget svarar för över 25 procent av Rysslands samlade export av energikol.

Kol är ett grundläggande bränsle för elproduktion, transportindustrin och stålproduktion. Det står för 27 procent av världens primära energibehov, vilket gör det till det näst viktigaste bränslet efter oljan. International Energy Agency (IEA) uppskattar att efterfrågan på kol kommer att öka snabbare än alla andra energikällor, med en genomsnittlig årlig tillväxt om 1,9 procent från 4 548 Mtce år 2007 till 9,980 Mtce under perioden fram till 2030. Merparten av den förväntade efterfrågeökningen lär komma från Asien, främst Kina och Indien. Efter kärnkraftsolyckan vid Fukushima i Japan i mars 2011 började många

asiatiska och europeiska länder att ompröva sin användning av kärnenergi, till förmån för traditionella fossila bränslen som kol och gas. Omedelbart efter händelsen undertecknade det brittiska gruvbolaget Xstrata ett årligt kontrakt med japanska Chugoku Electric Power om köp av energikol till ett pris på 130 USD/ton, vilket avspeglade en prisökning om 30 procent på årsbasis – högre än toppnivån om 125 USD/ton från år 2008. Ryssland innehar 18 procent av världens kolreserver och är en strategisk aktör på den globala kolmarknaden. Enligt Metalexpert nådde Rysslands totala kolproduktion förra året 336 mt (en ökning med 5 procent på årsbasis). Detta var högre än den nivå om 326 mt som nåddes före krisen 2008. Det inhemska energikolpriset har ökat med 20 procent under 2011 och en ytterligare tillväxt om 7 procent förväntas under 2012. De internationella energikolpriserna har ökat med mer än 30 procent under 2011 och förväntas nu vara stabila runt 120–130 USD/ton under nästa år.

Den främsta drivkraften på den ryska marknaden för energikol är liberaliseringen av energisektorn och omställningen från gas till kol som bränslekälla. En fortsatt tillväxt i inhemska ryska kolpriser är förväntad till följd av en successiv avreglering av gas- och elektricitetspriserna, samt på grund av en ökande energiefterfrågan. Inhemskt 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. Dock förekommer tydliga problem med bolagsstyrningen inom KZRU vad gäller redovisningen och transparensen gentemot minoritetsägare. Därutöver ligger priserna som företaget realiserar på sin export på nivåer som är långt under marknadspriset – på grund av internprissättning mellan KZRU och dess utländska exportbolag, vilket begränsar lönsamheten. På grund av detta är KZRU:s resultat kraftigt underdrivet. Bolagets EBITDA hade varit betydligt högre om marknadsprissättning hade använts. 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.

Huvudägaren har gett signaler om ökad risk, både för aktiens redan svaga likviditet och den fortsatta pressen från den befintliga transferprisstrukturen. Samtidigt har aktien stigit kraftigt under de första månaderna 2012 på grund av spekulationer att samme huvudägare varit på väg att sälja sitt innehav.

### Kuzbassrazrezugol

Vostok Naftas aktieinnehav

per den 31 december 2011

134 352 681

Totalt värde (USD)

22 839 956

Andel av portföljen

5,0%

Andel av totalt antal utestående aktier

2,2%

Aktiekursutveckling 2011

–55,8%

Under året köpte Vostok Nafta 600 000 aktier

	EV/försäljning 2012E	EV/EBITDA 2012E	P/E 2012E	EV/produktion 2012E	EV/reserver 2012E
<b>KZRU*</b>	<b>1,1</b>	<b>4,2</b>	<b>5,9</b>	<b>59</b>	<b>1,6</b>
<b>KTK</b>	<b>0,7</b>	<b>3,3</b>	<b>4,9</b>	<b>63</b>	<b>1,4</b>
<b>Raspadskaya</b>	<b>2,5</b>	<b>5,2</b>	<b>8,6</b>	<b>293</b>	<b>2,9</b>
<b>Mechel</b>	<b>0,9</b>	<b>4,9</b>	<b>5,8</b>	<b>564</b>	<b>4,0</b>

\* Ej justerat för potentiell eliminering av internprissättning

Källa: Aton

# Kuzbassrazrezugol

Kuzbass Fuel Company (KTK) är en av de snabbast växande energikolsproducenterna i Ryssland. Sett till 2011 års produktionsvolym rankades bolaget sju bland de största energikolsproducenterna i landet. Under de elva år som gått sedan bolaget bildades har företaget anlagt och driftsatt tre dagbrottsgruvor och en anrikningsanläggning. Under 2011 uppgick produktionen till 8,74 miljoner ton kol. 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. Bolagets totala reserver uppgick till 402 miljoner ton kol per den 1 januari 2011, och bevisade och sannolika reserver uppgick till 185 miljoner ton, utvinningsbara under perioden 2011–2030.

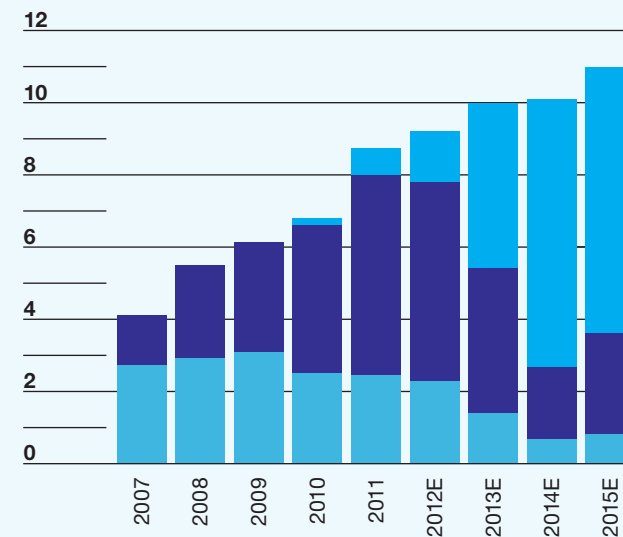
I december 2011 vann bolaget en auktion för rätten att utvinna bergytan vid kolfyndigheten ”Bryansk 1” med reserver om 250,2 miljoner ton kol kategoriserat som C2. Detta markområde är beläget i nära anslutning till befintlig infrastruktur och produktions-tillgångar. Bolaget räknar med att fortsätta öka sin produktionsvolym, i synnerhet efter uppstarten av Cheremshansky-gruvan 2008, och till följd av pågående investeringar i högpresterande modern gruvteknologi, med syfte att uppnå den totala strukturella kapaciteten hos befintliga gruvor om 11 miljoner ton kol per år.

Under 2011 ökade försäljningsvolymen av kol med 24,8 procent på årsbasis och nådde därmed 10,66 miljoner ton, jämfört med 8,54 miljoner ton under 2010. 8,58 miljoner ton av försäljningen var egenproducerad kol och 2,08 miljoner ton var köpt av tredje part. Försäljningsökningen kom som ett resultat av att exportvolymerna ökade med 72 procent på årsbasis – till 6,45 miljoner ton, jämfört med 3,75 miljoner ton 2010. Exportförsäljningens andel ökade till 61,4 procent under 2011, medan den inhemska försäljningsvolymen minskade med 12,1 procent till 4,21 miljoner ton. Företaget upprätthåller en diversifierad försäljningsstruktur balanserad mellan export och inhemska försäljning, där cirka 38,6 procent av produktionen säljs på den inhemska marknaden och cirka 61,4 procent exporteras, främst till Östeuropa och Asien. Under året har ledningen lanserat en strategi för att öka andelen produkter med högt mervärde i den totala försäljningsmixen. Den genomsnittliga produktionskostnaden var cirka 17 USD/ton. Detta är något högre än Kuzbassrazrezugol (16 USD/ton) men jämfört med internationella energikolbolag (med genomsnittliga kostnader på drygt 30 USD/ton) kan KTK ändå betraktas som en av de producenter med lägst kostnad. År 2011 ökade volymen av kol, sorterat efter kolkrossning och sorteringsenheter, med 35,4 procent till 5,56 miljoner ton, jämfört med 4,1 miljoner ton 2010.

## Kolproduktion 2007–2015E

Miljoner ton. Källa: Företagsdata

Anrikat kol  
Sorterat kol  
Icke anrikat/sorterat kol



### Kuzbass Fuel Company

Vostok Naftas aktieinnehav  
per den 31 december 2011

3 500 000

Totalt värde (USD)

15 750 000

Andel av portföljen

3,5%

Andel av totalt antal utestående aktier

3,5%

Aktiekursutveckling 2011

-34,5%

Under året köpte och sålde Vostok Nafta 0 aktier

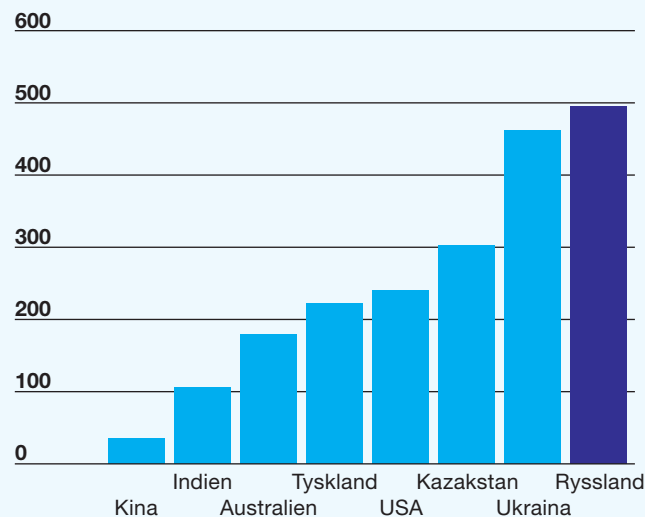
# Kuzbass Fuel Company

Under 2011 drevs anriktningsanläggningen "Kaskad" med full avsedd kapacitet och producerade 736 000 ton kol av exportkvalitet. Till följd av detta ökade volymen av förädlade kolprodukter i bolaget från 63,3 procent 2010 till 72,0 procent 2011.

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 investerarna 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 – 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.

### Kolreserver i förhållande till produktion, antal år

Källa: Aton



Inter RAO är ett diversifierat energibolag med huvudkontor i Moskva och tillgångar i Ryssland, Georgien, Armenien, Kazakstan, Tadzjikistan, Moldavien, Litauen och Finland. För att kunna uppnå flera synergieffekter äger bolaget både energiproduktions-, distributions-, leverans-, handels- och tekniktillgångar. Inter RAO kontrollerar och driver 24 värmekraftverk, ett kärnkraftverk samt nio vattenkraftverk med en total effekt på mer än 29 GW. Inter RAO beräknas dock äga hela 33 GW efter att bolaget växlar 40 procent av aktierna i Irkutskenenergo till nya RusHydro-aktier. Bolagets genereringskapacitet återfinns i fem länder. I Ryssland äger bolaget en mycket effektiv portfölj av nybyggda gaseldade värmekraftverk med en förhållandevis modest installerad kapacitet. Inter RAO's internationella tillgångar är spridda över de forna sovjetiska republikerna Armenien, Georgien, Kazakstan och Moldavien. Dessa elgenererande tillgångar är mycket mindre effektiva än de inhemska tillgångarna och har en ålder på mellan 25 och 35 år.

Den gradvisa avregleringen av ryska gas och elpriser mot en fullständig liberalisering av den ryska energimarknaden är nödvändig, eftersom de låga reglerade priserna motverkar energieffektivitet och nya investeringar i sektorn. Ryssland kommer att stå inför en betydande omstrukturering av källorna

<b>Inter RAO</b>	
Vostok Naftas aktieinnehav per den 31 december 2011	11 509 294 872
<b>Totalt värde (USD)</b>	<b>12 386 683</b>
Andel av portföljen	2,7%
Andel av totalt antal utestående aktier	0,1%
Aktiekursutveckling 2011	-29,7%
<i>Under året köpte Vostok Nafta 11 509 294 872 aktier</i>	

till dess energianvändning fram till år 2020. Landets totala energiförbrukning förväntas också öka betydligt under denna period, drivet av en snabb ekonomisk utveckling – vilket i sin tur kräver ytterligare kapacitet. Liberaliseringsprocessen kommer att stimulera export av Rysslands väldiga gastillgångar, medan energi från kol-, vatten- och kärnkraft beräknas utgöra en mycket större andel av den inhemska förbrukningen.

Inter RAO har skiftat från att vara främst en export/import-handlare med volatila intäkter, till att vara en elektricitetsproducent med mycket mer förutsägbara kassaflöden. Den viktigaste drivkraften för bolagets finansiella resultat är därför elpriserna på den fria marknaden och bolagets framgångsrika genomförande av sitt investeringsprogram.

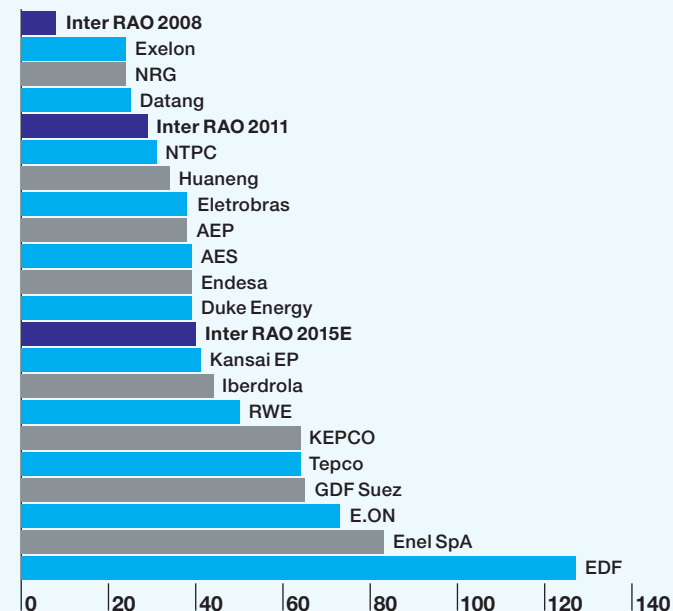
En viktig uppgift för bolaget är implementerandet av leveranskontrakt för kapacitet till investeringsprojekt inom konstruktion av produktionsanläggningar. Strategin är att skapa ett mycket effektivt och diversifierat energiholdingbolag i världsklass, som är representerat inom alla viktiga konkurrensutsatta segment på energimarknaden. Denna strategi ska göra det möjligt för företaget att bli ett av de tio största energibolagen i världen år 2020, sett till sammanlagd installerad genereringskapacitet. Dess huvudsakliga aktieägare är statliga Federal Grid Company, men Inter RAO var ett av de statligt kontrollerade företag som nämndes i privatiseringsdiskussionerna som ägde rum 2011. Enligt olika källor var regeringen beredd att privatisera Inter RAO under åren fram till 2017, vilket skulle kunna vara en starkt positiv faktor för bolagets värdetillväxt.

Inter RAO är ett nytt innehav för 2011. Skälet till förvärvet var att få exponering mot de stora, och enligt vår uppfattning undervärderade, tillgångarna i företaget. Vi ser denna undervärdering som ett resultat av investerarens ovilja att köpa aktien på grund av

## Inter RAO: global branschjämförelse av installerad kapacitet

Megawatt.

