

# Delårsrapport 1 januari – 30 september 2011



# Delårsrapport 1 januari – 30 september 2011

- Substansvärdet per aktie uppgick den 30 september 2011 till 9,14 EUR (11,42 EUR den 30 september 2010<sup>1</sup>). Det totala substansvärdet uppgick till 317 MEUR (398 MEUR), vilket innebar en förändring med -17,1% (3,8 %) under det tredje kvartalet och en förändring med -26,2 % (16,6 %) under de första nio månaderna av året. Jämfört med den 30 september 2010 minskade det totala substansvärdet med -20,3 % (ökade 22,6 %)
- För de första nio månaderna uppgick koncernens nettoresultat till -128 MEUR (77 MEUR). För moderbolagets aktieägare blev det ett resultat på -107 MEUR (59 MEUR) och resultatet per aktie uppgick till -3,07 EUR (1,70 EUR)
- Likvida medel och kortfristiga placeringar uppgick den 30 september 2011 till 46 MEUR (89 MEUR) motsvarande 1,32 EUR (2,55 EUR) per aktie
- Under augusti investerade East Capital Explorer 4 MEUR i det estniska bygg- och anläggningsföretaget Trev-2 Group
- I september förband sig East Capital Explorer att investera 13 MEUR i Melon Fashion Group som en del av det tidigare meddelade avtalet med Swedfund som slöts i juli. Transaktionen förväntas slutföras under fjärde kvartalet
- Under september beslutade styrelsen i East Capital Explorer att utnyttja sitt mandat att återköpa aktier och återköpte 138 504 egna aktier till en genomsnittlig kurs om 55,72 SEK per aktie, vilket motsvarade 0,4 procent av bolagets utestående aktier
- Som en följd av den senaste tidens nedgångar på finansmarknaderna och att portföljbolagen inte hade levt upp till tidigare ställda förväntningar beslutade East Capital Explorer att skriva ned värdet på aktierna i Melon Fashion Group med 30 procent och aktierna i Populi med 35 procent i slutet av kvartalet. Notera att ovanstående affär i Melon Fashion Group gjordes upp före omvärderingen och följaktligen ägde rum till den prisnivå som gällde dessförinnan
- Under året kan East Capital Explorer fortsatt köpa aktier och öka innehavet i TEO LT. I slutet av september uppgick de ackumulerade investeringarna under 2011 till 2,0 MEUR av vilka 0,9 MEUR investerades under kvartalet

## HÄNDELSE EFTER RAPPORTPERIODENS SLUT

- I oktober beslutade styrelsen att förlänga återköpsprogrammet till den 30 mars 2012, och bolaget återköpte ytterligare 263 846 egna aktier till en genomsnittlig kurs om 52,71 SEK per aktie, vilket motsvarade 0,8 procent av bolagets utestående aktier
- Den 15 oktober 2011 efterträdde Mia Jurke Gert Tiivas som VD för East Capital Explorer AB
- Efter kvartalets slut har East Capital Explorer fortsatt köpa aktier i TEO LT för ytterligare 0,8 MEUR och den totala investeringen i bolaget som gjorts under 2011 uppgår därmed till 2,8 MEUR. East Capital Explorer har för närvarande 3,3 % av bolagets aktier
- Det totala substansvärdet den 31 oktober 2011 uppgick till 317 MEUR (398 MEUR), motsvarande 9,20 EUR (11,40 EUR) per aktie. Likvida medel och kortfristiga placeringar uppgick samma dag till 44 MEUR (89 MEUR) motsvarande 1,27 EUR (2,55 EUR) per aktie. Av detta var 40 MEUR (49 MEUR) tillgängligt för framtida investeringar

<sup>1</sup> Jämförelsesiffror för motsvarande period 2010 redovisas inom parantes.

# Portföljen 30 september 2011

|                                            | Verkligt<br>värde<br>30 sep<br>2011<br>MEUR | Substans-<br>värde/<br>aktie,<br>EUR | % av<br>sub-<br>stans-<br>värde | Verkligt<br>värde<br>30 juni<br>2011,<br>MEUR | Verkligt<br>värde<br>31 dec<br>2010,<br>MEUR | Värde-<br>förändring<br>jan-sep<br>2011, % <sup>1)</sup> | Värde-<br>förändring<br>juli-sep<br>2011, % <sup>1)</sup> |
|--------------------------------------------|---------------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| <b>Fondinvesteringar</b>                   |                                             |                                      |                                 |                                               |                                              |                                                          |                                                           |
| East Capital Bering Russia Fund            | 30,2                                        | 0,87                                 | 10                              | 37,2                                          | 42,8                                         | -29,5                                                    | -18,9                                                     |
| East Capital Bering Ukraine Fund Class A   | 5,8                                         | 0,17                                 | 2                               | 7,2                                           | 7,9                                          | -26,5                                                    | -19,9                                                     |
| East Capital Bering Ukraine Fund Class R   | 6,4                                         | 0,18                                 | 2                               | 5,9                                           | 6,4                                          | 1,0                                                      | 9,1                                                       |
| East Capital Bering Balkan Fund            | 39,4                                        | 1,14                                 | 12                              | 47,9                                          | 42,0                                         | -16,1                                                    | -17,6                                                     |
| East Capital Bering Central Asia Fund      | 18,0                                        | 0,52                                 | 6                               | 21,2                                          | 25,4                                         | -28,8                                                    | -14,9                                                     |
| East Capital Bering New Europe Fund        | 13,5                                        | 0,39                                 | 4                               | 18,3                                          | 19,1                                         | -29,4                                                    | -26,4                                                     |
| East Capital Power Utilities Fund          | 40,0                                        | 1,15                                 | 13                              | 49,3                                          | 93,4                                         | -35,5                                                    | -18,9                                                     |
| East Capital Special Opportunities Fund    | 31,0                                        | 0,89                                 | 10                              | 41,1                                          | 58,6                                         | -25,7                                                    | -24,6                                                     |
| East Capital Special Opportunities Fund II | 27,9                                        | 0,80                                 | 9                               | 35,2                                          | 37,1                                         | -24,6                                                    | -20,6                                                     |
| East Capital (Lux) Eastern European Fund   | 7,4                                         | 0,21                                 | 2                               | 9,8                                           | 15,4                                         | -19,1                                                    | -23,9                                                     |
| <b>Summa investeringar i fonder</b>        | <b>219,8</b>                                | <b>6,33</b>                          | <b>69</b>                       | <b>273,1</b>                                  | <b>347,9</b>                                 | <b>-27,0</b>                                             | <b>-19,5</b>                                              |
| <b>Direktinvesteringar</b>                 |                                             |                                      |                                 |                                               |                                              |                                                          |                                                           |
| Melon Fashion Group                        | 19,3                                        | 0,55                                 | 6                               | 13,8                                          | 13,8                                         | -28,1                                                    | -28,1                                                     |
| TEO LT                                     | 14,7                                        | 0,42                                 | 5                               | 14,9                                          | 15,2                                         | -7,6                                                     | -7,0                                                      |
| East European Debt Finance <sup>2</sup>    | 1,1                                         | 0,03                                 | 0                               | 0,3                                           | 0,3                                          | -3,2                                                     | -4,6                                                      |
| Populi                                     | 1,7                                         | 0,05                                 | 1                               | 2,7                                           | 3,6                                          | -58,2                                                    | -34,9                                                     |
| Wimm-Bill-Dann                             | -                                           | -                                    | -                               | -                                             | 7,1                                          | -                                                        | -                                                         |
| Komercijalna Banka Skopje                  | 11,1                                        | 0,32                                 | 3                               | 14,0                                          | -                                            | -9,7                                                     | -21,1                                                     |
| Trev-2 Group                               | 4,0                                         | 0,12                                 | 1                               | -                                             | -                                            | 0,0                                                      | 0,0                                                       |
| <b>Summa direktinvesteringar</b>           | <b>51,8</b>                                 | <b>1,49</b>                          | <b>16</b>                       | <b>45,7</b>                                   | <b>40,0</b>                                  | <b>-16,7</b>                                             | <b>-18,9</b>                                              |
| <b>Kortfristiga investeringar</b>          |                                             |                                      |                                 |                                               |                                              |                                                          |                                                           |
| Kortfristiga placeringar                   | 20,1                                        | 0,58                                 | 6                               | 26,4                                          | 26,5                                         |                                                          |                                                           |
| Likvida medel                              | 25,7                                        | 0,74                                 | 8                               | 39,4                                          | 17,8                                         |                                                          |                                                           |
| <b>Summa kortfristiga investeringar</b>    | <b>45,8</b>                                 | <b>1,32</b>                          | <b>14</b>                       | <b>65,7</b>                                   | <b>44,3</b>                                  |                                                          |                                                           |
| <b>Summa portföljen</b>                    | <b>317,4</b>                                | <b>9,14</b>                          | <b>100</b>                      | <b>384,6</b>                                  | <b>432,3</b>                                 |                                                          |                                                           |
| Övriga tillgångar och skulder, netto       | -0,2                                        | -0,01                                | 0                               | -2,2                                          | -2,4                                         |                                                          |                                                           |
| <b>Substansvärde</b>                       | <b>317,1</b>                                | <b>9,14</b>                          | <b>100</b>                      | <b>382,4</b>                                  | <b>429,9</b>                                 | <b>-26,2</b>                                             | <b>-17,1</b>                                              |