Källa: Inter RAO-data från företagspresentation



svårigheten för dem att få en klar långsiktig bild av Inter RAO, efter bolagets snabba tillväxt i sektorkon-  
solideringen genom förvärv av tillgångar mot betal-  
ning i egna aktier. Elsektorn i allmänhet har drabbats  
under den senaste valperioden, där sektorns utsikter  
har fördunklats av politiskt motiverade populistiska  
utspel. Vi är av uppfattningen att utsikterna kommer  
att förändras när valperioden är över, och leda till  
ett ökat intresse för Inter RAO bland investerare, då  
tillväxtperioden verkar vara över och bolagets format  
stabiliserats på senare tid – tillsammans med det  
faktum att Inter RAO erbjuder den mest likvida expo-  
neringen mot elsektorn.

	EV/IC USD/kW	EBITDA/IC USD/kW
<b>Inter RAO</b>	<b>309 USD</b>	<b>15 USD</b>
<b>Branschgenomsnitt</b>		
tillväxtmarknader	1 934 USD	319 USD
<b>Inter RAOs rabatt mot bransch- genomsnitt tillväxtmarknader</b>	<b>84,0%</b>	<b>95%</b>
<b>Branschgenomsnitt</b>		
utvecklade marknader	1 177 USD	219 USD
<b>Inter RAOs rabatt mot bransch- genomsnitt utvecklade marknader</b>	<b>73,7%</b>	<b>93,2%</b>

Källa: URALSIB Capital

# Inter RAO

### 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, vilket ger företaget en god tillgång till insatsvaror. Företaget är helt självförsörjande på råvaror och innehar reserver med en livslängd om mer än 100 år. Andra insatsvaror såsom el, vatten, järnmalm och kol finns lättillgängligt från regionala leverantörer. Under 2011 ökade Steppe Cement sin försäljning med 6,5 procent på årsbasis till 1,23 miljoner ton. Det fjärde kvartalet 2011 var relativt svagt, då volymerna minskade med 13 procent på årsbasis – till 180 000 ton. Enligt bolaget var orsakerna till denna relativa svaghet, förutom den säsongsmässiga nedgången, en kombination av reparationsarbeten vid produktionslinje nummer sex och extremt hårt väder under december – vilket påverkade byggverksamheten. Samtidigt uppgick ex-works prices till i genomsnitt 74 USD/ton under det fjärde kvartalet 2011 – vilket var närapå oförändrat jämfört med det tredje kvartalet samma år. För helåret uppgick de genomsnittliga cementpriserna till 68 USD/ton, upp 25 procent på årsbasis. Steppe Cements intäkter för helåret 2011 ökade med 32 procent på årsbasis till 96 miljoner USD. Företaget lyckades behålla sin marknadsandel om cirka 20 procent, trots uppstarten av två nya cementfabriker i Kazakstan tidigare under 2011. Den totala cementefterfrågan i Kazakstan ökade med 9 procent på årsbasis, till 6,2 miljoner ton – medan importen minskade med 28 procent till 0,9 miljoner ton.

### Priargunsky

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 om 44 år. PGHO bryter även en betydande mängd energikol (13 procent av produktionen) som delvis används i företagets egna koldadade kraftverk, vilket gör företaget självförsörjande på elektricitetsområdet. Förutom uran bryter bolaget även manganmalm, zeolit, kalksten och brunkol, och därutöver innehas 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.

Vi har löpande under året ökat vårt innehav med avsikten att skapa en betydande, långsiktig position i Priargunsky. Aktiekursen har utvecklats svagt, främst som en följd av den negativa synen på kärnkraftssektorn i allmänhet efter Fukushima-olyckan i början av 2011.

### Transneft

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 på aktiemarknaden. 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.

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.

Aktien har uppvisat en volatil, men i stort positiv, utveckling under 2011. Den ryska statens antydan om en privatisering av sitt innehav i Transneft var en positiv drivkraft. Vi har under 2011 avyttrat en stor del av vårt innehav i Transneft som en följd av denna positiva kursutveckling, som vi upplever har minskat potentialen i aktien.

## Övriga innehav

## Acron

Acron Group är en världsledande mineralgödselproducent med en hög grad av vertikal integration, inklusive utveckling av fyndigheter med pottaska och fosfat. Koncernens viktigaste affärsområden är ammoniak-, kväve- och mineralgödningsmedel, liksom organiska och icke-organiska föreningar. Acron (Veliky Novgorod), det första företaget i koncernen, bildades 1961. Idag omfattar koncernen tre stora produktionsanläggningar och har sin egen infrastruktur för logistik och egna internationella försäljningsnätverk. Bolaget investerar också i en egen råvarubas.

År 2011 var världsmarknaden för konstgödsel gynnsam för producenterna. Den globala efterfrågan återhämtade sig helt efter krisen 2008/2009, vilket har gjort att producenterna nu ökat produktionsvolymerna för att möta den ökade efterfrågan på konstgödsel. Priserna på alla typer av gödselmedel fortsatte att öka under året. I slutet av det fjärde kvartalet föll dock priserna kraftigt, på grund av säsongsmässiga faktorer och ett tillfälligt utbudsöverskott på marknaden. I början av 2012 återhämtade sig priserna delvis, och stabiliserades. Balansen mellan utbud och efterfrågan på världsmarknaden väntas förbli gynnsamma för tillverkare av gödselmedel under 2012. Under 2011 ökade koncernens totala kommersiella produktion med 5,3 procent på årsbasis till 5 843 600 ton, vilket var historiskt högt för koncernen. Denna ökning berodde på koncernens balanserade industriella riktlinjer som syftar till att kontinuerligt se över och utveckla produktionsanläggningarna.

Vostok Nafta köpte aktier i Acron under 2011. Det är vår uppfattning att värdet på bolagets tillgångar utanför kärnverksamheten inte avspeglas i den nuvarande aktiekursen.

## Aktieinformation

Varje aktie berättigar till en röst. Aktierna handlas som depåbevis (SDR) i Stockholm, där Pareto Öhman 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](http://www.vostoknafta.com). Ett mer exakt substansvärde publiceras i kvartalsrapporterna.

## Potentiell substansrabatt

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

Den 7 december 2011 meddelade Vostok Nafta att Bolagets styrelse beslutat att ge mandat till ledningen i Vostok Nafta att återköpa depåbevis i bolaget. Mandatet från styrelsen gäller fram till Vostok Naftas nästa årsstämma och föreskriver att högst 10 procent av det totala antalet utestående depåbevis vid tidpunkten för detta beslut kan återköpas. Depåbevisen som återköps under mandatet och de underliggande aktierna makuleras därefter.

Under 2011 återköpte Vostok Nafta 2 520 775 depåbevis.

## 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 2011–31 december 2011 var 167 500 aktier (2010: 198 000 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 affärspportaler 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 2011

Nedanstående aktieägarförteckning per 30 december 2011 utvisar de tio största ägarna vid detta tillfälle. Antalet aktieägare i Vostok Nafta uppgick den 30 december 2011 till cirka 16 800 (2010: 15 000).

Ägare	Antal SDB	Andel av kapital och röster, %
<b>01. Familjen Lundin *</b>	<b>28 000 000</b>	<b>28,43%</b>
<b>02. Alecta Pensionsförsäkring</b>	<b>8 071 000</b>	<b>8,20%</b>
<b>03. AFA Försäkringar</b>	<b>4 646 233</b>	<b>4,72%</b>
<b>04. Länsförsäkringar fonder</b>	<b>4 288 111</b>	<b>4,35%</b>
<b>05. Fjärde AP-fonden</b>	<b>3 754 915</b>	<b>3,81%</b>
<b>06. SEB fonder</b>	<b>2 539 300</b>	<b>2,58%</b>
<b>07. Carnegie fonder</b>	<b>2 000 000</b>	<b>2,03%</b>
<b>08. Avanza Pension Försäkring</b>	<b>1 779 074</b>	<b>1,81%</b>
<b>09. Danske Invest Sverige fonder</b>	<b>1 847 000</b>	<b>1,80%</b>
<b>10. Fidelity fonder</b>	<b>1 126 900</b>	<b>1,14%</b>
<b>10 största ägarna</b>	<b>58 052 533</b>	<b>58,95%</b>
<b>Övriga utländska ägare och förvaltare</b>	<b>23 544 043</b>	<b>23,91%</b>
<b>Övriga svenska ägare och förvaltare</b>	<b>16 873 624</b>	<b>17,14%</b>
<b>Totalt</b>	<b>98 470 200</b>	<b>100,00%</b>

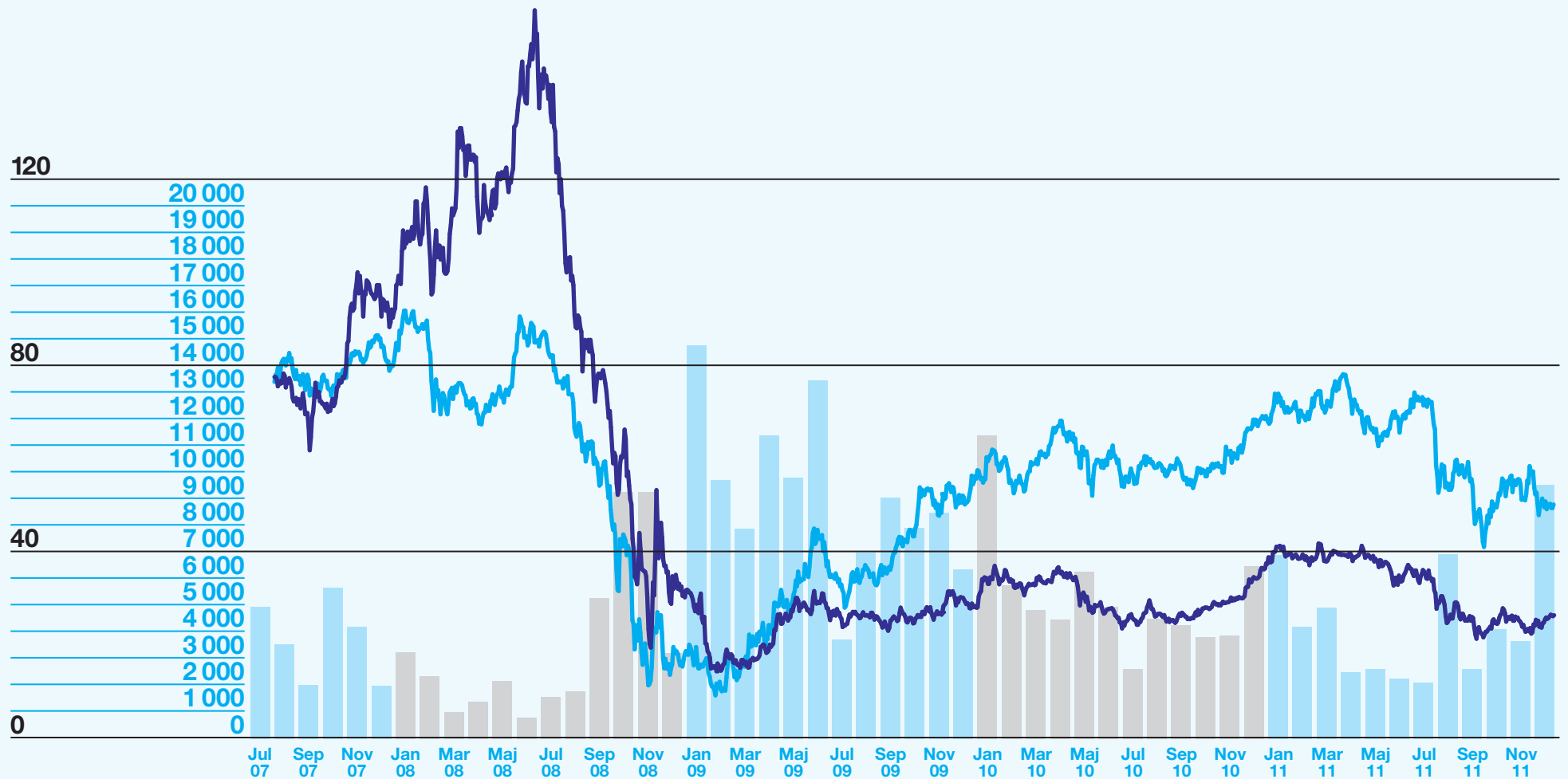
Källa: Euroclear Sweden AB och av Vostok Nafta kända innehav.

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

# Vostok Nafta-aktien



SEK **Tusen SDB**  
160



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 2011 uppgick antalet aktieägare i företaget till ca 16 800.

## Koncernstruktur

Per den 31 december 2011 bestod Vostok Nafta-koncernen av det bermudianska moderbolaget Vostok Nafta Investment Ltd, ett helägt dotterbolag på Bermuda, Vostok Holding Ltd, tre helägda cypriotiska dotterbolag, Vostok Komi (Cyprus) Limited, Dodomar Ventures Limited och Freemosa Holdings Limited, ett helägt ryskt dotterbolag, ZAO Baikal Energy, samt ett helägt svenskt dotterbolag, Vostok Nafta Sverige AB.

Vostok Komi (Cyprus) Limited ansvarar för koncernens portföljförvaltning.

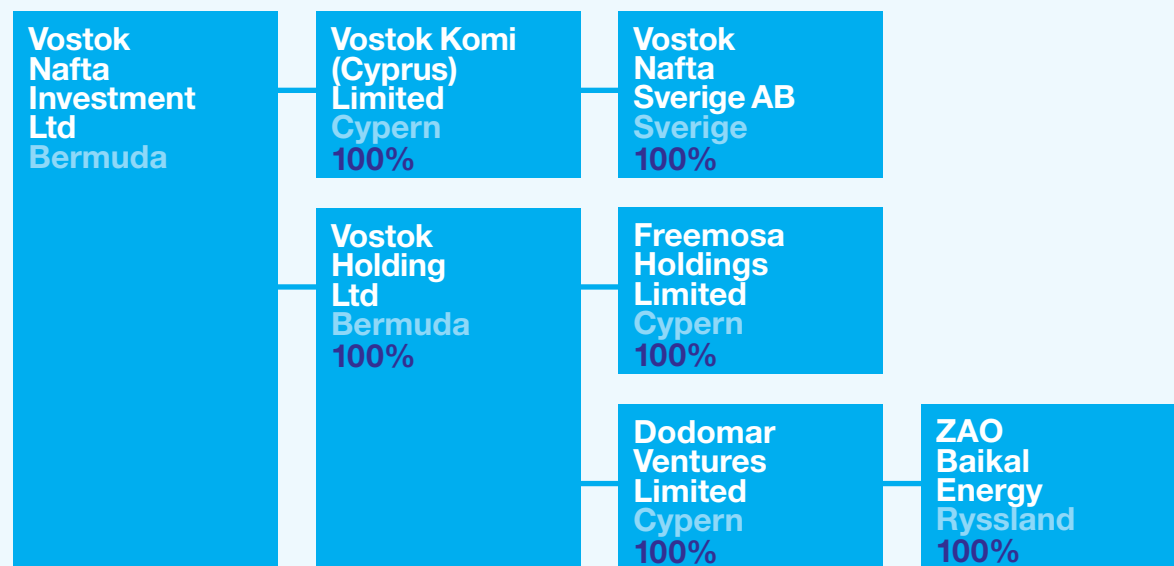
## Verksamhetspolicy

### 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 portfölj innehaven 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. Portfölj innehavens 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)	2011	2010	2009	2008	2007
<b>Resultat från</b>					
finansiella tillgångar	-141 614	135 093	141 582	-550 917	282 157
Övriga intäkter	28 186	11 068	10 021	10 673	10 355
<b>Summa intäkter</b>	<b>-113 429</b>	<b>146 160</b>	<b>151 603</b>	<b>-540 244</b>	<b>292 512</b>
<b>Rörelsens kostnader</b>					
Kupongskattkostnad	-4 170	-1 593	-1 367	-1 381	-1 499
Övriga rörelsekostnader	-521	-1 176	-	-15	-
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-123 963</b>	<b>137 660</b>	<b>144 339</b>	<b>-550 356</b>	<b>285 309</b>
<b>Finansiella intäkter och kostnader, netto</b>					
Resultat före skatt	-124 239	138 458	139 838	-557 344	283 154
<b>Skatt</b>					
Årets resultat	-124 102	138 359	139 846	-556 388	282 765