1) Beräkningen är justerad för investerade och mottagna belopp under perioden, d.v.s. det är den procentuella förändringen mellan ingående verkligt värde plus investeringar under perioden och utgående verkligt värde plus under perioden mottagna medel. Ökningen innefattar ytterligare investeringar om 5,0 MEUR i East Capital Bering Balkan Fund, 2,0 MEUR i TEO LT, 0,5 MEUR i Populi, 13,0 MEUR i Komercijalna Banka Skopje, 4,0 MEUR i Trev-2 Group, 13,0 MEUR i MFG och 0,8 MEUR i EEDF samt en avyttring om 5,0 MEUR från innehavet i East Capital (Lux) Eastern European Fund, 12,5 MEUR i East Capital Special Opportunities Fund, 20,3 MEUR i East Capital Power Utilities Fund och 7,4 MEUR i Wimm-Bill-Dann. Den är också justerad för en utdelning om 1,2 MEUR och 0,7 MEUR före skatt från TEOL LT respektive Komercijalna Banka Skopje.

2) I januari 2010 offentliggjorde bolaget en investering på 5 MEUR i East European Debt Finance tillsammans med Intrum Justitia och East Capital Financial Fund. Hittills har 1,1 MEUR investerats i bolaget. Resterande kapital återfinns alltjämt bland kortfristiga placeringar.

Vissa summeringar adderar inte exakt beroende på avrundningar.

## VD KOMMENTERAR TREDJE KVARTALET

Jag känner mig stolt över att nu få skriva min första VD-kommentar efter att ha anställts som verkställande direktör i East Capital Explorer från den 15 oktober. Samtidigt är det nuvarande investeringsklimatet minst sagt utmanande och de volatila marknaderna har under påverkan från obalanserna i USA och i Euroländerna fortsatt nedåt under det tredje kvartalet. Även de marknader där East Capital Explorer investerar har påverkats negativt, inte främst på grund av obalanser av det slag vi ser i USA och Eurozonen, utan i huvudsak på grund av investerarnas riskaversion. East Capital Explorers substansvärde föll till 9,14 EUR per aktie per den 30 september, vilket motsvarar en negativ avkastning på 17,0 % för det tredje kvartalet.

**”Även våra marknader har påverkats negativt och substansvärdet föll 17 % under tredje kvartalet”**

Med undantag för East Capital Bering Ukraine Fund Class R, som hade en positiv utveckling främst på grund av kursvinster eftersom euron stärktes mot US-dollar, minskade samtliga övriga investeringar i värde. Det innehav som utvecklades sämst var Populi, den georgiska dagligvarukedjan, där vi beslutade att skriva ned värdet med 35 % i september på grund av att bolaget inte utvecklats som förväntat men också på grund det generella marknadsläget. Av samma orsaker skrev vi också ned värdet på Melon Fashion Group med 30 %. Detta är långt ifrån tillfredsställande mot bakgrund av vår ökning av innehavet genom förvärvet från Swedfund till ett pris som avtalades tidigare under sommaren. Ledningen i Melon Fashion Group vidtar dock nu åtgärder för att hantera situationen och både vi och förvaltaren anser att den tidigare bedömningen gällande företagets långsiktiga potential som investering kvarstår. Förvaltaren följer portföljföretagen mycket noga och vi tror att East Capitals långa erfarenhet i dessa marknader är mycket betydelsefull i denna typ av situationer.

**”Vår direktinvestering i Trev-2, det estniska byggföretaget inom infrastruktursektorn, ger en attraktiv exponering mot Baltikum”**

Under tredje kvartalet gjordes en ny direktinvestering i Trev-2, ett av de största estniska byggföretagen inom infrastruktursektorn. Investeringen uppgick till 4 MEUR och förvaltaren har identifierat ett antal faktorer som indikerar att detta är en attraktiv investering för East Capital Explorer. Investeringen ger också exponering mot Baltikum som för nuvarande har en mycket hög tillväxt jämfört med andra marknader.

Det bemyndigande om återköp av aktier, som aktieägarna gav styrelsen vid årsstämman i april, har utnyttjats. Under perioden 15 september till 12 oktober återköptes totalt 402 350 aktier, vilket motsvarar 1,2 % av totalt antal utestående aktier. Styrelsen har också beslutat förlänga utnyttjandet av

bemyndigandet från årsstämman fram till 30 mars. Med den rabatt till vilken aktien nu handlas, ger återköpen ett omedelbart resultat för aktieägarna och vi ser därför detta som ett ytterligare verktyg för att skapa värde för aktieägarna. Den långsiktiga strategin för att skapa värde för aktieägarna är att fortsätta fokusera på att identifiera attraktiva investeringar i regionen.

**”Det bemyndigande om återköp av aktier, som aktieägarna gav styrelsen vid årsstämman i april, har utnyttjats”**

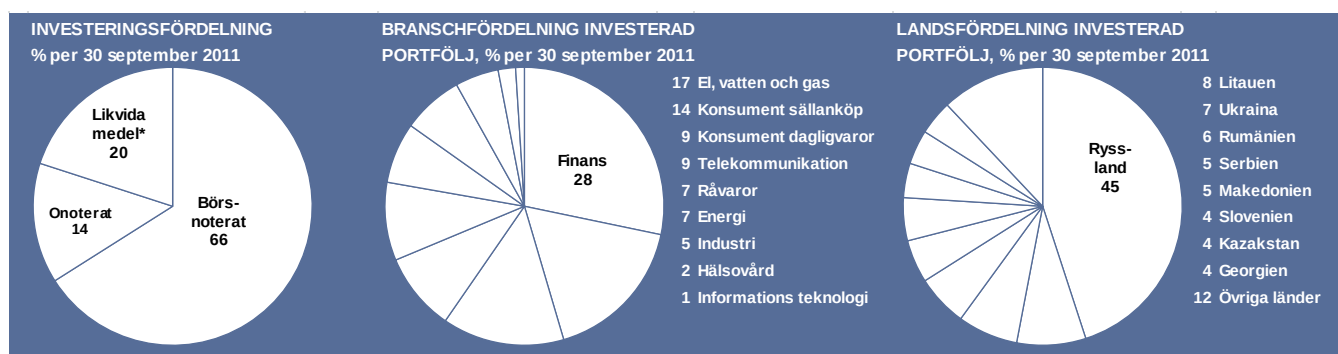
Substansvärdet per den 31 oktober var 317 MEUR, vilket därmed var oförändrat jämfört med värdet per den 30 september. Substansvärdet per aktie ökade dock något, till 9,20 EUR per aktie som ett resultat av de ovan nämnda aktieåterköp som genomfördes under oktober.

Till slut vill jag gärna uttrycka min uppskattning för Gert Tiivas som varit verkställande direktör sedan noteringen. Hans insatser har varit avgörande för att skapa East Capital Explorer, ett noterat företag som ger sina aktieägare tillgång till ett brett spektrum av fondprodukter och direktinvesteringar i Östeuropa som annars skulle varit svårtillgängliga för vanliga investerare.

**Mia Jurke, VD**

| Topp 10 i East Capital Explorer: summa av direkta och indirekta investeringar <sup>1)</sup> |             |                                            |            |                     |                                                                                                                           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|--------------------------------------------|------------|---------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Företag                                                                                     | % av NAV    | Värde av det totala innehavet 30 sep, MEUR | Land       | Bransch             | East Capital Explorer investerat genom                                                                                    |
| Melon Fashion Group                                                                         | 6,1         | 19,3                                       | Ryssland   | Konsument sällanköp | Direktinvestering                                                                                                         |
| TEO LT                                                                                      | 6,0         | 19,0                                       | Litauen    | Telekommunikation   | Direktinvestering<br>East Capital Special Opportunities Fund<br>East Capital (Lux) Eastern European Fund                  |
| Komercijalna Banka Skopje                                                                   | 4,1         | 13,1                                       | Makedonien | Finans              | Direktinvestering<br>East Capital Bering Balkan Fund                                                                      |
| Fondul Proprietatea                                                                         | 2,9         | 9,1                                        | Rumänien   | Finans              | East Capital Bering Balkan Fund<br>East Capital Special Opportunities Fund<br>East Capital (Lux) Eastern European Fund    |
| Verofarm                                                                                    | 1,5         | 4,8                                        | Ryssland   | Hälsovård           | East Capital Bering Russia Fund<br>East Capital Special Opportunities Fund<br>East Capital Special Opportunities Fund II  |
| Zavarovalnica Triglav                                                                       | 1,4         | 4,6                                        | Slovenien  | Finans              | East Capital Bering Balkan Fund<br>East Capital Special Opportunities Fund II<br>East Capital (Lux) Eastern European Fund |
| Bank of Georgia                                                                             | 1,4         | 4,3                                        | Georgien   | Finans              | East Capital Bering Central Asia Fund<br>East Capital (Lux) Eastern European Fund                                         |
| Trev-2 Grupp                                                                                | 1,3         | 4,1                                        | Estland    | Industri            | Direktinvestering<br>East Capital Bering Russia Fund<br>East Capital Bering Ukraine Fund R                                |
| Nova Liniya                                                                                 | 1,2         | 3,9                                        | Ukraina    | Konsument sällanköp | East Capital Bering Russia Fund<br>East Capital Bering Ukraine Fund R                                                     |
| TGK-5                                                                                       | 1,2         | 3,7                                        | Ryssland   | El, vatten och gas  | East Capital Power Utilities Fund                                                                                         |
| <b>Total Top 10</b>                                                                         | <b>27,1</b> | <b>85,9</b>                                |            |                     |                                                                                                                           |

1) Räknet som om East Capital Explorer AB hade direktägt sin andel av respektive innehav i fondinvesteringarna.



\*Inkluderar likvida medel och kortfristiga placeringar om 46 MEUR samt likvida medel i underliggande fondinnehav per den 30 september 2011.

## SUBSTANSVÄRDE

Substansvärdet den 30 september 2011 uppgick till 317 MEUR (398 MEUR), vilket motsvarar 9,14 EUR (11,42 EUR) per aktie. Detta innebär en förändring med -26,2 % jämfört med substansvärdet den 31 december 2010 som var 430 MEUR och en minskning med 20,3 % jämfört med substansvärdet den 30 september 2010.

Den 30 september 2011 uppgick likvida medel och kortfristiga placeringar till 46 MEUR (89 MEUR) motsvarande 1,32 EUR (2,55 EUR) per aktie, vilket var 14 % (22 %) av det totala substansvärdet per aktie. Stängningskursen för aktien den 30 september 2011 var 53 SEK (motsvarande 5,76 EUR).

## Utveckling av substansvärde, aktiekurs och index

| (% förändring EUR)           | 1 jan – 30 sep 2011 | 1 jan – 30 sep 2010 |
|------------------------------|---------------------|---------------------|
| Substansvärde                | -26,2               | 16,6                |
| East Capital Explorer-aktien | -37,5               | 7,1                 |
| SAX <sup>1)</sup>            | -24,9               | 27,7                |
| RTS Index <sup>2)</sup>      | -24,3               | 9,6                 |
| RTS 2 Index <sup>3)</sup>    | -30,2               | 43,7                |
| MSCI EM Europe <sup>4)</sup> | -25,6               | 11,0                |

1) SAX - Omfattar samtliga aktier noterade på NASDAQ OMX Stockholm.

2) RTS Index - Omfattar de 50 största bolagen som handlas på Russian Trading System.

3) RTS 2 Index - Omfattar 78 bolag med mer begränsad handel på RTS. Omfattar således inte de största eller mest handlade företagen.

4) MSCI EM Europe Index - Omfattar ryska, polska, ungerska, tjeckiska och turkiska aktier.



# Portföljöversikt

Den 30 september 2011 uppgick East Capital Explorers investeringar i fonder och direkta innehav till 272 MEUR jämfört med 310 MEUR den 30 september 2010.

## EAST CAPITAL BERING RUSSIA FUND

Fondens syfte är att uppnå långsiktig värdeökning genom investeringar i både noterade och onoterade företag i Ryssland.

I slutet av rapportperioden uppgick East Capital Explorers ägarandel i fonden till 34 %.

| Fondutveckling                                      |          |         |                     |
|-----------------------------------------------------|----------|---------|---------------------|
|                                                     | Kv3 2011 | 9m 2011 | Sedan december 2007 |
| East Capital Bering Russia Fund, EUR <sup>(1)</sup> | -19 %    | -29 %   | -57 %               |
| RTS-2 Index, EUR <sup>(2)</sup>                     | -23 %    | -30 %   | -29 %               |

Källa: Bloomberg

(1) Fondens utveckling i % avser NAV-kursen för masterserien

(2) RTS 2 Index - Omfattar 78 bolag med mer begränsad handel på RTS. Omfattar således inte de största eller mest handlade företagen.

| Sektorfördelning      |             | Landsfördelning |             |
|-----------------------|-------------|-----------------|-------------|
| Sektor                | % av fonden | Land            | % av fonden |
| Industri              | 22,5        | Ryssland        | 82,3        |
| Råvaror               | 19,3        | Ukraina         | 9,5         |
| Energi                | 18,5        | Kazakstan       | 5,4         |
| Finans                | 15,4        | Baltikum        | 2,7         |
| Konsument sällanköp   | 12,2        |                 |             |
| Hälsövård             | 5,9         |                 |             |
| Informationsteknologi | 2,7         |                 |             |
| El, vatten och gas    | 1,5         |                 |             |
| Konsument dagligvaror | 1,3         |                 |             |
| Telekommunikation     | 0,8         |                 |             |

| 10 största innehav                   |                                     |          |                     |           |                |
|--------------------------------------|-------------------------------------|----------|---------------------|-----------|----------------|
| Företag                              | Portföljvikt %                      |          | Aktiekursutv %*     | Land      | Sektor         |
|                                      | Kv3 2011                            | Kv2 2011 |                     |           |                |
| FESCO                                | 8,5                                 | 10,5     | -44,0               | Ryssland  | Industri       |
| Kuzbassrazrezugol                    | 7,1                                 | 7,3      | -28,5               | Ryssland  | Energi         |
| Nova Liniya                          | 5,9                                 | 4,3      | 0,0                 | Ukraina   | Kons. sällank. |
| Neftekamsky Avto                     | 5,5                                 | 5,3      | -22,2               | Ryssland  | Industri       |
| Korshunovsky GOK                     | 5,0                                 | 5,6      | -33,9               | Ryssland  | Råvaror        |
| Bank Tsentrkredit                    | 5,0                                 | 5,4      | -31,3               | Kazakstan | Finans         |
| Verofarm                             | 5,0                                 | 5,3      | -38,6               | Ryssland  | Hälsövård      |
| Ufimsky NPZ                          | 4,8                                 | 3,6      | -2,1                | Ryssland  | Energi         |
| Highland Gold Mining                 | 4,6                                 | 3,9      | -12,5               | Ryssland  | Råvaror        |
| Kantik                               | 2,9                                 | 2,1      | 8,1                 | Ukraina   | Finans         |
| 10 största innehav (% av portföljen) | Onoterade innehav (% av portföljen) |          | Total antal innehav |           |                |
| 54                                   | 14                                  |          | 97                  |           |                |

\* Aktiekursutveckling under tredje kvartalet mätt i USD

## Portföljkommentar tredje kvartalet

**Jacob Grapengiesser**, Partner och medlem av portföljförvaltningssteamet, East Capital

De flesta av våra viktigaste innehav gick ner under kvartalet. Ufimsky NPZ föll dock endast med 2 %, eftersom marknaden nu utifrån kommentarer från ledningen räknar med att Bashneft-dotterföretagen kommer att konsolideras under första kvartalet 2012. Ufimsky NPZ, ett av Bashneft-dotterbolag, handlades till stor rabatt avseende multiplar på tillgångsvärdena jämfört med sina systerföretag.