## Balansräkningar i sammandrag

(TUSD)	31 dec 2011	31 dec 2010	31 dec 2009	31 dec 2008	31 dec 2007
<b>Materiella</b>					
anläggningstillgångar	36	675	1 948	510	545
<b>Finansiella</b>					
anläggningstillgångar	454 321	605 783	472 402	266 874	822 394
<b>Finansiella</b>					
omsättningstillgångar	-	9 283	3 180	27 847	4 197
Likvida medel	37 665	9 448	8 935	29 198	27 528
Övriga omsättningstillgångar	1 772	1 974	2 580	2 727	4 568
<b>Summa tillgångar</b>	<b>493 794</b>	<b>627 164</b>	<b>489 045</b>	<b>327 156</b>	<b>859 232</b>
<b>Eget kapital</b>					
Uppskjuten skatteskuld	-	-	-	19	1 358
Aktuell skatteskuld	424	504	516	498	106
Övriga skulder	1 293	1 229	905	78 746	53 814
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>493 794</b>	<b>627 164</b>	<b>489 045</b>	<b>327 156</b>	<b>859 232</b>

## Kassaflödesanalyser i sammandrag

(TUSD)	2011	2010	2009	2008	2007
<b>Kassaflöde från/ använt i</b>					
den löpande verksamheten	37 769	-714	-6 199	-22 607	-162 982
<b>Kassaflöde från/ använt i</b>					
investeringsverksamheten	40	-24	36	-146	-300
<b>Kassaflöde använt i/från</b>					
finansieringsverksamheten	-9 180	326	-10 856	26 119	185 673
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>28 630</b>	<b>-411</b>	<b>-17 019</b>	<b>3 366</b>	<b>22 391</b>
<b>Kursdifferens i</b>					
likvida medel	-414	924	-3 244	-1 696	13
<b>Likvida medel vid</b>					
periodens början	9 448	8 935	29 198	27 528	5 124
<b>Likvida medel vid</b>					
periodens slut	<b>37 665</b>	<b>9 448</b>	<b>8 935</b>	<b>29 198</b>	<b>27 528</b>

## Nyckeltal

(TUSD om inget annat anges)	2011	2010	2009	2008	2007
<b>Soliditet, %</b>	<b>99,65</b>	<b>99,72</b>	<b>99,71</b>	<b>75,77</b>	<b>93,57</b>
<b>Avkastning på eget kapital, %</b>	<b>-22,21</b>	<b>24,86</b>	<b>38,03</b>	<b>-105,79</b>	<b>47,56</b>
<b>Avkastning på sysselsatt kapital, %</b>	<b>-22,21</b>	<b>24,86</b>	<b>34,68</b>	<b>-97,23</b>	<b>46,04</b>
<b>Skuldsättningsgrad, ggr</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>31,42</b>	<b>6,21</b>
<b>Räntetäckningsgrad, ggr</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>76</b>	<b>-81</b>	<b>77</b>
<b>Substansvärde, MUSD</b>	<b>492</b>	<b>625</b>	<b>488</b>	<b>248</b>	<b>804</b>
<b>SEK/USD</b>	<b>6,9234</b>	<b>6,8025</b>	<b>7,1568</b>	<b>7,8644</b>	<b>6,4683</b>
<b>Substansvärde, MSEK</b>	<b>3 407</b>	<b>4 254</b>	<b>3 490</b>	<b>1 950</b>	<b>5 200</b>
<b>Substansvärdeutveckling i USD, %</b>	<b>-21</b>	<b>28</b>	<b>97</b>	<b>-69</b>	<b>109</b>
<b>RTS-index</b>	<b>1 382</b>	<b>1 770</b>	<b>1 445</b>	<b>632</b>	<b>2 291</b>
<b>Utveckling av RTS-index, %</b>	<b>-22</b>	<b>23</b>	<b>129</b>	<b>-72</b>	<b>19</b>
<b>Utdelning</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Utdelning per aktie</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Direktavkastning i %</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

## Aktiedata

<b>Resultat per aktie, USD</b>	<b>neg.</b>	<b>1,37</b>	<b>1,40</b>	<b>neg.</b>	<b>5,24</b>
<b>Resultat per aktie efter utspädning, USD</b>	<b>neg.</b>	<b>1,37</b>	<b>1,40</b>	<b>neg.</b>	<b>5,24</b>
<b>Substansvärde per aktie, USD</b>	<b>4,93</b>	<b>6,19</b>	<b>4,83</b>	<b>5,39</b>	<b>17,47</b>
<b>Substansvärde per aktie, SEK</b>	<b>34,12</b>	<b>42,12</b>	<b>34,56</b>	<b>42,36</b>	<b>113,00</b>
<b>Antal utestående aktier vid årets slut</b>	<b>98 470 200</b>	<b>100 990 975</b>	<b>100 990 975</b>	<b>46 020 901</b>	<b>46 020 901</b>
<b>Vägt genomsnittligt antal utestående aktier</b>	<b>100 705 275</b>	<b>100 990 975</b>	<b>100 052 565</b>	<b>53 936 496</b>	<b>53 936 496</b>
<b>- efter utspädning</b>	<b>101 400 275</b>	<b>100 990 975</b>	<b>100 052 565</b>	<b>53 936 496</b>	<b>53 936 496</b>

## Anställda

<b>Medelantalet anställda under perioden</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>9</b>
--	----------	-----------	-----------	-----------	----------

## 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: 293 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: 32 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

### [Per Brilioth](#)

#### Verkställande direktör och ledamot

Svensk medborgare, född 1969. Medlem i styrelsen och verkställande direktör sedan 2007. Kommittéer i Vostok Nafta: investeringskommittén. Arbetslivserfarenhet och utbildning: Mellan 1994 och 2000 arbetade Per Brilioth vid fondkommissionärsfirman Hagströmer & Qviberg i Stockholm som chef för deras emerging markets-enhet och han har under flera år jobbat mycket nära den ryska aktiemarknaden. Per Brilioth har en kandidatexamen i företags ekonomi från Stockholms Universitet och en Master of Finance från London Business School. Övriga väsentliga styrelseuppdrag: styrelseordförande i Black Earth Farming Ltd och Clean Tech East Holding AB, styrelseledamot i RusForest AB, Egidaco Investments PLC, Avito Holdings AB, Kontakt East Holding AB, X5 Group AB, Gateway Storage Company Limited och Svenska Fotografiska museet AB. Innehav i Vostok Nafta: 700 000 optioner samt 180 000 depåbevis genom kapitalförsäkring. Lön och ersättningar inklusive pensionsförmåner: 660 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 uppsägningstid. 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 litteratur 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: 23 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

### [Ashley Heppenstall](#)

#### Ledamot

Brittisk medborgare, född 1962. Medlem i styrelsen sedan 2010. Kommitté i Vostok Nafta: revisionskommittén, investeringskommittén. 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: 37 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. Arbetslivserfarenhet och utbildning: medgrundare av och tidigare verkställande direktör i Prosperity Capital Management (SE) AB samt tidigare Partner/co-head of research vid Brunswick Warburg Moscow. Paul Leander-Engström har en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stock-

# Styrelse, koncernledning och revisorer

holm 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: 669 251 depåbevis. Lön och ersättningar: 27 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: 37 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 invest-

ringsrådgivare. Innehav i Vostok Nafta: 53 000 depåbevis. Lön och ersättningar: 27 TUSD. Inga avtal om avgångsvederlag eller pension.

#### **Koncernledning**

**Per Brillioth:** 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 2011–31 december 2011.

### Koncernstruktur

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

Per den 31 december 2011 bestod Vostok Nafta-koncernen ("koncernen") av det bermudianska moderbolaget Vostok Nafta Investment Ltd, ett helägt dotterbolag på Bermuda, Vostok Holding Ltd, tre helägda cypriotiska dotterbolag, Vostok Komi (Cyprus) Limited, Dodomar Ventures Limited och Freemosa Holdings Limited, ett helägt ryskt dotterbolag, ZAO Baikal Energy, samt ett helägt svenskt dotterbolag, Vostok Nafta Sverige AB. Koncernens portföljförvaltning handhas av Vostok Komi (Cyprus) Limited.

### Koncernens resultat

Under året var resultatet från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde över resultaträkningen -53,88 MUSD (106,67). Resultat från investeringar i intresseföretag var -87,96 MUSD (20,42). Resultat från lånefordringar uppgick till 0,22 MUSD (8,01). Utdelningsintäkter, netto efter kupongskattkostnader, har redovisats med 23,72 MUSD (9,06).

Rörelsekostnader, netto (definierat som rörelsekostnader minus övriga rörelseintäkter) för perioden blev -5,55 MUSD (-5,32).

Finansnettot uppgick till -0,28 MUSD (0,80).

Årets nettoresultat efter skatt blev -124,10 MUSD (138,36).

Redovisat eget kapital uppgick till 492,08 MUSD per den 31 december 2011 (31 december 2010: 625,43).

### Portföljutveckling

Vostok Naftas substansvärde per aktie har under året 1 januari 2011–31 december 2011 minskat med 21,32 procent. Under samma period minskade RTS-index med 21,94 procent mätt i USD.

Under året 1 januari 2011–31 december 2011 har substansvärdet minskat från 625,43 MUSD till 492,08 MUSD.

Under året 1 januari 2011–31 december 2011 uppgick bruttoinvesteringar i finansiella tillgångar till 102,94 MUSD (2010: 113,67) och intäkter från försäljningen uppgick till 116,75 MUSD (88,57). Per den 31 december 2011 utgjordes Vostok Naftas tre största investeringar av TNK-BP Holding (24,2 procent av portföljvärdet) Black Earth Farming (13,5 procent), och Tinkoff Credit Systems (TCS: 10,3 procent).

### Viktigare händelser under perioden

Under 2011 har Bolaget återköpt 2 520 775 SDB. För ytterligare information se avsnittet *Aktieinformation* nedan.

### Händelser efter årets utgång

Sedan den 1 januari 2012 har Bolaget återköpt ytterligare 3 065 543 SDB. För ytterligare information se avsnittet *Aktieinformation* nedan.

### Portföljtransaktioner

Större händelser i portföljen under året innefattar en delvis avveckling av innehaven i Alrosa (21,5 MUSD) och Transneft (18,5 MUSD), samt fullständig avveckling av koncernens innehav i RusHydro (7,4 MUSD), Ufaneftekhim (5,2 MUSD) och Ufa Oil Refinery (14,1 MUSD). Nya positioner har tagits i Acron (12,3 MUSD) och Inter RAO (13,7 MUSD). Därutöver har Vostok Naftas andel i RusForest minskat från 42,8 procent till 29,4 procent till följd av RusForests för-

värv av Archangelsk-baserade Nord Timber Group i utbyte mot nyemitterade RusForest-aktier.

### Aktieinformation

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

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

Inga förändringar av aktiekapitalet skedde under 2008.

Under 2009 genomförde Bolaget 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 om 1 USD per aktie.

Inga förändringar av aktiekapitalet skedde under 2010.

Enligt beslut av Styrelsen av den 6 december 2011 har Vostok Nafta återköpt 2 520 775 depåbevis under 2011. Följaktligen uppgick antalet utestående aktier i Bolaget per den 31 december 2011 till 98 470 200, med ett kvotvärde om 1 USD per aktie.

Under 2012 fram till dagen för denna årsredovisning har bolaget återköpt ytterligare 3 065 543 depåbevis enligt 2011 års återköpsprogram, och antalet utestående aktier uppgår därmed till 95 404 657 per dagen för denna årsredovisning.

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

# Förvaltningsberättelse

### **Styrelsearbetet**

Vostok Naftas styrelse består av åtta ledamöter. Under räkenskapsåret har sju styrelsemöten avhållits och ett 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 2011 har en nomineringskommitté inrättats som utarbetar förslag till val och arvodering av styrelseledamöter och revisorer till bolagsstämman 2012 avseende

- Val av styrelseordförande
- Val av övriga ledamöter i styrelsen
- Styrelsearvode till ordförande
- Styrelsearvode till övriga ledamöter
- Eventuell ersättning för utskottsarbete
- Val av revisorer
- Ersättning till revisorerna
- Val av ordförande vid bolagsstämman
- Principer för utseende av valberedning inför årsstämman 2012.

Nomineringskommittén har följande medlemmar: Ian H. Lundin, företrädare för familjen Lundin, Leif Törnvall, företrädare för Alecta, samt Albert Häggström, företrädare för Alfred Berg/Länsförsäkringar.

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

Styrelsen föreslår inför bolagsstämman 2012 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 4 maj 2011, skall fortsätta

att tillämpas. De antagna principerna är följande: Ersättning till den verkställande direktören och andra personer i bolagets ledning skall utgöras av fast lön, eventuell rörlig ersättning, övriga förmåner samt pension. Med andra personer i bolagets ledning avses medlemmar av koncernledningen, f.n. två personer utöver verkställande direktören. Den sammanlagda ersättningen skall vara marknadsmässig och konkurrenskraftig. Fast lön och rörlig ersättning skall vara relaterad till befattningshavarens ansvar och befogenheter. Den rörliga ersättningen skall i första hand hanteras inom ramen för bolagets optionsplan och i de fall annan rörlig ersättning kan utgå skall denna vara förenad med en marknadsmässig övre gräns och specificerade resultatmål för bolaget och/eller befattningshavaren. Uppsägningstiden skall vara tre till sex månader från befattningshavarens sida. Vid uppsägning från bolaget skall summan av uppsägningstid och den tid under vilken avgångsvederlag utgår maximalt vara 12 månader. Pensionsförmåner skall vara antingen förmåns- eller avgiftsbestämda, eller en kombination därav, med individuell pensionsålder. Förmånsbestämda pensionsförmåner förutsätter intjänande under en förutbestämd anställningstid. Styrelsen skall äga rätt att frångå riktlinjerna, om det i ett enskilt fall finns särskilda skäl för det.

### **Bolagsstyrningsrapport**

En bolagsstyrningsrapport, som redogör för hur Vostok Nafta tillämpar den svenska Koden för bolagsstyrning, är, tillsammans med en internkontrollrapport, inkluderad i årsredovisningen.

### **Anställda**

Vostok Nafta hade vid räkenskapsårets slut sex personer anställda i Sverige och en person anställd i Ryssland.

### **Förslag till vinstdisposition**

Koncernens balanserade vinstmedel uppgår till 208 226 TUSD.

Styrelsen och verkställande direktören föreslår att moderbolagets balanserade vinstmedel om 206 308 TUSD, inklusive årets förlust om 7 844 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.

Styrelsen och verkställande direktören intygar att koncernredovisningen har upprättats i enlighet med IFRS och ger en sann och rättvisande bild av koncernens finansiella ställning och resultat.