Vårt största innehav, FESCO, föll med nära 44 % under det tredje kvartalet beroende på att aktier i små och cykliska företag allmänt föll kraftigt och på osäkerhet om privatiseringen av Transcontainer. FESCO gick sämre än alla jämförbara företag, Globalports, Globaltrans, Novorospport, Transcontainer. Efter att ha fallit med mer än 60 % från sin högsta notering under 2011, handlas FESCO igen med en i vår mening obefogad rabatt mot jämförbara företag om man ser på multiplar, dvs. till ett värde på verksamheten på 5 gånger EBITDA jämfört med 5-7 gånger EBITDA för jämförbara företag. Flera internationella och lokala fonder har sålt ut FESCO-aktier, och denna tillgång på aktier tillsammans med osäkerheten om priset för privatiseringen av Transcontainer var de faktorer som låg bakom den dåliga utvecklingen för aktiekursen. Framåt förväntas vi att importen till Ryssland kommer att fortsätta växa med strax över 10 % och att BNP-tillväxten i landet under 2012 blir omkring 2-3 %. Det borde innebära att FESCO:s EBITDA når upp till 200 MUSD under 2012. Vi anser att bolaget agerar rationellt och inte kommer att på några villkor delta i auktionen på Transcontainer, eftersom det skulle leda till att företagets skulder stiger till nivåer som inte är acceptabla.

Ett annat av de företag som utvecklades mycket svag under kvartalet var restaurangföretaget Rosinter. Aktien fortsatte falla, och sjönk med ytterligare 55 % under kvartalet och med mer än 75 % för innevarande år. Efter ett mycket imponerande 2010 har inflationen på matvaror och höjda sociala avgifter påverkat rörelseresultatet negativt för 2011. Resultatet för första kvartalet 2011 var lägre än väntat med ett rörelseresultat som var 99 % lägre än för motsvarande period året innan, något som lett till ett ledningsbyte. Resultatet för andra kvartalet var heller inte särskilt uppmuntrande, men vi förväntar oss med en förbättring under fjärde kvartalet 2011 och 2012, eftersom inflationstakten fallit på senare tid och förväntas vara 5-6 % nästa år att jämföra med 8 % för närvarande. Dessutom har de sociala avgifterna minskats.

Guldbrytningsföretagets Highland Gold aktie var mycket volatil och svängde i takt med svängningarna i guldpriset. Guldpriset steg till mer än USD 1 900, men gick senare ner med nästan 25 % på grund av en starkare dollar och utförsäljningar av råvaror. Sett för hela kvartalet föll Highland Gold med 13 % vilket var bättre än för jämförbara företag, t.ex. inom kol, järnmalm och stål. Aktien är fortfarande den billigaste bland de inhemska guldbrytningsföretagen trots den totala förändring av både verksamhet och finansiell ställning som ägde rum medan företaget ägdes av Millhouse. Highland Gold är på väg att nå en 20-procentig produktionstillväxt under 2011 och handlas till 5 gånger EBITDA, medan ett jämförbart medelstort företag, Polyus Gold, handlas till mer än 10 gånger EBITDA. Vi förutser också att kontrollen över företaget kan komma att säljas av politiska skäl, eller att företaget kan ge en extraordinär utdelning.

## EAST CAPITAL BERING UKRAINE FUND CLASS A

Fondens syfte är att uppnå långsiktig värdeökning genom investeringar i ukrainska aktier. East Capital Bering Ukraine Fund är sedan den 1 januari 2010 uppdelad på två fondandelsklasser: Klass A, som innehåller noterade innehav och klass R som innehåller de illikvida tillgångarna i onoterade företag.

I slutet av rapportperioden uppgick East Capital Explorers ägarandel i fondandelsklass A till 31 %.

| Fondutveckling                                             |          |         |                    |
|------------------------------------------------------------|----------|---------|--------------------|
|                                                            | Kv3 2011 | 9m 2011 | Sedan januari 2008 |
| East Capital Bering Ukraine Fund Class A, EUR <sup>1</sup> | -20 %    | -26 %   | -60 %              |
| PFTS Index, EUR <sup>2)</sup>                              | -32 %    | -44 %   | -67 %              |

Källa: Bloomberg

1) Fondens utveckling i % avser NAV-kursen för masterserien

2) PFTS Index är ett ukrainskt aktieindex som omfattar de tjugo största bolagen som är noterade på Kievbörsen.

| Sektorfördelning      |             |
|-----------------------|-------------|
| Sektor                | % av fonden |
| Konsument daglivvaror | 55,2        |
| El, vatten och gas    | 11,9        |
| Teekommunikation      | 8,9         |
| Finans                | 7,8         |
| Råvaror               | 7,4         |
| Konsument sällanköp   | 3,7         |
| Hälsovård             | 2,4         |
| Energi                | 1,2         |
| Informationsteknologi | 0,8         |
| Industri              | 0,7         |

| Landsfördelning |             |
|-----------------|-------------|
| Land            | % av fonden |
| Ukraina         | 96,5        |
| Ryssland        | 2,8         |
| Baltikum        | 0,8         |
|                 |             |
|                 |             |
|                 |             |
|                 |             |
|                 |             |
|                 |             |
|                 |             |

| 10 största innehav                      |                                     |          |                     |          |               |
|-----------------------------------------|-------------------------------------|----------|---------------------|----------|---------------|
| Företag                                 | Portföljvikt %                      |          | Aktiekurs tv. %*    | Land     | Sektor        |
|                                         | Kv3 2011                            | Kv2 2011 |                     |          |               |
| Retail Group (Velikaya Kishenya)        | 11,1                                | 8,8      | -9,1                | Ukraina  | Kons.daglig.  |
| Slavutich                               | 11,1                                | 9,3      | -14,1               | Ukraina  | Kons.daglig.  |
| Creativ Industrial Group                | 9,3                                 | 10,3     | -34,4               | Ukraina  | Kons.daglig.  |
| Tsentr Energo                           | 9,0                                 | 10,1     | -36,1               | Ukraina  | El,vatten,gas |
| Anthousa                                | 7,8                                 | 9,5      | -40,4               | Ukraina  | Kons.daglig.  |
| Ukrtelecom                              | 7,5                                 | 4,9      | -31,0               | Ukraina  | Telekom.      |
| Chumak Loan                             | 4,0                                 | 3,8      | 0,0                 | Ukraina  | Kons.daglig.  |
| Bogdan Motors                           | 2,8                                 | 2,8      | -29,3               | Ukraina  | Kons.sällank. |
| Koryukivska Fabryka Tekhnichnyh Paperiv | 2,6                                 | 2,4      | -19,6               | Ukraina  | Råvaror       |
| Russkoe Zerno                           | 2,5                                 | 2,7      | -32,8               | Ryssland | Kons.daglig.  |
| 10 största innehav (% av portföljen)    | Onoterade innehav (% av portföljen) |          | Total antal innehav |          |               |
| 68                                      | 15                                  |          | 36                  |          |               |

\* Aktiekursutveckling under tredje kvartalet mätt i USD

## Portföljkommentar tredje kvartalet

**Aivaras Abromavicius**, Partner och medlem av portföljförvaltningssteamet, East Capital

Majoriteten av våra tio största innehav, som utgör nära 68 % av fonden, såg sina värden urholkas för att marknaden var allmänt svag snarare än på grund av några nyheter om företagen eller sektorerna. Ett av de få företagen i indexet som blev kvar på investerarnas radarskärmar var Ukrtelecom. Även om företaget sjönk med 31 % under kvartalet, var utvecklingen betydligt bättre, 12 % räknat i USD, än för fondens jämförelseindex. Marknaden har väntat på att de nya ägarna skulle berätta om den långsiktiga strategin som ett tecken på en förbättrad öppenhet från företagets sida. Minst lika viktigt är att telekom-företaget har beslutat att auktionera ut sina tillgångar inom mobiltelefoni. Vad som är attraktivt för köpare är att företaget

innehåller landets enda nätverkslicens för 3G, som man förvärvade under 2005 för bara 28 MUSD. Ledningens beslut förefaller rationellt då Ukrtelecom inte fått något riktigt fotfäste i mobilsegmentet i Ukraina och därför inte har kunnat konkurrera med mer kostnadseffektiva GSM-operatörer på landets mättade mobilmarknad. Med nuvarande marknadsvärde på 955 MUSD, vilket är 33 % under det pris till vilket privatiseringen gjordes, utgör det redovisade värdet av tillgångarna i mobil-verksamheten 8,8 % av värdet på bolaget. Vi räknar med att Ukrtelecom kommer att redovisa en betydande vinst vid försäljningen av mobiltillgångarna eftersom försäljningspriset kan bli så högt som 500 MUSD eller 40 % av värdet på bolaget. Vi räknar också med att en väsentlig del av vinsten kommer att betalas ut som utdelning. Enligt företagets VD har åtminstone sex företag uttryckt intresse för att delta i auktionen genom att skriva på ett konfidentialitetsavtal. Vi har ackumulerat aktier och Ukrtelecom är nu fondens sjätte största innehav. Ukrtelecom handlas till ett värde på rörelsen på 4,8 gånger förväntad EBITDA för 2012 och 25,3 gånger förväntad vinst.

Bryggeriet Slavutich har klarat av den svåra marknaden relevant bra och tappade 14 % under kvartalet, till stor del beroende på begränsad handel i aktien och på att den underliggande verksamheten är sund. Moderbolaget, Carlsberg-koncernen, har fusionerat Slavutich med sitt andra ukrainska dotterföretag, Lviv Brewery, och detta tillsammans med en aktiv marknadsstrategi har hjälpt Slavutich att stärka sin marknadsposition från tredje största till näst största spelare i marknaden med en marknadsandel på nära 29 %. Fusionen har skapat värde i Slavutich, eftersom Lviv Brewery förvärvades till 0,3 per liter i den ukrainska valutan UAH, medan vid förvärvstidpunkten Slavutich värderades till 2,6 UAH per liter. Vi utesluter emellertid inte från möjligheten att företaget kan råka ut för lönsamhetssvackor i framtiden på grund av ökade priser för råvaror och eventuellt ökade punktskatter i en situation där det är svårt att föra prisökningarna vidare på konsumenter som fortfarande är väldigt priskänsliga. Slavutich handlas till ett relativt lågt värde på verksamheten 2,4 gånger förväntad EBITDA för 2012 och på 4,3 gånger förväntad vinst.

Under kvartalet sålde vi framgångsrikt ut vårt kvarvarande innehav i bensinstationskedjan Galnaftogaz med en avkastning under innehavstiden på ca 50 %, och även läkemedelsföretaget Nord Star Pharmashare med en avkastning på 145 %.

## EAST CAPITAL BERING UKRAINE FUND CLASS R

Fondens syfte är att uppnå långsiktig värdeökning genom investeringar i ukrainska aktier. East Capital Bering Ukraine Fund är sedan 1 januari 2010 uppdelad på två fondandelsklasser: East Capital Bering Ukraine Fund Class A som innehåller noterade innehav och East Capital Bering Ukraine Fund Class R som innehåller de illikvida tillgångarna i onoterade företag. East Capital Bering Ukraine Fund Class R består för närvarande av åtta onoterade företag i Ukraina.

I slutet av rapportperioden uppgick East Capital Explorers ägarandel i fondandelsklass R till 12 %.

| Fondutveckling                                              |          |         |                     |
|-------------------------------------------------------------|----------|---------|---------------------|
|                                                             | Kv3 2011 | 9m 2011 | Sedan december 2009 |
| East Capital Bering Ukraine Fund Class R, EUR <sup>1)</sup> | 9 %      | 1 %     | -64 %               |
| PFTS Index, EUR <sup>2)</sup>                               | -32 %    | -44 %   | -67 %               |

Källa: Bloomberg

1) Fondens utveckling i % avser NAV-kursen för masterserien

2) PFTS Index är ett ukrainskt aktieindex som omfattar de tjugo största bolagen som är noterade på Kievbörsen.

| Sektorfördelning      |             | Landsfördelning |             |
|-----------------------|-------------|-----------------|-------------|
| Sektor                | % av fonden | Land            | % av fonden |
| Finans                | 46,7        | Ukraina         | 94,4        |
| Konsument sällanköp   | 33,6        | Baltikum        | 7,9         |
| Konsument dagligvaror | 14,2        |                 |             |
| Informationsteknologi | 3,9         |                 |             |
| Industri              | 1,7         |                 |             |

| Största innehav                   |                                     |          |                     |          |               |
|-----------------------------------|-------------------------------------|----------|---------------------|----------|---------------|
| Företag                           | Portfölvikt %                       |          | Aktiekursu tv %*    | Land     | Sektor        |
|                                   | Kv3 2011                            | Kv2 2011 |                     |          |               |
| Nova Liniya                       | 33,1                                | 33,7     | 0,0                 | Ukraina  | Kons.sällank. |
| Kantik                            | 23,9                                | 23,4     | 8,1                 | Ukraina  | Finans        |
| Henryland                         | 20,1                                | 20,6     | -1,0                | Ukraina  | Finans        |
| Chumak                            | 14,0                                | 14,2     | 0,0                 | Ukraina  | Kons.daglig.  |
| ELKO                              | 3,8                                 | 3,9      | 0,0                 | Baltikum | IT            |
| Trev-2 Group                      | 1,7                                 | 1,8      | -7,5                | Baltikum | Industri      |
| Sablink                           | 1,1                                 | 1,2      | -1,1                | Ukraina  | Finans        |
| RTC Irpin                         | 1,0                                 | 1,9      | 0,0                 | Ukraina  | Finans        |
| Största innehav (% av portföljen) | Onoterade innehav (% av portföljen) |          | Total antal innehav |          |               |
| 100                               | 100                                 |          | 8                   |          |               |

\* Aktiekursutveckling under tredje kvartalet mätt i USD

## Portföljkommentar tredje kvartalet

**Aivaras Abromavicius**, Partner och medlem av portföljförvaltningsteamet, East Capital

Förnyad turbulens på de globala finansmarknaderna skapade ny oro för en devalvering av den ukrainska valutan, hryvnia. Fastighetsbolagen Kantik och Henryland fokuserades därför under kvartalet på att minska känsligheten för en möjlig devalvering. Även om de finansiella skulderna i båda företagen är denominerade i USD, har valutarisken i stort eliminerats genom att hyresavtal med de allra flesta hyresgästerna tecknats i USD. Dessutom har båda företagens förhållandevis hög likviditet, som enligt ukrainsk valutareglering endast kan placeras i hryvnia, hanterats genom Kantiks företagsledning beslutade att återbetala en del av företagets lån och båda företagen betalade utdelning till aktieägarna, vilket ledde till minskad andel tillgångar exponerade mot hryvnia. Vad beträffar verksamheten får Kantik och Henryland fortfarande stabila hyresintäkter från Nova Liniya, en ledande byggvaruhuskedja.

Likviditetsökningen hade en positiv påverkan på företagens substansvärden. Den sammanlagda effekten av åtgärder i verksamheten och i finansieringen ledde till en ökning av substansvärdet för Kantik och en minskning för Henryland. Inklusiva utdelningarna blev utvecklingen för kvartalet 8,1 % respektive -1 %.

Omsättningen för Nova Liniya under årets första åtta månader blev 199 MUSD vilket är 3 % lägre än för motsvarande period föregående år. Men bruttomarginalen förbättrades till 24,4 % mot 22,2 % föregående år och EBITDA-marginalen ökade till 1,3 % från -0,2 % förra året. Som en del i omstruktureringen fortsätter Nova Liniyas ledning att rekrytera nya personer till ledande befattningar. Under de senaste månaderna har en ny marknadsdirektör anställts och avdelningen för hantering av produktkategorier har också förstärkts med nya poster. Dessutom håller företaget på att förbereda sig för en ny layout i sina butiker. Den nya layouten kommer att testas i en butik i januari 2012, för att därefter implementeras i övriga butikerna. Värderingen av Nova Liniya är oförändrad i tredje kvartalet.

Chumaks, en ledande producent av ketchup och såser, omsättning under det tredje kvartalet uppgick till 15,4 MUSD, en ökning med 26 % jämfört med motsvarande period föregående år. Främst berodde ökningen på en god tillväxt i segmenten pastasåser och smaktillsatser. EBITDA-marginalen blev 7,3 %, en ökning från de 3,1 % den var ett år tidigare. Detta är en uppmuntrande marginalförbättring jämfört med de första sex månaderna av året, när EBITDA-marginalen endast nådde upp till 1 %. Företaget har höjt priserna under året för att hålla jämna steg med ökade kostnader för råmaterial, men det var inte förrän i det tredje kvartalet som man i större utsträckning lyckades föra prisökningarna vidare till konsumenterna. Exporten till Vitryssland, som under våren föll kraftigt på grund av en stor devalvering under våren av den vitryska rubeln, har börjat återhämta sig även om nivån fortfarande är betydligt lägre än förut. Värderingen av Chumak har inte förändrats sedan föregående kvartal.