Bolagsstyrningsrapporten och övriga delar av koncernens årsredovisning ger en rättvisande bild av utvecklingen för koncernens verksamhet, finansiella ställning och resultat och beskriver väsentliga risker och osäkra faktorer som koncernföretagen står inför.

Stockholm den 29 mars 2012

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	2011	2010
<b>Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen</b>			
	5,16	-53 876	106 665
<b>Resultat från investeringar i intresseföretag</b>	6,17	-87 956	20 422
<b>Resultat från lånefordringar 1</b>	8,18,19	218	8 005
<b>Utdelningsintäkter</b>	7	27 893	10 653
<b>Övriga rörelseintäkter</b>	9,29	293	415
<b>Totala rörelseintäkter</b>		-113 429	146 160
<b>Rörelsens kostnader</b>			
	10,28,29	-5 843	-5 733
<b>Kupongskattkostnad på utdelningsintäkter</b>	7	-4 170	-1 593
<b>Övriga rörelsekostnader</b>		-521	-1 176
<b>Rörelseresultat</b>		-123 963	137 660
<b>Finansiella intäkter och kostnader</b>			
<b>Ränteintäkter</b>		103	16
<b>Räntekostnader</b>	23	-	-7
<b>Valutakursvinster/-förluster, netto</b>		-417	682
<b>Övriga finansiella intäkter</b>		37	107
<b>Totala finansiella intäkter och kostnader</b>		-276	798
<b>Resultat före skatt</b>		-124 239	138 458
<b>Skatt</b>	11	137	-98
<b>Årets resultat</b>		-124 102	138 359
<b>Resultat per aktie (USD)</b>	12	neg.	1,37
<b>Resultat per aktie efter utspädning (USD)</b>	12	neg.	1,37

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. 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".

(TUSD)	2011	2010
<b>Årets resultat</b>	-124,102	138,359
<b>Årets övriga totalresultat</b>		
<b>Valutaomräkningsdifferenser</b>	-83	-882
<b>Totalt övrigt totalresultat för året</b>	-83	-882
<b>Totalt totalresultat för året</b>	-124,185	137,477

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

(TUSD)	Not	31 dec 2011	31 dec 2010
<b>ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR</b>			
<b>Materiella anläggningstillgångar</b>			
Inventarier	13	36	133
Förvaltningsfastigheter	14	-	543
<b>Totala materiella anläggningstillgångar</b>		<b>36</b>	<b>675</b>
<b>Finansiella anläggningstillgångar</b>			
Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen			
Investeringar i intresseföretag	15,16	324 768	401 547
Lånefordringar	15,17	120 416	199 272
Lånefordringar	15,18,29	9 102	4 902
Uppskjuten skatt	11	35	61
<b>Totala finansiella anläggningstillgångar</b>		<b>454 321</b>	<b>605 783</b>
<b>OMSÄTTNINGSTILLGÅNGAR</b>			
Likvida medel	15,21	37 665	9 448
Lånefordringar	19	-	9 283
Skattefordringar		325	186
Övriga kortfristiga fordringar	20	1 447	1 789
<b>Totala omsättningstillgångar</b>		<b>39 438</b>	<b>20 706</b>
<b>TOTALA TILLGÅNGAR</b>		<b>493 794</b>	<b>627 164</b>
<b>EGET KAPITAL (inklusive periodens resultat)</b>	<b>22</b>	<b>492 078</b>	<b>625 430</b>
<b>KORTFRISTIGA SKULDER</b>			
<b>Icke räntebärande kortfristiga skulder</b>			
Skulder till närstående	29	-	200
Skatteskuld		424	504
Obetalda aktietransaktioner		-	406
Övriga kortfristiga skulder	24	907	110
Upplupna kostnader		386	513
<b>Totala kortfristiga skulder</b>		<b>1 717</b>	<b>1 733</b>
<b>TOTALT EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>		<b>493 794</b>	<b>627 164</b>

(TUSD)	Aktie-kapital	Övrigt tillskjutet kapital	Övriga reserver	Balan-serat resultat	Totalt
<b>Eget kapital per 1 januari 2010</b>	<b>100 991</b>	<b>191 700</b>	<b>-42</b>	<b>194 975</b>	<b>487 624</b>
<b>Resultat för året</b>					
<b>1 januari 2010–31 december 2010</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>138 359</b>	<b>138 359</b>
<b>Periodens övriga totalresultat:</b>					
<b>Valutaomräkningsdifferenser</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-882</b>	<b>-</b>	<b>-882</b>
<b>Totalt totalresultat för året</b>					
<b>1 januari 2010–31 december 2010</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-882</b>	<b>138 359</b>	<b>137 477</b>
<b>Transaktioner med aktieägare:</b>					
<b>Personaloptionsprogram:</b>					
<b>- värde på anställdas tjänstgöring</b>	<b>-</b>	<b>329</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>329</b>
	<b>-</b>	<b>329</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>329</b>
<b>Eget kapital per 31 december 2010</b>	<b>100 991</b>	<b>192 029</b>	<b>-924</b>	<b>333 334</b>	<b>625 430</b>
<b>Eget kapital per 1 januari 2011</b>	<b>100 991</b>	<b>192 029</b>	<b>-924</b>	<b>333 334</b>	<b>625 430</b>
<b>Resultat för året</b>					
<b>1 januari 2011–31 december 2011</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-124 102</b>	<b>-124 102</b>
<b>Periodens övriga totalresultat:</b>					
<b>Valutaomräkningsdifferenser</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-83</b>	<b>-</b>	<b>-83</b>
<b>Totalt totalresultat för året</b>					
<b>1 januari 2011–31 december 2011</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-83</b>	<b>-124 102</b>	<b>-124 185</b>
<b>Transaktioner med aktieägare:</b>					
<b>Personaloptionsprogram:</b>					
<b>- värde på anställdas tjänstgöring</b>	<b>-</b>	<b>12</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>12</b>
<b>Återköp av egna aktier</b>	<b>-2 521</b>	<b>-6 659</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-9 180</b>
	<b>-2 521</b>	<b>-6 647</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-9 168</b>
<b>Eget kapital per 31 december 2011</b>	<b>98 470</b>	<b>185 382</b>	<b>-1 007</b>	<b>209 232</b>	<b>492 078</b>

## Balansräkningar – koncernen

## Förändringar i eget kapital – koncernen

(TUSD)	2011	2010
<b>KASSAFLÖDE FRÅN ÅRETS VERKSAMHET</b>		
Resultat före skatt	-124 239	138 458
<b>Justering för:</b>		
Ränteintäkter	-103	-16
Räntekostnader	-	7
Valutakursvinster/-förluster	417	-682
Avskrivningar	101	1 292
Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	53 876	-106 665
Resultat från investeringar i intresseföretag	87 956	-20 422
Resultat från lånefordringar	-1 178	-8 005
Utdelningsintäkter	-27 893	-10 653
Övriga icke-kassaflödespåverkande poster	1 559	3
Förändringar i kortfristiga fordringar	266	510
Förändringar i kortfristiga skulder	48	411
<b>Kassaflöde använt i verksamheten</b>	<b>-9 190</b>	<b>-5 762</b>
Investeringar i finansiella tillgångar	-102 942	-113 672
Försäljning av finansiella tillgångar	116 745	88 572
Förändring av lånefordringar	5 312	17 615
Erhållen utdelning	27 893	10 653
Erhållna räntor	103	2 003
Betalda räntor	-	-7
Betald skatt	-151	-115
<b>Totalt kassaflöde från/använt i årets verksamhet</b>	<b>37 769</b>	<b>-714</b>
<b>KASSAFLÖDE ANVÄNT FÖR INVESTERINGAR</b>		
Investeringar i kontorsinventarier	-	-24
Avyttring, koncernbolag	40	-
<b>Totalt kassaflöde från/använt för investeringar</b>	<b>40</b>	<b>-24</b>
<b>KASSAFLÖDE FRÅN FINANSIERINGSVERKSAMHETEN</b>		
Erhållet från emission av optioner	-	326
Återköp av egna aktier	-9 180	-
<b>Totalt kassaflöde använt i/från finansieringsverksamheten</b>	<b>-9 180</b>	<b>326</b>
Förändring av likvida medel	28 630	-411
Likvida medel vid periodens början	9 448	8 935
Kursdifferens i likvida medel	-414	924
<b>Likvida medel vid periodens slut</b>	<b>37 665</b>	<b>9 448</b>

## Kassaflödesanalys – koncernen

	2011	2010
Räntabilitet på sysselsatt kapital, % (01)	-22,21	24,86
Soliditet, % (02)	99,65	99,72
Eget kapital/aktie, USD (03)	4,93	6,19
Resultat/aktie, USD (04)	neg.	1,37
Resultat/aktie efter full utspädning, USD (05)	neg.	1,37
Substansvärde/aktie, USD (06)	4,93	6,19
Vägt genomsnittligt antal aktier för året *	100 705 275	100 990 975
Vägt genomsnittligt antal aktier för året efter full utspädning	101 400 275	100 990 975
Antal aktier vid årets slut	98 470 200	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	2011	2010
Rörelsens kostnader	10	-4 523	-5 004
Nedskrivning av aktier i dotterbolag	27	-42 403	-
<b>Rörelseresultat</b>		<b>-46 926</b>	<b>-5 004</b>
<b>Finansiella intäkter och kostnader</b>			
Ränteintäkter	29	16 662	24 453
Valutakursvinster/-förluster, netto		146	-10
Utdelningsintäkter från koncernbolag		22 274	-
<b>Totala finansiella intäkter och kostnader</b>		<b>39 082</b>	<b>24 443</b>
<b>Periodens resultat</b>		<b>-7 844</b>	<b>19 439</b>

(TUSD)	2011	2010
<b>Årets resultat</b>	<b>-7 844</b>	<b>19 439</b>
<b>Årets övriga totalresultat</b>		
Valutaomräkningsdifferenser	-	-
<b>Totalt övrigt totalresultat för året</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Totalt totalresultat för året</b>	<b>-7 844</b>	<b>19 439</b>

## Resultaträkning – moderbolaget

## Rapport över totalresultat för moderbolaget

(TUSD) Not 31 dec 2011 31 dec 2010

#### ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR

##### Finansiella anläggningstillgångar

Aktier i dotterbolag	27	184 412	246 591
Lån till koncernföretag	29	307 731	261 302
<b>Totala finansiella anläggningstillgångar</b>		<b>492 143</b>	<b>507 893</b>

#### OMSÄTTNINGSTILLGÅNGAR

Kassa och bank		71	39
Övriga kortfristiga fordringar	20	83	183
<b>Totala omsättningstillgångar</b>		<b>154</b>	<b>222</b>

**TOTALA TILLGÅNGAR** 492 297 508 115

**EGET KAPITAL (inklusive periodens resultat)** 22 490 160 507 172

#### KORTFRISTIGA SKULDER

##### Icke räntebärande kortfristiga skulder

Skulder till koncernföretag	29	1 833	619
Övriga skulder	24	8	54
Upplupna kostnader		297	270
<b>Totala kortfristiga skulder</b>		<b>2 137</b>	<b>943</b>

**TOTALT EGET KAPITAL OCH SKULDER** 492 297 508 115

(TUSD) Aktie- kapital Övrigt tillskjutet kapital Balanserat resultat Totalt

**Eget kapital per 1 januari 2010** 100 991 191 700 194 713 487 404

#### Resultat för året

**1 januari 2010–31 december 2010** – – 19 439 19 439

#### Periodens 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

**Eget kapital per 1 januari 2011** 100 991 192 029 214 152 507 172

#### Resultat för året

**1 januari 2011–31 december 2011** – – –7 844 –7 844

#### Periodens övriga totalresultat:

**Valutaomräkningsdifferenser** – – – –

#### Totalt totalresultat för året

**1 januari 2011–31 december 2011** – – –7 844 –7 844

#### Transaktioner med aktieägare:

##### Personaloptionsprogram:

**– värde på anställdas tjänstgöring** – 12 – 12

**Återköp av egna aktier** –2 521 –6 659 – –9 180

–2 521 –6 647 – –9 168

**Eget kapital per 31 december 2011** 98 470 185 382 206 308 490 160

# 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 ÖSS-länder.

Styrelsen har den 29 mars 2012 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 2011. 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

Inga av de IFRS eller IFRIC-tolkningar som för första gången är obligatoriska för det räkenskapsår som började 1 januari 2011 har haft någon väsentlig inverkan på koncernen.

*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 från och med den 1 januari 2013 eller senare, men har inte tillämpats i förtid:

**IFRS 9 "Financial instruments"** hanterar klassificering, värdering och redovisning av finansiella skulder och tillgångar. IFRS 9 gavs ut i november 2009 för finansiella tillgångar och i oktober 2010 för finansiella skulder och ersätter de delar i IAS 39 som är relaterat till klas-

sificering och värdering av finansiella instrument. IFRS 9 anger att finansiella tillgångar ska klassificeras i två olika kategorier; värdering till verkligt värde eller värdering till upplupet anskaffningsvärde. Klassificering fastställs vid första redovisningstillfället utifrån företagets affärsmodell samt karaktäristiska egenskaper i de avtalsenliga kassaflödena. För finansiella skulder sker inga stora förändringar jämfört med IAS 39. Den största förändringen avser skulder som är identifierade till verkligt värde. För dessa gäller att den del av verkligt värdeförändringen som är hänförlig till den egna kreditrisken ska redovisas i övrigt totalresultat istället för resultatet såvida detta inte orsakar inkonsekvens i redovisningen (accounting mismatch). Koncernen har för avsikt att tillämpa den nya standarden senast det räkenskapsår som börjar 1 januari 2013 och har ännu inte utvärderat effekterna.

**IFRS 10 "Consolidated financial statements"** bygger på redan existerande principer då den identifierar kontroll som den avgörande faktorn för att fastställa om ett företag ska inkluderas i koncernredovisningen. Standarden ger ytterligare vägledning för att bistå vid fastställandet av kontroll när detta är svårt att bedöma. Koncernen avser att tillämpa IFRS 10 för det räkenskapsår som börjar 1 januari 2013 och har ännu inte utvärderat den fulla effekten på de finansiella rapporterna.

**IFRS 12 "Disclosures of interests in other entities"** omfattar upplysningskrav för dotterföretag, joint arrangements, intresseföretag och ej konsoliderade "structured entities". Koncernen har ännu att utvärdera den fulla inverkan av IFRS 12 på de finansiella rapporterna. Koncernen avser att tillämpa IFRS 12 för det räkenskapsår som börjar 1 januari 2013 och har ännu inte utvärderat den fulla effekten på de finansiella rapporterna.

**IFRS 13 "Fair value measurement"** syftar till att värderingar till verkligt värde ska bli mer konsekventa och mindre komplex genom att standarden tillhandahåller en exakt definition och en gemensam källa i IFRS till verkligt värdevärderingar och tillhörande upplysningar. Kraven ökar inte tillämpningsområdet för när verkligt värde ska tillämpas men tillhandahåller vägledning kring hur det ska tillämpas där andra IFRS redan kräver eller tillåter värdering till verkligt värde. Koncernen har ännu inte utvärderat den fulla effekten av IFRS 13 på de finansiella rapporterna. Koncernen har för avsikt att tillämpa den nya standarden det räkenskapsår som börjar 1 januari 2013.