I slutet av kvartalet deltog vi i styrelsemötet för Trev-2 Group, ett ledande estniskt byggföretag inom infrastruktur sektorn. Företaget har högre omsättning än budgeterat. Betydande kostnadsökningar för material och löner undergräver dock lönsamheten. Framåt planerar Trev-2 Group att fokusera på att förbättra lönsamheten, förstärka företagsledningen och eventuellt växa genom förvärv. Under augusti investerade East Capital Explorer 4 MEUR direkt i företaget, och företaget kommer att använda pengarna till rörelsekapital och expansion. Även om transaktionen gjordes i linje med vår nuvarande värdering, föll företagets värde mätt i USD under kvartalet med 7,5 % till följd av att dollarn förstärktes mot euron, medan innehavet mätt i EUR var oförändrat i vår portfölj. Trev-2 Group handlas till ett värde på verksamheten på 4,9 gånger förväntad EBITDA för 2012 och till 6,8 gånger vinsten.



## EAST CAPITAL BERING BALKAN FUND

Fondens syfte är att uppnå långsiktig värdeökning genom investeringar i både noterade och onoterade företag på Balkan.

I slutet av rapportperioden uppgick East Capital Explorers ägarandel i fonden till 58 %.

| Fondutveckling                                     |          |         |                     |
|----------------------------------------------------|----------|---------|---------------------|
|                                                    | Kv3 2011 | 9m 2011 | Sedan december 2007 |
| East Capital Bering Balkan Fund, EUR <sup>1)</sup> | -18 %    | -15 %   | -56 %               |

Källa: Bloomberg

1) Fondens utveckling i % avser NAV-kursen för masterserien

| Sektorfördelning      |             | Landsfördelning |             |
|-----------------------|-------------|-----------------|-------------|
| Sektor                | % av fonden | Land            | % av fonden |
| Finans                | 57,2        | Rumänien        | 26,0        |
| Konsument sällanköp   | 15,3        | Serbien         | 22,7        |
| Konsument dagligvaror | 11,8        | Turkiet         | 12,9        |
| Telekommunikation     | 6,2         | Slovenien       | 12,9        |
| Energi                | 3,7         | Bosnien         | 9,6         |
| Industri              | 3,2         | Makedonien      | 5,9         |
| Råvaror               | 1,8         | Kroatien        | 4,7         |
| El, vatten och gas    | 0,5         | Montenegro      | 3,6         |
| Hälsövård             | 0,4         | Bulgarien       | 1,8         |

| 10 största innehav                   |                                     |          |                     |            |               |
|--------------------------------------|-------------------------------------|----------|---------------------|------------|---------------|
| Företag                              | Portföljvikt %                      |          | Aktiekursutv. %*    | Land       | Sektor        |
|                                      | Kv3 2011                            | Kv2 2011 |                     |            |               |
| Fondul Proprietatea                  | 9,0                                 | 9,0      | -26,4               | Rumänien   | Finans        |
| Pinar Et Ve Un                       | 6,5                                 | 6,5      | -26,5               | Turkiet    | Kons.daglig.  |
| B92                                  | 6,2                                 | 4,9      | -7,8                | Serbien    | Kons.sällank. |
| Komercijalna Banka Skopje            | 5,0                                 | 5,1      | -27,2               | Makedonien | Finans        |
| NKBM                                 | 3,7                                 | 4,0      | -41,8               | Slovenien  | Finans        |
| Zavarovalnica Triglav                | 3,6                                 | 3,2      | -19,0               | Slovenien  | Finans        |
| Telekom Srpske                       | 2,9                                 | 2,3      | -6,4                | Bosnien    | Telekom.      |
| Aik Banka                            | 2,9                                 | 3,2      | -34,7               | Serbien    | Finans        |
| Montenegro Telekom                   | 2,9                                 | 2,4      | -11,7               | Montenegro | Telekom.      |
| PIF BIG                              | 2,8                                 | 3,1      | -33,9               | Bosnien    | Finans        |
| 10 största innehav (% av portföljen) | Onoterade innehav (% av portföljen) |          | Total antal innehav |            |               |
| 45                                   | 11                                  |          | 75                  |            |               |

\* Aktiekursutveckling under tredje kvartalet mätt i USD

## Portföljkommentar tredje kvartalet

**Jacob Grapengiesser**, Partner och medlem av portföljförvaltningssteamet, East Capital

Den rumänska restitutionsfonden, Fondul Proprietatea, är även vid utgången av det tredje kvartalet 2011 fondens största innehav med en vikt på 9 %. Andelskursen sjönk med 26 % under det tredje kvartalet. Förutom den allmänt svaga utvecklingen för aktier under tredje kvartalet trycktes utvecklingen för Fondul Proprietatea-aktier ned av att den rumänska staten inte lyckades privatisera ytterligare 9,8 % i Petrom. Vissa av de största innehaven i Fondul Proprietatea är ännu inte noterade, och när man nu inte lyckades placera ytterligare en andel i Petrom kan framtida privatiseringar som den rumänska regeringen planerat komma att ta litet längre tid än vad man först räknat med. Å andra sidan bekräftade ledningen för Fondul Proprietatea vid ett möte som vi nyligen hade med dem, att de hela tiden arbetar för att få företagen i fondens portfölj noterade. Under det senaste kvartalet fortsatte fondens återköp av aktier och det egna ägandet uppgår nu till 1,8 % av bolagets totala utestående aktier. Likviditetsinflödet från utdelningar från portföljföretagen gör att Fondul Proprietatea kommer att kunna betala ut hög utdelningar till

sina aktieägare under 2012. Under det senaste kvartalet minskade den rumänska statens innehav i fonden ytterligare, till 5 % vid slutet av september. Fonden är nu enligt vår uppfattning mycket attraktivt värderad och handlas med en rabatt på 60 % mot redovisat substansvärde.

Agrobanka, en medelstor serbisk bank, föll med 40 % under kvartalet. Resultatet efter andra kvartalet 2011 var blandat. Tillväxten var högre än genomsnittet i sektorn med en ökning av utlåningen med 9,3 % under de första sex månaderna 2011. Resultatet före avsättningar steg med 23 %, men nettovinsten minskade med 34 % eftersom avsättningarna var högre än föregående år. Del av nedgången kan förklaras av att investerarna är oroliga för att utestående lån kan behöva skrivas ned mer om konkurserna i den serbiska företagssektorn fortsätter. Men Agrobanka handlas nu till bara 0,2 gånger eget kapital. Tillsammans med andra aktieägare senarelade vi den extra bolagsstämman och fick in på agendan en punkt om återköp av aktier. Om stämman röstar för detta borde det stödja aktiekursen och vara bra för nuvarande aktieägare.

B92, ett onoterat serbiskt medieföretag, föll med 7,8 % eftersom den lokala valutan föll mot dollarn, medan värderingen i basvalutan var oförändrad i vår portfölj. Vid ett styrelsemöte kunde den nya ledningen visa lovande resultat. Tittarsiffrorna för bästa sändningstid (vilket är vad som är avgörande för annonsörerna) steg med 80 % i augusti jämfört med samma period föregående år, till 10,8 % från 6 %. Eftersom försäljningen av reklamutrymme för 2012 kommer att påbörjas under hösten, är det mycket sannolikt att vi kommer att se förbättrade siffror för bolaget som en konsekvens av strakare operationellt resultat och detta kommer att väsentligt öka bolagets värde.

I Slovenien föll Zavarovalnica Triglav, det största inhemska försäkringsbolaget med en ledande position på Balkanhalvön, med 19 % trots att man redovisade ett mycket bra halvårsresultat med en ökning av nettoresultatet med 80 %. Aktien handlas nu till 4 gånger prognosen för ojusterat resultat för 2011.

Den kommande perioden kommer fokus att ligga på parlamentsvalen i Kroatien och Slovenien. Särskilt i Slovenien kan vi få en regering som blir vänligare inställd till att sälja strategiska företag och några stora affärer har redan varit på gång en tid. Vi kommer också att försöka påverka några av bankerna att köpa tillbaka aktier, något som enligt vår uppfattning vore klokt eftersom deras aktier handlas långt under eget kapital.

## EAST CAPITAL BERING CENTRAL ASIA FUND

Fondens syfte är att uppnå långsiktig värdeökning genom investeringar i både noterade och onoterade företag i Centralasien.

I slutet av rapportperioden uppgick East Capital Explorers ägarandel i fonden till 46 %.

| Fondutveckling                                           |          |         |                    |
|----------------------------------------------------------|----------|---------|--------------------|
|                                                          | Kv3 2011 | 9m 2011 | Sedan januari 2008 |
| East Capital Bering Central Asia Fund, EUR <sup>1)</sup> | -15 %    | -29 %   | -59 %              |
| KASE Index, EUR <sup>2)</sup>                            | -23 %    | -35 %   | -62 %              |

Källa: Bloomberg

1) Fondens utveckling i % avser NAV-kursen för masterserien

2) KASE Index omfattar de sju mest handlade aktierna noterade på börsen i Kazakstan.

| Sektorfördelning      |             | Landsfördelning |             |
|-----------------------|-------------|-----------------|-------------|
| Sektor                | % av fonden | Land            | % av fonden |
| Finans                | 52,4        | Kazakstan       | 43,0        |
| Energi                | 25,9        | Georgien        | 40,8        |
| Konsument dagligvaror | 13,8        | Turkmenistan    | 8,7         |
| Råvaror               | 5,7         | Ukraina         | 5,5         |
| El, vatten och gas    | 1,7         | Armenien        | 0,9         |
| Telekommunikation     | 0,3         | Ryssland        | 0,7         |
| Industri              | 0,2         | Uzbekistan      | 0,3         |

| 10 största innehav                   |                                     |          |                     |              |              |
|--------------------------------------|-------------------------------------|----------|---------------------|--------------|--------------|
| Företag                              | Portföljvikt %                      |          | Aktiekursutv. %*    | Land         | Sektor       |
|                                      | Kv3 2011                            | Kv2 2011 |                     |              |              |
| Bank of Georgia                      | 23,9                                | 23,1     | -24,3               | Georgien     | Finans       |
| Kazmunai Gas                         | 12,0                                | 10,0     | -26,4               | Kazakstan    | Energi       |
| Dragon Oil                           | 8,5                                 | 8,8      | -10,9               | Turkmenistan | Energi       |
| Caucasus Agro Development            | 7,9                                 | 7,4      | -21,2               | Georgien     | Kons.daglig. |
| Bank Tsentrkredit                    | 7,1                                 | 7,6      | -31,3               | Kazakstan    | Finans       |
| Chagala Group                        | 6,6                                 | 6,1      | -17,1               | Kazakstan    | Finans       |
| Henryland                            | 5,4                                 | 4,0      | -1,0                | Ukraina      | Finans       |
| Halyk Bank                           | 4,6                                 | 4,7      | -29,1               | Kazakstan    | Finans       |
| BMB Munai                            | 3,2                                 | 2,1      | 12,0                | Kazakstan    | Energi       |
| Eksimbank                            | 3,0                                 | 2,2      | -2,9                | Kazakstan    | Finans       |
| 10 största innehav (% av portföljen) | Onoterade innehav (% av portföljen) |          | Total antal innehav |              |              |
| 82                                   | 18                                  |          | 28                  |              |              |

\* Aktiekursutveckling under tredje kvartalet mätt i USD

## Portföljkommentar tredje kvartalet

**Aivaras Abromavicius**, Partner och medlem av portföljförvaltningsteamet, East Capital

Den osäkerhet som påverkade marknaderna negativt under andra kvartalet, intensifierades ytterligare då ökande risker i Europa förstärkte bristen på uppmuntrande siffror från USA. Den kazakiska marknaden var inget undantag i denna miljö och föll tillsammans med de andra aktiemarknaderna. Av de 31 aktiemarknaderna i vår region har Kazakstan utvecklats sämst hittills under året med undantag endast för Ukraina och Grekland.

När man ser på våra största likvida innehav har få klarat sig i den här marknaden oavsett underliggande faktorer. Ett undantag var BMB Munai som steg med 12 % eftersom marknaden räknar med att försäljningen av företaget till en kinesisk köpare kommer att fullföljas.

Vårt största innehav, Bank of Georgia, föll med 24 % tillsammans med övriga aktier i sektorn. Bankens framtidsutsikter har inte förändrats och rörelsen utvecklas väl i linje med

ledningens mål med en avkastning på eget kapital på 20 % och en tillväxt i utlåningen om 20 %. Banken har också påbörjat en process för att få en huvudnotering på London-börsen och siktar på att komma med i FTSE-250. Utifrån att den georgiska ekonomin är så liten, är det naturligtvis klokt att titta på makro-riskerna. Men när man tittar närmare, ser läget fortfarande tilltalande ut mot bakgrund av att den lokala valutan stigit med 7 % hittills i år och att centralbanken ändrar kurs från att ha hållit tillbaka ekonomin till att under andra halvan av 2011 lätta på penningpolitiken. Detta år väntas ekonomin växa med ca 6 % och risken för nästa års siffror blir betydligt lägre är relativt begränsad eftersom motiven att minska statens utgifter året före ett val inte är så starka. Banken handlas för närvarande till 0,7 gånger prognosen för eget kapital för 2012.

De med Bank of Georgia jämförbara företagen i Kazakstan, Halyk Bank och Bank Tsentrkredit, tappade 29 % respektive 31 %. Båda bankerna utvecklades måttligt under första halvåret 2011, utan lånetillväxt för Halyk och med ensiffrig tillväxt för Bank Tsentrkredit. Reserveringar och dåliga lån fortsätter att ligga på en hög nivå. Återhämtningen på fastighetsmarknaden bygger huvudsakligen på anekdotisk information och inte på stabil statistik. Efter att ha drabbats hårt under 2008-2009, håller sig kazakerna till försiktiga strategier och bygger upp överskottslikviditet och redovisar dämpad ökning i utlåningen. Den långfristiga utlåningen har minskat från över 200 % före krisen till mindre än 100 % idag, vilket slår mot lönsamheten men fungerar som en försäkring mot en eventuell likviditetsåstramning. Totalt sett tror vi på de här aktierna på kort sikt. Halyk och Tsentrkredit handlas till 0,8 och 0,7 gånger förväntat eget kapital för 2012.

Oljeaktierna Kazmunai Gas (KMG) och Dragon Oil trycktes också ned och vid slutet av kvartalet hade de fallit med 26 % och 11 %. Förutom av den globala oron påverkades KMG av en fortsatt strejk vid sina produktionsenheter. Problemen med de anställda löstes i slutet av september, men påverkan på produktionen blev till slut större än vad man ursprungligen trott, och detta påverkade aktiekursen negativt. KMG är fortfarande det billigaste av de större oljeföretagen i OSS-regionen och handlas till fyra gånger resultatprognosen för 2012 och till ett värde på rörelsen som är 1 gång EBITDA.

Om man ser till förändringar i portföljen deltog vi i kapitalminskningen för Armenbrok, en armenisk mäklare, sålde vi positionen i Kazkummersbanks preferensaktier som utvecklats bättre än stamaktierna och omallokerade från Dragon Oil till KMG. Den senaste transaktionen gjordes de sista dagarna i kvartalet eftersom vi tror att KMG kommer att kunna stå emot volatiliteten i marknaden bättre, när man nu påbörjar ett program för återköp av aktier i marknaden.

## EAST CAPITAL BERING NEW EUROPE FUND

Fondens syfte är att uppnå långsiktig värdeökning genom investeringar i både noterade och onoterade företag i Centraleuropa och Baltikum.