Inga andra av de IFRS eller IFRIC-tolkningar som ännu inte har trätt i kraft, väntas ha någon väsentlig inverkan på koncernen.

### 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. Förekomsten och effekten av potentiella rösträtter som för närvarande är möjliga att utnyttja eller konvertera beaktas vid bedömningen av huruvida koncernen utövar bestämmande inflytande över ett annat företag. Koncernen bedömer också om bestämmande inflytande föreligger fastän den inte har ett aktieinnehav uppgående till mer än hälften av rösträtterna men ändå har möjlighet att styra finansiella och operativa strategier genom de facto kontroll. De facto kontroll kan uppstå under omständigheter där andelen av koncernens rösträtter i relation till storleken och spridningen på övriga aktieägares rösträtter ger koncernen möjlighet att styra finansiella och operativa strategier, etc. Koncernen anser inte att ha bestämmande inflytande i ett aktieinnehav uppgående till mer än hälften av rösträtterna. Dotterföretag inkluderades i koncernredovisningen från och med den dag då det bestämmande inflytandet överförs till koncernen. De exkluderas ur koncernredovisningen från och med den dag då det bestämmande inflytandet upphör.

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 överlättelsedagen. Alla transaktionskostnader avseende förvärv kostnadsförs. 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 2011 respektive 31 december 2010.

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 cypriska 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 innehåvs 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 långivaren 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 öva ett betydande inflytan-

de, 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 ökning/ 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 förfalldag mer än 12 månader efter balansdagen, vilka klassificeras som anläggningstillgångar. Koncernens lånefordringar och kundfordringar utgörs av Långfristiga lånefordringar, Kortfristiga lånefordringar, Övriga kortfristiga fordringar, Fordringar på närstående samt Likvida medel i balansräkningen.

Lånefordringar redovisas första gången till verkligt värde plus transaktionskostnader. Lånefordringar med en löptid som överstiger 12 månader redovisas därefter till upplupet anskaffningsvärde med tillämpning av effektivräntemetoden. Ränta på lånefordringar, vilka utgör en del av investeringsportföljen redovisas i resultaträkningen som Resultat från lånefordringar bland rörelsens intäkter. Övriga räntetäkter redovisas som Räntetäkter bland finansiella poster.

Koncernen bedömer per varje balansdag om det finns objektiva bevis för att nedskrivningsbehov föreligger för en finansiell tillgång eller en grupp av finansiella tillgångar. Om det föreligger sådana objektiva bevis ska en detaljerad beräkning göras för att bestämma 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 rätt-

ten 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 realiseras eller den uppskjutna skatteskulden regleras.

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

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

#### Ersättningar till anställda

##### Pensionsåtaganden

Koncernen har 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 inkluderar 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 marknads-

värdet 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 marknadspris. Marknadsrisk innefattar valutarisk, andra prISRISKER och ränterisk.

### Valutarisk

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

Skulle USD per den 31 december 2011 ha försvagats med 10,0 procent mot SEK med alla andra variabler oförändrade, skulle resultatet efter skatt och eget kapital ha blivit 14,43 MUSD högre (2010: +23,36 MUSD), främst som ett resultat av valutakursvinster vid omräkning av SEK-denominerade investeringar i intresseföretag. Resultatet var mindre känsligt för rörelser i valutakursen SEK/USD under 2011 än under 2010, på grund av minskningen i värde av SEK-denominerade investeringar i intresseföretag.

Skulle USD per den 31 december 2011 ha stärkts med 15,0 procent mot RUB med alla andra variabler oförändrade, skulle resultatet efter skatt och eget kapital ha blivit 0,17 MUSD lägre (2010: -1,48 MUSD), främst som ett resultat av valutakursvinster vid omräkning av RUB-denominerade övriga kortfristiga fordringar. Resultatet var mindre känsligt för rörelser i valutakursen RUB/USD under 2011 än under 2010, på grund av minskningen av RUB-denominerade tillgångar.

Skulle USD per den 31 december 2011 ha stärkts med 10,0 procent mot EUR med alla andra variabler oförändrade, skulle resultatet efter skatt och eget kapital ha blivit 0,80 MUSD lägre (2010: -1,85 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 innehåses av Koncernen och som i koncernens balansräkning klassificeras som finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

Majoriteten av aktierna i portföljen är noterade. Givet företagets geografiska fokus på investeringar i Ryssland jämförs ofta företagets utveckling med det ryska RTS-index. Prisrisken förknippad med Vostok Naftas aktieportfölj kan illustreras med att en antagen prisminskning med 20,0 procent på de aktier i Koncernens portfölj som är noterade per 31 december 2011 skulle ha påverkat resultatet efter skatt och eget kapital med uppskattningsvis 61,01 MUSD.

### Ränterisk avseende verkligt värde

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

### Kreditrisk

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

Inom Koncernens portföljinvesteringsverksamhet uppstår kreditrisk genom långfristiga och kortfristiga lånefordringar. Se vidare not 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 17 procent av Koncernens investeringsportfölj per den 31 december 2011 består av likvida tillgångar.

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

Per 31 december 2011	Mindre än tre månader	Mellan tre månader och ett år	Mellan ett år och två år	Mellan två år och fem år	Mer än fem år
Övriga kortfristiga skulder 907		-	-	-	-

Per 31 december 2010	Mindre än tre månader	Mellan tre månader och ett år	Mellan ett år och två år	Mellan två år och fem år	Mer än fem år
Övriga kortfristiga skulder 110		-	-	-	-

### 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 resultatstiftningar och andra faktorer bortom Bolagets kontroll som kan komma att negativt påverka värdet på Vostok Naftas justerade egna kapital. Investerare bör därför uppmärksamma bland 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.

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

#### Förvärvs- och avyttringsrisik

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

Vostok Nafta är verksam på marknader som kan utsättas för konkurrens när det gäller investeringsmöjligheter. I framtiden kan sådana 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 förmanliga förvärv för Vostok Nafta i framtiden finns det inte någon garanti för att sådana förvärvsmöjligheter någonsin uppstår eller att Bolaget ifall sådana förvärvsmöjligheter uppstod skulle ha tillgängliga resurser för att fullborda sådana förvärv.

#### Redovisningspraxis och annan information

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

#### Bolagsstyrningsrisk

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

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

effektiv insyn och se till att oegentligheter avslöjas försvåras av bristen på juridiska och administrativa verkställighetsverktyg.

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

#### Beroende av nyckelpersoner

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

#### Investeringar i tillväxtmarknader

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

#### Internationella kapitalflöden

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

#### Politisk instabilitet

Ryssland har under senare år genomgått en djupgående politisk och social förändring. Värdet av Vostok Naftas tillgångar kan komma att påverkas av osäkerheter såsom politisk eller diplomatisk utveckling, social eller religiös instabilitet, förändring av regeringspolitiken, skatte- och räntesatser, inskränkningar i politisk och ekonomisk utveckling av lagar och bestämmelser i Ryssland, stora policyförändringar eller brist på intern samsyn mellan ledare, verkställande och beslutande organ samt starka ekonomiska grupper. Dessa risker innebär i synnerhet expropriation, förstatligande, konfiskering av tillgångar och lagstiftningsändringar när det gäller nivån av utländskt ägande. Vidare kan politiska förändringar vara mindre förutsägbara i ett tillväxtland såsom Ryssland än i andra mer utvecklade länder. Sådan instabilitet kan i vissa fall komma att få en negativ inverkan på såväl Bolagets verksamhet som aktiekurs. Sedan Sovjetunionens fall 1991 har den ryska ekonomin från tid till annan uppvisat – 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 2011.

	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Summa
Finansiella tillgångar till verkligt värde				
via resultaträkningen	278 217	–	46 551	324 768
Innehav i intresseföretag	82 626	–	37 790	120 416
Långfristiga lånefordringar	–	9 102	–	9 102
Kortfristiga lånefordringar	–	–	–	–
<b>Summa tillgångar</b>	<b>360843</b>	<b>9 102</b>	<b>84 341</b>	<b>454 286</b>

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 observerbara marknadsinformation klassificeras det berörda instrument i nivå 3.

Följande tabell visar förändringarna för instrument på nivå 3 under 2011.

	Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Innehav i intresseföretag	Summa
Ingående balans	44 938	2 506	47 444
Vinster eller förluster för perioden som redovisats i resultaträkningen under "Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen"	1 613	-	1 613
Vinster eller förluster för perioden som redovisats i resultaträkningen under "Resultat från innehav i intresseföretag"	-	-2 466	-2 466
Överföringar ut ur nivå 3	-	37 750	37 750
<b>Utgående balans</b>	<b>446 551</b>	<b>37 790</b>	<b>84 341</b>

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)

Värderingen av aktierna i TCS har per den 31 december 2011 beräknats utifrån den värdering som utfördes i mitten av 2011 när priset sattes vid försäljningen av aktier till ett värde av 46,5 miljoner USD, motsvarande Vostok Naftas andel om 15,5 procent efter full utspädning.

Utöver detta har en jämförande multipelvärdering gjorts med hänsyn till utvecklingen av både yttre marknadsförhållanden samt företagsspecifika faktorer. På grund av den rådande osäkerheten på de finansiella marknaderna och hur mycket dessa multiplar skulle påverka värderingen av bolaget, är vår uppfattning att den mest lämpliga, men konservativa, värdering är den som gjordes i samband med transaktionen tidigare under 2011.

#### Vosvik (Avito och Yellow Pages)

Vosviks största innehav, Avito, värderas per den 31 december 2011 baserat på en transaktion som genomfördes i mitten av 2011 där totalt 100 000 000 SEK bidrogs. Värderingen gjordes av GP Bullhound, en ledande teknologifokuserad investmentbank med en stark expertis inom områdena Internet och digital media, programvaror och tjänster, Cleantech och hårdvara. Värdet för 100 procent av bolaget efter transaktionen uppgår till totalt 1 miljard SEK (158 730 159 USD enligt SEK/USD 6,3). Vostok Naftas andel om 23,8 procent värderas följaktligen till cirka 37,7 miljoner USD.

Validiteten av värderingar som är baserade på tidigare transaktioner kan oundvikligen urholkas med tiden, eftersom priset då investeringen gjordes speglar de förhållanden som rådde på transaktionsdagen. Eftersom det inte finns några exakt jämförbara företag eller transaktioner från vilka vi kan estimerat vårt värde, blir vår mest rimliga uppskattning av det verkliga värdet baserad på värderingarna som gjordes i samband med de senaste transaktionerna tidigare under 2011. Trots att värderingarna är baserade på observerbara data har vi valt att klassificera Vosvik som en nivå 3-investering. Vid varje rapporttillfälle bedömer vi om förändringar eller händelser efter den relevanta transaktionen skulle innebära en förändring av investeringens verkliga värde och i sådant fall kommer vi att anpassa vår värdering därefter.

#### 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 utvärderas 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 2011 består Vostok Nafta-koncernen (Koncernen) av det bermudianska moderbolaget Vostok Nafta Investment Limited, ett helägt bermudianskt dotterbolag (Vostok Holding Ltd), tre helägda cypriotiska dotterbolag (Vostok Komi (Cyprus) Limited, Dodomar Ventures Limited och Freemosa Holdings Limited), ett helägt ryskt dotterbolag (ZAO Baikal Energy) samt ett helägt svenskt dotterbolag (Vostok Nafta Sverige AB).

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 2011	Koncernen 2010
Intäkter från försäljning av finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	116 745	85 845
Bokfört värde av sålda finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	-100 318	-92 017
Förändring i verkligt värde av kvarvarande finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	-70 303	112 837
<b>Resultat från finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen</b>	<b>-53 876</b>	<b>106 665</b>

Under 2011 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 2011	Koncernen 2010
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	–87 956	25 335
<b>Resultat från innehav i intresseföretag</b>	<b>–87 956</b>	<b>20 422</b>

Under 2011 och 2010 utgörs resultat från innehav i intresseföretag av resultat från förändringar i verkligt värde på sådana finansiella tillgångar som från första början hänförs till kategorin värderade till verkligt värde via resultaträkningen.

## Not 7 Utdelningsintäkter

	Koncernen 2011	Koncernen 2010
Utdelningsintäkter, som redovisats i resultaträkningen	27 893	10 653
Varav obetalda per balansdagen	–	–
Innehållen skatt på utdelningar	–4 170	–1 593
<b>Netto erhållna utdelningar, efter skatt från årets redovisade utdelningar</b>	<b>23 723</b>	<b>9 060</b>

## Not 8 Resultat från lånefordringar

	Koncernen 2011	Koncernen 2010
Ränteintäkter	760	8 835
Nedskrivningar	–960	–
Valutakursvinster/-förluster	417	–830
<b>Totalt</b>	<b>218</b>	<b>8 005</b>

## Not 9 Övriga rörelseintäkter

	Koncernen 2011	Koncernen 2010
Kostnadsersättningar (se även not 29)	181	99
Hyresintäkter (se även not 29)	93	88
Övrigt	19	228
<b>Totalt</b>	<b>293</b>	<b>415</b>

## Not 10 Administrativa kostnader fördelade på kostnadslag

	Koncernen 2011	Koncernen 2010	Moderbolaget 2011	Moderbolaget 2010
Kostnader för ersättningar till anställda (not 28)	2 299	2 695	259	160
Avskrivningar och nedskrivningar på inventarier	101	1 292	–	–
Kostnader för operativ leasing	324	363	–	–
Övriga administrativa kostnader	3 120	1 382	4 264	4 844
<b>Totala administrativa kostnader</b>	<b>5 843</b>	<b>5 733</b>	<b>4 523</b>	<b>5 004</b>

Operationella leasingavgifter uppgående till 324 TUSD (2010: 363) avseende hyra av kontorslokaler i Stockholm och Moskva 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 var koncernens cypriska enheter föremål för 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 2011 är föremål för rysk inkomstskatt om 20 procent (2010: 20 procent). Under 2011 är det svenska dotterbolagets vinster föremål för svensk inkomstskatt om 26,3 procent (2010: 26,3 procent).

## Skattekostnader

	Koncernen 2011	Koncernen 2010
Aktuell skatt	137	–52
Uppskjuten skatt	–	–47
<b>Skatt på årets resultat</b>	<b>137</b>	<b>–98</b>

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

	Koncernen 2011	Koncernen 2010
<b>Resultat före skatt</b>	<b>–124 239</b>	<b>138 458</b>
Inkomstskatt beräknad enligt nationella skattesatser gällande för resultat i respektive land	–15 173	11 492
<b>Skatteeffekter av:</b>		
– Ej skattepliktiga intäkter	–16 888	–24 245
– Ej avdragsgilla kostnader	30 551	12 630
– Underskottsavdrag	–55	–292
– Justering föregående års skatt	–210	–27
– Ej utnyttjade underskottsavdrag	1 638	539
<b>Skattekostnad</b>	<b>–137</b>	<b>98</b>

Vägd genomsnittlig skattesats var 12 procent (2010: 8 procent). Ökningen orsakas av en förändring av lönsamheten för koncernens dotterföretag i de olika länderna. Skattesatserna i 2011 är oförändrade jämfört med 2010.

## Uppskjuten skatt

	Koncernen 31 dec 2011	Koncernen 31 dec 2010
Uppskjuten skattefordran avseende		
– skattemässiga förlustavdrag	35	61
<b>Totalt</b>	<b>35</b>	<b>61</b>

Bruttoförändringen avseende uppskjutna inkomstskatter är enligt följande:

	Koncernen 2011	Koncernen 2010
Vid årets början	61	109
Förvärvat uppskjuten skattefordran	–	–
Avyttring av dotterbolag	–24	–
Redovisning i resultaträkningen	–	–47
Valutakursdifferenser	–2	–1
<b>Vid årets slut</b>	<b>35</b>	<b>61</b>

Uppskjuten inkomstskatt har redovisats för skattemässiga underskottsavdrag i den utsträckning det är sannolikt att de underskottsavdragen kan utnyttjas mot framtida vinster. Koncernen har per den 31 december 2011 inte redovisat uppskjutna skattefordringar med ett belopp om 0,36 MUSD (2010: 0,64) hänförliga till underskott uppgående till 3,55 MUSD (2010: 6,40) 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.

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.

	2011	2010
Årets nettoresultat, TUSD	124 102	138 359
Genomsnittligt antal utestående stamaktier	100 705 275	100 990 975
<b>Resultat per aktie före utspädning</b>	<b>neg.</b>	<b>1,37</b>
Justering för utspädning till följd av utfärdade personaloptioner	695 000	–
Genomsnittligt antal utestående stamaktier med hänsyn tagen till utspädning	101 400 275	100 990 975
<b>Resultat per aktie efter utspädning</b>	<b>neg.</b>	<b>1,37</b>

## Not 13 Inventarier

Koncernen	
<b>Per den 1 januari 2010</b>	
Anskaffningsvärde eller omvärderat belopp	640
Ackumulerade avskrivningar	–414
<b>Redovisat värde</b>	<b>226</b>

### Räkenskapsåret 2010

Ingående redovisat värde	226
Anskaffningar	27
Avyttringar	–1
Nedskrivningar	–
Avskrivningar	–117
Valutakursdifferenser	–3
<b>Utgående redovisat värde</b>	<b>133</b>

### Per den 31 december 2010

Anskaffningsvärde eller omvärderat belopp	692
Ackumulerade avskrivningar	–560
<b>Redovisat värde</b>	<b>133</b>

### Räkenskapsåret 2011

Ingående redovisat värde	133
Anskaffningar	–
Avyttringar	–
Nedskrivningar	–
Avskrivningar	–101
Valutakursdifferenser	4
<b>Utgående redovisat värde</b>	<b>36</b>

### Per den 31 december 2011

Anskaffningsvärde eller omvärderat belopp	661
Ackumulerade avskrivningar	–625
<b>Redovisat värde</b>	<b>36</b>

Bland rörelsekostnader i koncernens resultaträkning har avskrivningar redovisats med –101 TUSD (2010: –117) (se not 10).

## Not 14 Förvaltningsfastigheter

Koncernen	2011	2010
<b>Per den 31 december</b>		
Vid årets början	543	1 722
Omklassificeringar från Inventarier	–543	–
Förändringar i verkligt värde	–	–1 176
Valutakursdifferenser	–	–3
<b>Vid årets slut</b>	<b>–</b>	<b>543</b>

## Not 15 Finansiella instrument per kategori

Redovisningsprinciperna för finansiella instrument har tillämpats för nedanstående poster:

### 31 december 2011 – Koncernen

Tillgångar i balansräkningen	Lånefordringar	Tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Totalt
Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen			
	–	324 768	324 768
Innehav i intresseföretag	–	120 416	120 416
Lånefordringar	9 102	–	9 102
Likvida medel	37 665	–	37 665
<b>Totalt</b>	<b>46 767</b>	<b>445 184</b>	<b>491 951</b>

### 31 december 2010 – Koncernen

Tillgångar i balansräkningen	Lånefordringar	Tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Totalt
Finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen			
	–	401 547	401 547
Innehav i intresseföretag	–	199 272	199 272
Lånefordringar	4 902	–	4 902
Likvida medel	9 448	–	9 448
<b>Totalt</b>	<b>14 350</b>	<b>600 820</b>	<b>615 169</b>



**Not 16**  
**Långfristiga finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen**

	Koncernen 31 dec 2011	Koncernen 31 dec 2010
Vid årets början	401 547	301 607
Anskaffningar	93 842	80 125
Omklassificeringar	-	-
Avyttringar	-100 318	-92 017
Förändring i verkligt värde	-70 303	111 832
<b>Vid årets slut</b>	<b>324 768</b>	<b>401 547</b>

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

- [Tinkoff Credit Systems \(Egidaco Investments PLC\)](#): Värderingen av aktierna i TCS har per den 31 december 2011 beräknats utifrån den värdering som utfördes i mitten av 2011 när priset sattes vid försäljningen av aktier till ett värde av 46,5 miljoner USD, motsvarande Vostok Naftas andel om 15,5 procent efter full utspädning. För ytterligare information se not 3 – Uppskattningar av verkligt värde.

Värdepapper/ företagsnamn	Innehav, antal aktier, 31 dec 2011	Verkligt värde (USD), 31 dec 2011	Ägarandel, % av utestående aktier	Innehav, antal aktier, 31 dec 2010	Verkligt värde (USD), 31 dec 2010	Ägarandel, % av utestående aktier
<b>Koncernen</b>						
Acron	266 760	11 023 321	0,56%	-	-	-
Agrowill Group	1 765 000	323 802	2,47%	1 765 000	607 279	2,47%
Alrosa	15 250 000	14 487 500	0,21%	1 261	18 158 400	0,46%
Bekabacement	3 654	657 720	6,53%	3 654	657 720	6,53%
Caspian Services	5 364 850	434 553	10,41%	5 364 850	643 782	10,27%
Dakor	272 106	2 812 383	4,76%	272 106	2 880 704	4,76%
<b>Tinkoff Credit Systems</b>						
(Egidaco), aktier	1 006 513	46 551 014	15,5%	1 073 174	43 430 866	17,08%
<b>Tinkoff Credit Systems</b>						
(Egidaco), obligationer		9 333 624	-			-
Exportfinans, obligationer		10 091 872	-			-
Fortress Minerals Corp	300 000	1 103 974	2,00%	300 000	1 277 681	2,02%
Gaisky GOK	16 434	4 520 993	2,66%	31 434	12 259 260	5,09%
Gornozavodsk Cement	63 500	17 462 500	8,19%	39 000	9 750 000	5,03%
Inter RAO	11 509 294 872	12 386 683	0,12%	-	-	-
Kamkabel	1 600 000	160 000	4,12%	1 600 000	160 000	4,12%
Kherson Oil Refinery	-	-	-	5 789 903	7 261	4,40%

Värdepapper/ företagsnamn	Innehav antal aktier 31 dec 2011	Verkligt värde (USD) 31 dec 2011	Ägarandel % av utestående aktier	Innehav antal aktier 31 dec 2010	Verkligt värde (USD) 31 dec 2010	Ägarandel % av utestående aktier
Kuzbass Fuel Company	3 500 000	15 750 000	3,53%	3 500 000	24 045 000	3,53%
Kuzbassrazrezugol	134 352 681	22 839 956	2,20%	133 752 681	51 494 782	2,18%
Kyrgyzenergo	2 618 241	168 688	0,27%	2 618 241	168 688	0,27%
Novoil stam	-	-	-	1 470 000	1 389 150	0,19%
Podolsky Cement	85 332	106 665	0,01%	85 332	53 503	0,01%
Poltava GOK	3 004 498	6 284 419	1,57%	3 104 498	16 231 882	1,63%
Priargunsky Ind stam	111 685	11 168 500	6,12%	106 242	24 329 418	5,82%
Priargunsky Ind pref	11 709	585 450	0,52%	11 709	1 276 281	0,52%
RusForest, obligationer		2 446 790	-		-	-
RusHydro ADR	-	-	-	1 459 734	7 955 550	0,05%
RusHydro lokala aktier	-	-	-	34 821 499	1 862 950	0,01%
Shalkiya Zinc GDR	1 442 400	100 968	2,55%	1 442 400	158 664	2,55%
Steppe Cement Ltd	13 454 303	6 903 632	7,52%	11 804 303	9 293 340	6,59%
TKS Concrete	-	-	-	375	1 506 750	10,00%
<b>TKS Real Estate</b>						
(Waymore Holding)	623 800	515 789	5,54%	623 800	990 597	5,54%
TNK-BP Holding stam	15 760 237	40 590 396	0,11%	16 502 237	43 730 928	0,11%
TNK-BP Holding pref	31 053 600	69 575 378	6,90%	30 953 600	75 526 784	6,88%
Transneft pref	7 730	11 925 906	0,50%	19 730	24 330 215	1,27%
Tuimazy Concrete Mixers	1 215 000	2 758 050	14,78%	1 215 000	5 224 500	14,78%
Ufa Refinery	-	-	-	10 300 000	14 729 000	1,89%
Ufaneftekhim	-	-	-	1 165 000	5 300 750	0,42%
Varyoganneftegas pref	154 334	1 697 674	0,64%	108 500	2 115 750	0,45%
<b>Summa långfristiga finansiella tillgångar värderade till verkligt värde via resultaträkningen</b>						
		<b>324 768 200</b>			<b>401 547 435</b>	

## Not 17 Innehav i intresseföretag

	Koncernen 31 dec 2011	Koncernen 31 dec 2010
Vid årets början	199 272	148 084
Anskaffningar	9 100	33 547
Omklassificeringar	-	-
Avyttringar	-	-7 694
Förändring i verkligt värde	-87 956	25 335
<b>Vid årets slut</b>	<b>120 416</b>	<b>199 272</b>

Aktierna enligt specifikation till höger 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](#): I mars 2011 löste Vostok Nafta in de 121 300 900 teckningsoptioner i Clean Tech East Holding AB, som erhållits i nyemissionen som bolaget genomförde i maj 2010. Till följd av detta ökade Vostok Naftas ägarandel till 406 156 995 aktier, eller 44,3 procent av aktierna i Clean Tech East Holding AB.

Namn	Innehav, antal aktier	Andel i %	Verkligt värde	Intäkter 1 jan 2011– 31 dec 2011	Vinst/förlust 1 jan 2011– 31 dec 2011	Tillgångar 31 dec 2011	Skulder 31 dec 2011
<b>2011</b>							
Black Earth Farming Ltd	30 888 704	24,8	61 346	64,2 MUSD	-41,7 MUSD	315,4 MUSD	120,0 MUSD
Clean Tech East Holding AB, aktier	406 156 995	44,3	587		-94,7 MSEK	15 104	9 329
Vosvik AB (Avito och Kontakt East)	50 000	50,0	37 790	n/a	n/a	n/a	n/a
RusForest AB, aktier	28 165 209	29,4	20 747	431,8 MSEK	-288,7 MSEK	2 077,7 MSEK	1 011,3 MSEK
RusForest AB, utställda köpoptioner			-54				
<b>Summa</b>			<b>120 416</b>				

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
<b>2010</b>							
Black Earth Farming Ltd	30 888 704	24,8	120 331	46,9 MUSD	-42,5 MUSD	366,1 MUSD	120,6 MUSD
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 AB, utställda köpoptioner			-54				
<b>Summa</b>			<b>199 272</b>				

## Not 18 Långfristiga lånefordringar

	Koncernen 2011	Koncernen 2010
Vid årets början	4 902	22 602
Tillskott	–	–
Ränteintäkter	68	3 073
Omklassificeringar	4 773	–20 240
Valutakursdifferenser	290	–533
Avskrivningar	–931	–
<b>Vid årets slut</b>	<b>9 102</b>	<b>4 902</b>

Motpart	Kreditbetyg, 31 dec 2011	Nominellt värde, 31 dec 2011	Nominellt värde, 31 dec 2010	Bokfört värde, 31 dec 2011	Bokfört värde, 31 dec 2010	Räntevillkor	Löptid
Clean Tech East Holding AB	–	931	3 606	–	3 633	0%	–
RusForest (Cyprus) Limited	–	–	1 078	–	1 068	8%	–
RusForest AB	–	8 902	–	8 902	–	11,5%	Maj 2014
Lån till personal	–	1 250	1 250	200	200	7%	–
<b>Summa</b>		<b>11 084</b>	<b>5 934</b>	<b>9 102</b>	<b>4 902</b>		

Under året har RusForest (Cyprus) Ltd återbetalt sitt i 2009 beviljade lån. I oktober 2011 beviljade Vostok Nafta ett lån om 41 MSEK till Clean Tech East Holding AB.

I december 2011 tog RusForest AB över Clean Tech East Holding AB:s skuld till Vostok Nafta (förutom ränta på två lån om 10 MSEK vardera) i samband med förvärv av Clean Tech East Holding AB:s dotterbolag.

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 2011 uppgick de utestående lånen till ett nominellt värde om 1 250 TUSD.

## Not 19 Kortfristiga lånefordringar

	Koncernen 2011	Koncernen 2010
Vid årets början	9 283	3 180
Tillskott	7 266	12 838
Återbetalningar	–12 577	–30 437
Omklassificeringar	–4 773	21 576
Ränteintäkter	692	2 422
Nedskrivningar	–18	–
Valutakursdifferenser	127	–296
<b>Vid årets slut</b>	<b>0</b>	<b>9 283</b>

Motpart	Kreditbetyg, 31 dec 2011	Nominellt värde, 31 dec 2011	Nominellt värde, 31 dec 2010	Bokfört värde, 31 dec 2011	Bokfört värde, 31 dec 2010	Räntevillkor	Löptid
Tinkoff Credit Systems Bank	–	–	9 267	–	9 267		
Övriga kortfristiga lånefordringar	–	–	17	–	17		
<b>Summa</b>		<b>–</b>	<b>9 283</b>	<b>–</b>	<b>9 283</b>		

Under året har Tinkoff Credit Systems Bank (TCS) återbetalt sitt lån.

Undet året omklassificerades flera lånefordringar från kortfristiga till långfristiga lånefordringar och vice versa.

## Not 20 Övriga kortfristiga fordringar

	Koncernen 31 dec 2011	Koncernen 31 dec 2010	Moder- bolaget 31 dec 2011	Moder- bolaget 31 dec 2010
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	258	395	83	183
Förutbetalda kostnader för geologiska undersökningar i ZAO Baikal Energy	1 139	1 355	–	–
Övriga fordringar	51	39	–	–
<b>Totalt</b>	<b>1 447</b>	<b>1 789</b>	<b>83</b>	<b>183</b>

## Not 21 Likvida medel

I likvida medel i balansräkningen och kassaflödesanalysen ingår följande:

	Koncernen 31 dec 2011	Koncernen 31 dec 2010
Likvida medel	37 665	9 448
<b>Totalt</b>	<b>37 665</b>	<b>9 448</b>

## Not 22 Aktiekapital och bundna reserver

Koncernen och Moderbolaget	Antal aktier	Aktiekapital	Övrigt tillskjutet kapital
<b>Per den 1 januari 2010</b>	<b>100 990 975</b>	<b>100 991</b>	<b>191 700</b>
Personaloptionsprogram: – värde på anställdas tjänstgöring	–	–	329
<b>Per den 31 december 2010</b>	<b>100 990 975</b>	<b>100 991</b>	<b>192 029</b>
Återköp av egna aktier, december 2011	–2 520 775	–2 521	–6 659
Personaloptionsprogram: – värde på anställdas tjänstgöring	–	–	12
<b>Per den 31 december 2011</b>	<b>98 470 200</b>	<b>98 470</b>	<b>185 382</b>

Den 7 december 2011 meddelade Vostok Nafta att Bolagets styrelse beslutat att ge mandat till ledningen i Vostok Nafta att återköpa depåbevis i bolaget. Mandatet från styrelsen gäller fram till Vostok Naftas nästa årsstämma och föreskriver att högst 10 procent av det totala antalet utestående depåbevis vid tidpunkten för detta beslut kan återköpas. Depåbevisen som återköps under mandatet och de underliggande aktierna makuleras därefter. För ytterligare information se pressrelease den 7 december 2011.

Under 2011 återköpte Vostok Nafta 2 520 775 depåbevis.

Det finns för närvarande 995 000 (2010: 985 000) 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

Bolaget hade inga lån under 2011 och 2010.

## Not 24 Övriga kortfristiga skulder

	Koncernen 31 dec 2011	Koncernen 31 dec 2010	Moder- bolaget 31 dec 2011	Moder- bolaget 31 dec 2010
Övriga kortfristiga skulder	124	110	8	54
Upplupen moms	783	–	–	–
<b>Totalt</b>	<b>907</b>	<b>110</b>	<b>8</b>	<b>54</b>

## Not 25 Finansiella garantier

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 Bohusman försattes därefter i likvidation. Garantiförpliktelsen upplöstes enligt en förlikning som nåddes i november 2011 mellan Vostok Komi (Cyprus) Limited, Clean Tech East Holding AB och Bohusman AB:s likvidator.

## Not 26 Ställda panter och ansvarsförbindelser

Varken Koncernen eller Bolaget hade några ställda panter eller ansvarsförbindelser per den 31 december 2011, eller per den 31 december 2010.

## Not 27 Aktier i dotterbolag

Moderbolaget	Land	Antal aktier	Andel av kapital och röster, %	Bokfört värde 31 dec 2011, TUSD	Bokfört värde 31 dec 2010, TUSD
<b>Vostok Komi</b>					
(Cyprus) Limited	Cypern	150 000	100	184 402	226 805
Vostok Holding Ltd	Bermuda	10 000	100	10	19 786
<b>Övriga dotterbolag i koncernen</b>					
<b>Vostok Nafta</b>					
Sverige AB	Sverige	1 000	100		
<b>Dodomar Ventures</b>					
Limited	Cypern	2 000	100		
<b>Freemosa Holdings</b>					
Limited	Cypern	2 000	100		
ZAO Baikal Energy	Ryssland	20 000*	100		
<b>Totalt</b>				<b>184 412</b>	<b>246 591</b>

\* 15 000 stamaktier, 5 000 preferensaktier

Samtliga bolag ingår i koncernredovisningen från förvärvstidpunkten.

Under 2010 lämnade Vostok Nafta Investment Ltd ett ovillkorat aktieägartillskott om 19,73 MUSD till Vostok Holding Ltd.

Under 2011 har Vostok Holding Ltd återbetalt ett ovillkorat aktieägartillskott om 19,78 MUSD.

Under 2011 skrev Bolaget ned värdet av aktierna i dotterföretaget Vostok Komi (Cyprus) Limited till substansvärde av dotterföretaget. Nedskrivningen uppgår till 42,40 MUSD.

## Not 28 Kostnader för ersättningar till anställda

	Koncernen 2011	Koncernen 2010	Moder- bolaget 2011	Moder- bolaget 2010
Löner	1 578	1 892	248	151
Sociala kostnader	466	553	10	6
Aktiebaserade ersättningar	2	3	2	3
Pensionskostnader	250	236	-	-
Övriga ersättningar	4	11	-	-
<b>Kostnader för ersättningar till anställda, totalt</b>	<b>2 299</b>	<b>2 695</b>	<b>259</b>	<b>160</b>

	Koncernen 2011	Koncernen 2010	Moder- bolaget 2011	Moder- bolaget 2010
Löner och ersättningar till ledande befattningshavare och styrelsen för moderbolaget och dess dotterbolag	1 323	1 385	233	131
Löner till övriga anställda	510	758	15	20
<b>Löner och ersättningar, totalt</b>	<b>1 833</b>	<b>2 143</b>	<b>248</b>	<b>151</b>

Beslut avseende ersättning till ledande befattningshavare fattas av bolagets ersättningskommitté (compensation committee), vilken utgörs av tre av bolagets styrelseledamöter. För verkställande direktören gäller en uppsägningstid om tolv månader vid uppsägning från bolagets sida och en uppsägningstid om sex månader vid uppsägning från verkställande direktörens sida. För övriga ledande befattningshavare i Vostok Nafta gäller en uppsägningstid om tre månader 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 8 (13), varav 3 var män (5). Medelantalet ledande befattningshavare uppgår till 3 (3).

Koncernen, 2011	Grundlön/ styrelsearvode	Rörlig ersättning	Övriga förmåner	Pensions- kostnader	Aktiebaserade ersättningar	Övriga ersättningar	Summa
Lukas H. Lundin	51	-	-	-	-	-	51
Al Breach	32	-	-	-	-	-	32
Lars O Grönstedt	23	-	-	-	-	-	23
Ashley Heppenstall	37	-	-	-	-	-	37
Paul Leander-Engström	27	-	-	-	-	-	27
William A. Rand	37	-	-	-	-	-	37
Robert J. Sali	27	-	-	-	-	-	27
Per Brilioth	554	-	-	107	-	-	660
Övriga ledande befattningshavare och styrelseledamöter i dotterbolag	345	-	-	85	-	-	430
<b>Summa</b>	<b>1 132</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>191</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1 323</b>

Koncernen, 2010	Grundlön/ styrelsearvode	Rörlig ersättning	Övriga förmåner	Pensions- kostnader	Aktiebaserade ersättningar	Övriga ersättningar	Summa
Lukas H. Lundin	29	-	-	-	-	-	29
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
<b>Summa</b>	<b>897</b>	<b>354</b>	<b>-</b>	<b>133</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1 385</b>

Moderbolaget, 2011	Grundlön/ styrelsearvode	Rörlig ersättning	Övriga förmåner	Pensions- kostnader	Aktiebaserade ersättningar	Övriga ersättningar	Summa
Lukas H. Lundin	51	-	-	-	-	-	51
Al Breach	32	-	-	-	-	-	32
Lars O Grönstedt	23	-	-	-	-	-	23
Ashley Heppenstall	37	-	-	-	-	-	37
Paul Leander-Engström	27	-	-	-	-	-	27
William A. Rand	37	-	-	-	-	-	37
Robert J. Sali	27	-	-	-	-	-	27
Per Brilioth	-	-	-	-	-	-	-
Övriga ledande befattningshavare och styrelseledamöter i dotterbolag	-	-	-	-	-	-	-
<b>Summa</b>	<b>233</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>233</b>

Moderbolaget, 2010	Grundlön/ styrelsearvode	Rörlig ersättning	Övriga förmåner	Pensions- kostnader	Aktiebaserade ersättningar	Övriga ersättningar	Summa
Lukas H. Lundin	29	-	-	-	-	-	29
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	-	-	-	-	-	-	-
<b>Summa</b>	<b>131</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>131</b>

Under 2010 uppgick avgångsvederlag 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 anställning återfinns hos upphör att vara under kontroll av Bolaget eller, som ett resultat av en överföring av den förpliktelse med vilken optionsinnehavaren arbetar, överförs till ett företag som varken är under Bolagets kontroll eller medlem av Koncernen; någon annan anledning så som den specificeras av styrelsens medlemmar genom utnyttjandet av deras absoluta beslutsrätt.
- För anställda bosatta i Sverige gäller följande villkor. Optionerna skall erbjudas till ett förvärvspris motsvarande optionernas marknadsvärde vid tidpunkten för erbjudandet. Optionerna skall vara fritt överlåtbara och utgör därmed värdepapper. Detta innebär bland annat att optionerna inte är kopplade till anställningen och förfaller inte om optionsinnehavaren lämnar sin anställning i koncernen.
- Optioner skall kunna utställas av Vostok Nafta Investment Ltd eller andra koncernbolag.

#### Utformning och hantering

Styrelsen, eller ett av styrelsen särskilt tillsatt utskott, skall ansvara för den närmare utformningen och hanteringen av incitamentsprogrammet, inom ramen för angivna huvudsakliga villkor och riktlinjer. I samband därmed skall styrelsen äga rätt att göra anpassningar för

att uppfylla särskilda regler eller marknadsförutsättningar utomlands. Styrelsen skall även äga rätt att vidta andra justeringar under förutsättning att det sker betydande förändringar i koncernen eller dess omvärld som skulle medföra att beslutade villkor för tilldelning enligt incitamentsprogrammet inte längre är ändamålsenliga.

#### Fördelning

Incitamentsprogrammets omfattning föreslås uppgå till högst 1 000 000 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 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 infriats. Ersättningskommittén skall ansvara för utvärderingen av de anställdas prestation. Utfallet av uppställda mål skall där så är möjligt redovisas i efterhand.

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

#### Eventuell framtida bonus för anställda bosatta i Sverige

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

#### Skälen för programmet

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

#### Nuvarande status för incitamentsprogram 2007

Samtliga 1 000 000 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 en 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 erbjudandet. 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 utom-

lands. 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 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 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.

#### 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 alljämt 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.

#### Utspädnings effekter och kostnader

Om samtliga 2 000 000 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 programmet 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 2010

Sammanlagt 705 000 av de sammanlagt 2 000 000 Optionerna som bemyndigats enligt incitamentsprogram 2010 har tilldelats anställda under 2010 och 2011. Dessa har ett inlösenpris om SEK 31,41 respektive 46,94 och förfaller den 31 augusti 2013 respektive den 30 juni 2014. Samliga anställda valde att förvärva optionerna till marknadsvärde, enligt alternativ (b) ovan.

#### Utestående personaloptioner under optionsprogrammen 2007 och 2010

	Utgivna 2009 <sup>1,2</sup>	Utgivna 2010 <sup>1,2</sup>	Utgivna 2011 <sup>1,2,3</sup>	Totalt 31 dec 2011
<b>Ledande befattningshavare och styrelseledamöter i dotterbolag</b>				
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	–	10 000	30 000
<b>Totalt</b>	<b>290 000</b>	<b>695 000</b>	<b>10 000</b>	<b>995 000</b>
Lösenpris, SEK	35,17	31,41	46,94	
<b>Marknadsvärde per option vid utgivnings-tillfället, SEK<sup>2</sup></b>				
Löptid	19 jun 2009– 19 jun 2012	7 aug 2010– 31 aug 2013	2 jun 2011– 30 jun 2014	
Utnyttjandeperiod	19 jun 2011– 19 jun 2012	1 aug 2013– 31 aug 2013	1 jun 2014– 30 jun 2014	

- 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.
- Verkligt värde för utställda personaloptioner i Vostok Nafta under räkenskapsåren 2009, 2010 och 2011 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 6,52 (3,43) SEK per option. Viktiga indata i modellen var aktiepriset på tilldelningsdagen 39,12 (24,10) 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 2,71 procent (2,01 procent).

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

	Genomsnittligt lösenpris i SEK/aktie	Optioner 31 dec 2011	Optioner 31 dec 2010
Vid årets början	32,52	985 000	1 533 920
Omräknade	–	–	–
Förverkade	–	–	-1 243 920
Tilldelade	46,94	10 000	695 000
<b>Vid årets slut</b>	<b>32,66</b>	<b>995 000</b>	<b>985 000</b>

Av utestående 995 000 optioner (2010: 985 000) optioner var 695 000 (2010: 0) möjliga att utnyttja.

Personaloptioner utestående vid årets slut har följande förfalldatum och lösenpriser:

	Lösenpris, SEK	Optioner 2011	Optioner 2010
19 juni 2012	35,17	290 000	290 000
31 augusti 2013	31,41	695 000	695 000
30 juni 2014	46,94	10 000	–
<b>Vid årets slut</b>		<b>995 000</b>	<b>985 000</b>

#### Not 29 Närståendetransaktioner

Koncernen kontrolleras av familjen Lundin, genom en stiftelse som (genom bolag) äger 28,43 procent av aktierna.

Koncernen har identifierat följande närstående:

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

[Intresseföretag och deras dotterbolag](#), vilka inkluderar Black Earth Farming Ltd, 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 och Mile High Holdings Ltd.

[Nyckelpersoner](#), vilka inkluderar medlemmar i ledningsgruppen, samt medlemmar av Bolagets styrelse och dotterbolagens styrelser.



Under räkenskapsåret har Koncernen redovisat följande närstående transaktioner:

TUSD	2011				2010			
	Vostok Gas	Intresse- företag	Lundinfamiljen och företag i Lundinggruppen	Nyckel- personer	Vostok Gas	Intresse- företag	Lundinfamiljen och företag i Lundinggruppen	Nyckel- personer
<b>I resultaträkningen</b>								
Resultat från lånefordringar	-	409 <sup>1</sup>	-	-	-	795	-	-
Övriga rörelseintäkter	-	41 <sup>2</sup>	233 <sup>2</sup>	-	-	16	117	-
Rörelsekostnader	-	-	-387 <sup>3</sup>	-1 132 <sup>4</sup>	-	-	-194	-1 251
Räntekostnader	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>I balansräkningen</b>								
Långfristiga lånefordringar	-	8 902 <sup>1</sup>	-	-	-	4 702	-	-
Kortfristiga lånefordringar	-	-	-	-	-	-	-	-
Övriga kortfristiga fordringar	-	-	-	-	-	-	-	-
Balanserade vinstmedel	-	-	-	-12	-	-	-	-296
Övriga kortfristiga skulder	-	-6 <sup>2</sup>	-66 <sup>2</sup>	-143 <sup>4</sup>	-200	-	-	-146

#### 1) Lån till närstående

Vostok Nafta har en utestående långfristig lånefordran på RusForest AB, som har redovisats till ett bokfört värde av 8,90 MUSD per den 31 december 2011. I resultaträkningen för räkenskapsåret 2011 har koncernen redovisat ränteintäkter från Clean Tech East Holding AB till ett belopp om 0,32 MUSD och från RusForest AB till ett belopp om 0,09 MUSD.

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

Vostok Nafta har kontorshyresavtal med RusForest AB, Lundin Mining AB och Clean Tech East Holding AB. Vostok Nafta levererar huvudkontorstjänster till Lundin Petroleum AB och investor relations- och corporate communication-tjänster till Lundin Mining Corporation, Africa Oil Corp., Etrion Corporation, ShaMaran Petroleum Corp. and Lucara Diamond Corp.

#### 3) Rörelsekostnader: Lundin-företag

Vostok Nafta köper management- och investor relations-tjänster avseende finansmarknader från Namdo Management. Månadsarvode uppgår till 15 000 USD. I juli 2011 köpte Vostok Nafta extra managementtjänster till ett belopp om 62 171 USD. Vostok Nafta betalade 84 359 USD till Mile High Holdings Ltd för erhållna flygtjänster.

#### 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).

#### Not 30 Rörelseförvärv

##### Avyttringar i koncernföretag

I september 2011 likviderades OAO Resurs-Invest och OOO Resurs-niye Investisii.

I oktober 2011 sålde Vostok Nafta sitt dotterbolag Premiline Holdings Ltd vars enda tillgång var en 100 procent andel i OOO Volga-Nash Dom. Överförd ersättning uppgick till 40 TUSD och Vostok Naftas förlust uppgick till 528,59 TUSD.

#### Not 31 Händelser efter balansdagen

Sedan den 1 januari 2012 har Bolaget återköpt 3 065 543 depåbevis.

#### Not 32 Fastställande av årsredovisning

Årsredovisningen har avgivits av styrelsen den 29 mars 2012, se sidan 43. Balans- och resultaträkning fastställs av bolagets aktieägare på årsstämma den 9 maj 2012.

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

Vi har granskat koncernredovisningen och moderbolagsredovisningen för Vostok Nafta Investment Ltd som återfinns på sidorna 44 till 65. Dessa räkenskaper innefattar balansräkningar per den 31 december 2011 och 2010, 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 2011 och 2010 samt deras resultat och kassaflöde för de räkenskapsår som då avslutades i enlighet med internationella redovisningsstandards (IFRS).

Stockholm den 29 mars 2012

PricewaterhouseCoopers AB

**Klas Brand**

*Auktoriserad revisor*

*Huvudansvarig revisor*

**Bo Hjalmarsson**

*Auktoriserad revisor*

**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 28,43 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 4 maj 2011 beslutades att inrätta en valberedning bestående av representanter för de tre största aktieägarna i Bolaget per den sista bankdagen i augusti 2011. Valberedningen för årsstämman 2012 består av följande medlemmar: Ian H. Lundin utsedd av Lundinfamiljen, Leif Törnvall utsedd av Alecta och Albert Häggström utsedd av Alfred Berg/Länsförsäkringar. Vid valberedningens första möte valdes Ian H. Lundin till valberedningens ordförande. Valberedningens uppgift är att förbereda förslag till följande beslut vid årsstämman 2012: (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 nomineringsprocessen inför årsstämman 2013.

### **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 av årsstämman för en period av ett år.

### **Styrelsen 2011**

Bolagets styrelse består av åtta styrelseledamöter. Alla ledamöter omvaldes på årsstämman den 4 maj 2011: Al Breach, Per Brilioth, Lars O Grönstedt, C. Ashley Heppenstall, Paul Leander-Engström, Lukas H. Lundin, William A. Rand och Robert J. Sali. 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 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 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 säkerställa 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 2011 sammanträdde revisionskommittén fem gånger. I revisionskommittén ingår William A. Rand (ordförande), Al Breach och C. Ashley Heppenstall.

#### 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 marknadssituation och är konkurrenskraftig.

De föreslagna principerna skall inkludera följande beaktanden:

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

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

Ersättningskommittén skall även årligen granska ersättningen till verkställande direktören, ledningsgruppen och andra nyckelpersoner, 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 2011 sammanträdde ersättningskommittén en gång 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 beslutats av styrelsen och löpande kommuniceras till investeringskommittén. En majoritet av investeringskommittén, det vill säga två ledamöter, kan tillsammans utfärda rekommendationer baserat på vilka styrelsen för Vostok Komi (Cyprus) 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 4 maj 2011, inklusive mötesnärvaro 2011

Namn	Invald i styrelsen	Position	Förhållande till Bolaget	Revisionskommittén	Ersättningskommittén	Investeringskommittén	Närvaro styrelsemöten	Styrelsearvode, SEK
Lukas H. Lundin	2007	Ordförande	Huvudägare		X	X	100%	325 000
Al Breach	2007	Ledamot	Oberoende	X			100%	205 000
Per Brilioth	2007	Ledamot	Bolagsledning			X	100%	0
Lars O Grönstedt	2010	Ledamot	Oberoende				100%	150 000
Ashley Heppenstall	2010	Ledamot	Oberoende	X		X	100%	235 000
Paul Leander-Engström	2007	Ledamot	Oberoende		X		88%	170 000
William A. Rand	2007	Ledamot	Oberoende	X			100%	235 000
Robert J. Sali	2007	Ledamot	Oberoende		X		88%	170 000
<b>Antal möten</b>				<b>5</b>	<b>1</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>1 490 000</b>

## 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 2011

[Per Brilioth](#): verkställande direktör

[Nadja Borisova](#): ekonomichef

[Anders F. Börjesson](#): bolagsjurist

## Investor Relations

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

## Ersättning till styrelse och ledande befattningshavare

### Ersättning till Bolagets styrelse

Vid årsstämman den 4 maj 2011 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 1 800 000 SEK (motsvarande ca 270 000 USD) skall ställas till styrelsens förfogande för arvodering av Namdo Management för management-tjänster och tjänster avseende Investor Relations. Namdo Management är ett bolag som kontrolleras av styrelseordföranden Lukas H. Lundin.

### Ersättning till ledande befattningshavare

Bolagets årsstämma den 4 maj 2011 antog följande riktlinjer för ersättning till 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.

Under 2011 erhöll verkställande direktören en fast årslön om motsvarande cirka 554 000 USD. 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 2011. 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 345 000 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.

## Aktieåterköpsprogram

Till skillnad från svensk rätt, som kräver bemyndigande från bolagsstämman för återköp av egna aktier, innehåller varken bermudiansk rätt eller Bolagets Bye-Laws några begränsningar i rätten att återköpa egna aktier. Vostok Naftas styrelse gav genom beslut den 6 december 2011 mandat till Bolagets ledning att återköpa depåbevis motsvarande upp till 10 procent av utestående aktier vid beslutstillfället. Enligt svensk praxis beslöts att depåbevisen skulle återköpas vid ett eller flera tillfällen på NASDAQ OMX Stockholm till ett pris inom det registrerade kursintervallet vid varje tillfälle. Depåbevisen kan återköpas när ledningen anser det lämpligt med hänsyn till substansvärdesrabatten som Vostok Nafta handlas till, samt med hänsyn till perioder med förbjuden

handel inför rapporttillfällen samt i övrigt tillämpligt regelverk. Bemyndigandet är giltigt t.o.m. 2012 års bolagsstämma. De underliggande aktierna till återköpta depåbevis kommer att makuleras.

### **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 2011 års bokslut. I maj 2011 utfärdades 10 000 nya optioner till en grupp anställda under incitamentsprogrammet 2010 där varje ägare har rätt att teckna ett SDB till ett lösenpris av 46,94 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 överlåtit 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 4 maj 2011 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, Sverige.

Under året har revisionsbolaget inte haft några andra väsentliga uppdrag för Vostok Nafta i tillägg till revisionsarbetet som redovisas i avsnittet ”Revisionsberättelse” på sidan 66.

### **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 redovisningsstandarder 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 utvärdera effektiviteten i intern kontroll och säkerställa uppfyllande av arbetsmetoder för internal kontroll samt att diskutera och granska interna och externa revisionsfrågor. Rapporten om internkontroll i detta avsnitt har upprättats i enlighet med Kodens avsnitt 7.4, som behandlar intern kontroll avseende den finansiella rapporteringen, och i enlighet med den vägledning som framtagits av Far i samarbete med Svenskt Näringsliv.

Vostok Nafta är ett investmentbolag vars huvudsakliga verksamhet är att genomföra 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 Koden 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.

#### Kontrollmiljö

Kontrollmiljön, som är basen för bolagets interna kontroll avseende den finansiella rapporteringen, utgörs i stor utsträckning av de mjuka värden som styrelsen och ledningen kommunicerar och verkar utifrån. Vostok Nafta arbetar för att organisationen skall karaktäriseras av värderingar som noggrannhet, professionalism och integritet. En annan viktig del av kontrollmiljön är att den organisatoriska strukturen, beslutsvägar och befogenheter är klart definierade och kommunicerade. Detta åstadkoms genom skriftliga instruktioner och formella rutiner för arbetsfördelningen mellan å ena sidan styrelsen och å andra sidan vd:n och övrig personal. För Vostok Naftas kärnverksamhet som utgörs av portföljinvesteringar fastställer styrelsen de övergripande riktlinjerna för bolagets investeringsverksamhet. För att garantera en tillförlitlig och lättövervakad procedur för köp och försäljningar av värdepap-

per 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 investeringsförandet som all övrig kringverksamhet regleras detta genom interna riktlinjer och instruktioner. Vostok Nafta karaktäriseras av en tät 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 upprättas av Bolagets ledning och 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 investeringsförandet 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 investeringsförandet. Där till sker uppföljning av hela investeringsprocessen efter varje transaktion, från investeringsrekommendation till investeringsbeslut till beslutsverkställande och bokföring av transaktion. Samtliga instansers beslutsdokument genomgås i efterhand för att verifiera legitimiteten, samt konto- och depåavstämning utförs och kontrolleras mot dokumenterat investeringsbeslut och kontrolluppgifter från marknadsaktören. Vidare innefattar kontrollaktiviteterna fasta redovisnings- och rapporteringsrutiner för hela bolaget, exempelvis månadsvisa avstämningar av Vostok Naftas tillgångar och skulder samt depåförändringar. Särskilt fokus läggs även på att de krav och rutiner för redovisningsprocessen inklusive upprättande av bokslut och konsolidering av koncernens räkenskaper överensstämmer med tillämpliga lagar och förordningar samt god redovisningssed och övriga krav på noterade bolag. Kontroller har också utförts för att säkerställa att de IT-/datasystem som är invol-



verade i rapporteringsprocessen har tillräckligt hög tillförlitlighet för sin uppgift.

#### Information och kommunikation

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

#### Uppföljning

Styrelsen erhåller månatliga substansvärdesrapporter och utförliga kvartalsrapporter som beskriver den finansiella ställningen och periodens utveckling av Vostok Naftas innehav. Vid varje styrelsemöte diskuteras bolagets ekonomiska situation och strategi för framtiden, samt eventuella problem och brister i den gångna periodens verksamhet och finansiella rapportering. Det är speciellt 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 67–73. 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 29 mars 2012

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  
[bcm<sub>pa</sub>](#) 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)  
[LOF](#) Baserat på ett fälts livstid (eng. life of field)  
[mcm](#) Tusen kubikmeter  
[mm](#) miljoner  
[m<sub>boepd</sub>](#) miljoner fat oljeekvivalenter per dag  
[m<sub>bopd</sub>](#) miljoner fat olja per dag  
[mtce](#) miljoner ton kolekvivalenter  
[m<sub>mtpa</sub>](#) miljoner ton per år  
[MEUR](#) Miljoner euro  
[MSEK](#) Miljoner svenska kronor

[MUSD](#) Miljoner amerikanska dollar  
[MW](#) Megawatt  
[MWh](#) Megawattimme (en miljon watt per timme)  
[n/a](#) (eng. not available) ej tillgänglig  
[Neft](#) eller [Neftegas](#) Ryska för oljebolag  
[nm](#) (eng. not material) icke materiell  
[OSS](#) Oberoende Staters Samväldie (fd Sovjetunionen)  
[P/BV](#) Förhållandet mellan börsvärde och bokfört eget kapital  
[P/Cashflow](#) Börsvärde dividerat med kassaflöde, vilket i många fall avser nettovinst efter skatt med återläggning av avskrivningarna  
[P/E](#) Price/Earnings, dvs förhållandet mellan börsvärde och nettovinst  
[P/EBIT](#) Förhållandet mellan börsvärde och rörelseresultat  
[P/fat reserver](#) Börsvärde dividerat med antalet fat reserver (av olja) i marken  
[P/prod](#) Börsvärde dividerat med antalet producerade fat (olja) per år  
[PRMS](#) Petroleum Resources Management System-metod  
[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  
[SEC](#) Securities and Exchange Commission  
[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

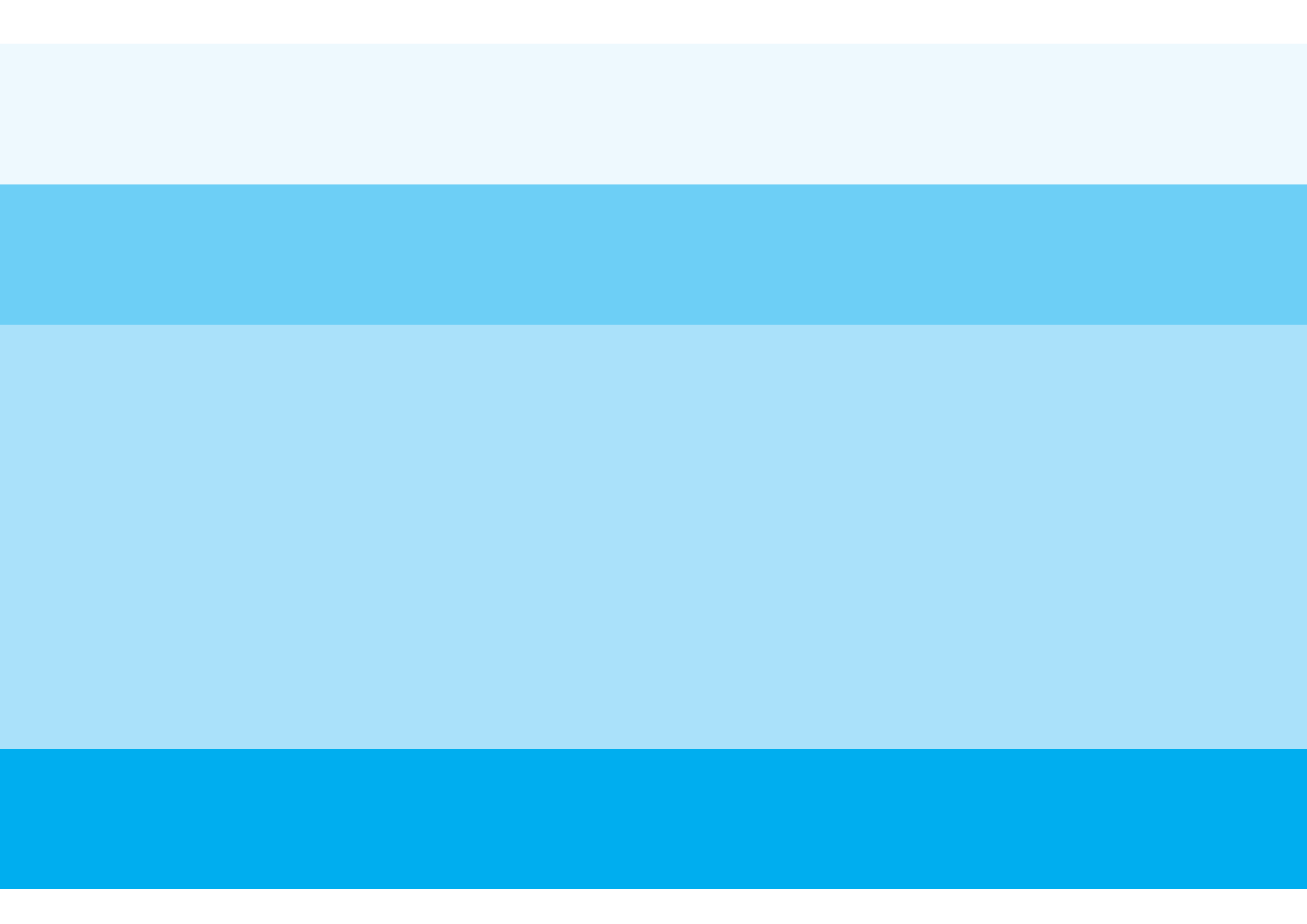
mängden utvinningsbara oljereserver som innehåses av aktuellt oljebolag  
[Vertikalt integrerad](#) Att ett olje- eller gasbolag har både upstream- och downstreamverksamhet.

#### Omräkningsfaktorer

1 ton olja = 7,33 fat olja

1 ton kondensat = 8,5 fat kondensat

# Förkortningar och termer som förekommer i årsredovisningen



Vostok  
Nafta  
Investment  
Ltd

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

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

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