I slutet av rapportperioden uppgick East Capital Explorers ägarandel i fonden till 86 %.

| Fondutveckling                                         |          |         |                |
|--------------------------------------------------------|----------|---------|----------------|
|                                                        | Kv3 2011 | 9m 2011 | Sedan maj 2008 |
| East Capital Bering New Europe Fund, EUR <sup>1)</sup> | -26 %    | -29 %   | -15 %          |

Källa: Bloomberg

1) Fondens utveckling i % avser NAV-kursen för masterserien

| Sektorfördelning      |             | Landsfördelning |             |
|-----------------------|-------------|-----------------|-------------|
| Sektor                | % av fonden | Land            | % av fonden |
| Finans                | 20,8        | Polen           | 54,7        |
| Industri              | 17,3        | Ungern          | 26,0        |
| Råvaror               | 15,6        | Baltikum        | 9,7         |
| Informationsteknologi | 11,5        | Slovakien       | 6,5         |
| Konsument dagligvaror | 11,1        | Tjeckien        | 3,1         |
| El, gas och vatten    | 10,7        |                 |             |
| Konsument sällanköp   | 9,0         |                 |             |
| Energi                | 3,7         |                 |             |
| Hälsovård             | 0,2         |                 |             |

| 10 största innehav                   |                                     |          |                     |           |               |
|--------------------------------------|-------------------------------------|----------|---------------------|-----------|---------------|
| Företag                              | Portföljvikt %                      |          | Aktiekursutv. %*    | Land      | Sektor        |
|                                      | Kv3 2011                            | Kv2 2011 |                     |           |               |
| Ablon Group                          | 9,0                                 | 8,2      | -25,4               | Ungern    | Finans        |
| Morpol                               | 8,8                                 | 10,9     | -45,1               | Polen     | Kons, Daglig. |
| E-Star                               | 7,6                                 | 11,0     | -44,3               | Ungern    | El,vatten,gas |
| ELKO                                 | 7,0                                 | 4,8      | 0,0                 | Baltikum  | IT            |
| PannErgy                             | 5,8                                 | 5,9      | -32,3               | Ungern    | Råvaror       |
| Mennica Polska                       | 5,5                                 | 6,2      | -18,6               | Polen     | Råvaror       |
| Budimex                              | 3,9                                 | 4,0      | -33,7               | Polen     | Industri      |
| Koelner                              | 3,7                                 | 2,7      | -6,9                | Polen     | Industri      |
| Bogdanka                             | 3,2                                 | 2,9      | -24,5               | Polen     | Energi        |
| Asseco Slovakia                      | 3,2                                 | 2,7      | -20,4               | Slovakien | IT            |
| 10 största innehav (% av portföljen) | Onoterade innehav (% av portföljen) |          | Total antal innehav |           |               |
| 58                                   | 11                                  |          | 64                  |           |               |

\* Aktiekursutveckling under tredje kvartalet mätt i USD

## Portföljkommentar tredje kvartalet

**Eglé Fredriksson**, Medlem av portföljförvaltningsteamet, East Capital

Gällande de medelstora företagen i Polen har vi ofta sagt att värderingarna för dessa har varit mer krävande än vad de varit i resten av Östeuropa. Efter de utförsäljningar som just gjorts, ser vi dock att värderingarna kommer ned från ett historiskt genomsnitt på 15 gånger till 11,7 gånger vinstprognoserna för 2011. Trots de sänkta antagandena om ökning av vinst per aktie som vi sett över hela regionen, kan vi ändå se en hälsosam ökning av vinsterna för 2012. Fondens 10 största polska innehav handlas även de kring 12 gånger vinsten (rullande tolv månader) och kan komma att visa fortsatt högre resultat per aktie för 2011 och 2012.

Ett antal ungerska företag i Bering New Europes portfölj har drabbats av de utförsäljningar som följt på statens beslut att nationalisera privata pensionsfonder. Två av de större ungerska innehaven, E-star och PannErgy, föll med 44 % respektive 32 % under kvartalet. Dessutom tappade investerarna tron på att E-star, som tillhandahåller lösningar i energifrågor, skall

kunna klara av alla sina projekt då bolaget har svårt att finansiera sig. Tillgången till krediter försvåras ännu mer av den växande europeiska skuldkrisen och vi har väsentligt minskat vårt innehav i E-star och därigenom mer än fördubblat vår avkastning på innehavet i fonden.

Morpol, ett laxförädlingsföretag som är noterat i Norge och baserat i Polen som säljer till den tyska marknaden överraskade marknaden negativt under kvartalet och föll 45 % från toppnoteringen i juni 2011. Aktiekursen har också tryckts ned på grund av en konflikt mellan företagets grundare, tillika före detta VD, och styrelsen. Vi tror dock att nyligen gjorda förändringar i styrelsens sammansättning kommer att bidra till att få slut på denna konflikt. Rörelsemässigt har Morpol en bra industrimässig produktionsmodell som stöds av kraftigt minskade kostnader för inköp av lax. Inköpspriset har fallit med ca 25 % sedan början av det tredje kvartalet 2011. Vi tror att denna nedgång kommer att avspeglas på ett positivt sätt i förädlingsmarginalen under andra halvan av 2011 och särskilt i julförsäljningen och att detta kommer att ge utrymme för en positiv överraskning beträffande resultatet men även innebära att multiplarna ökar. För närvarande ser det ut som om aktien är översäld, då Morpolaktien handlas till en väldigt låg multipel på 6 gånger resultatet för 2011.

Den polska byggsektorn såg en av de mest betydande utförsäljningarna tvärs över hela sektorn under de senaste kvartalen. Många av byggföretagen i fonden föll med mer än 40 % inklusive Mostostal Warszawa, Pozbud, Elektrobudowa och Trakcja Polska. Däremot var utvecklingen inte lika svag som för jämförbara företag i byggbranschen för fondens största bygginnehav, Budimex, som föll med 34 %, då företaget har haft projekt med högre marginal samt haft en större flexibilitet på grund av sin goda likviditet. Vi har utnyttjat svagheten i marknaden för att samla på oss positioner i några byggföretag med stort säljtryck. Dessa företag redovisar på ett mycket konservativt sätt och vi räknar med att resultaten kommer att förbättras under de kommande kvartalen. Samtidigt har vi minskat vår exponering mot Budimex där den faktiska resultatminskningen fortfarande kan ligga framför företaget.

## EAST CAPITAL POWER UTILITIES FUND

Fondens syfte är att tillvarata de många investeringsmöjligheter som uppstår till följd av det pågående reformprogrammet inom den ryska kraftsektorn. Fonden investerar i både noterade och onoterade företag i flera undersektorer inklusive elproduktion, distribution och tjänster.

I slutet av rapportperioden uppgick East Capital Explorers ägarandel i fonden till 73 %.

| Fondutveckling                             |          |         |                     |
|--------------------------------------------|----------|---------|---------------------|
|                                            | Kv3 2011 | 9m 2011 | Sedan december 2007 |
| East Capital Power Utilities Fund, EUR     | -19 %    | -43 %   | 6 %                 |
| RTS Electric Utilities Index <sup>1)</sup> | -29 %    | -41 %   | -44 %               |

Källa: Bloomberg

1) Russian Trading System Utilities är ett sektorindex som består av 15 energibolagsaktier som är noterade på RTS.

| Sektorfördelning   |             | Landsfördelning |             |
|--------------------|-------------|-----------------|-------------|
| Sektor             | % av fonden | Land            | % av fonden |
| El, vatten och gas | 97,6        | Ryssland        | 98,2        |
| Industri           | 1,8         | Georgien        | 1,7         |
| Energi             | 0,7         | Ukraina         | 0,1         |

| 10 största innehav                   |                                     |          |                     |          |                 |
|--------------------------------------|-------------------------------------|----------|---------------------|----------|-----------------|
| Företag                              | Portföljvikt %                      |          | Aktiekursutv %*     | Land     | Sektor          |
|                                      | Kv3 2011                            | Kv2 2011 |                     |          |                 |
| TGK-5                                | 9,7                                 | 8,4      | 8,3                 | Ryssland | El, vatten, gas |
| OGK-4                                | 8,8                                 | 9,1      | -22,3               | Ryssland | El, vatten, gas |
| MRSK Tsentra                         | 8,4                                 | 8,5      | -20,1               | Ryssland | El, vatten, gas |
| MRSK Tsentra i Privolzhya            | 7,8                                 | 8,1      | -22,1               | Ryssland | El, vatten, gas |
| TGK-6                                | 9,2                                 | 4,9      | 8,3                 | Ryssland | El, vatten, gas |
| OGK-6                                | 6,0                                 | 9,8      | -38,9               | Ryssland | El, vatten, gas |
| OGK-2                                | 4,7                                 | 6,8      | -37,7               | Ryssland | El, vatten, gas |
| OGK-5                                | 4,7                                 | 5,0      | -25,7               | Ryssland | El, vatten, gas |
| MRSK Holding                         | 4,0                                 | 5,3      | -44,9               | Ryssland | El, vatten, gas |
| TGK-13                               | 3,6                                 | 3,4      | -17,3               | Ryssland | El, vatten, gas |
| 10 största innehav (% av portföljen) | Onoterade innehav (% av portföljen) |          | Total antal innehav |          |                 |
| 67                                   | 1                                   |          | 42                  |          |                 |

\* Aktiekursutveckling under tredje kvartalet mätt i USD

## Portföljkommentar tredje kvartalet

**Aivaras Abromavicius**, Partner och medlem av portföljförvaltningssteamet, East Capital

East Capital Power Utilities Fund utvecklades betydligt bättre än sitt jämförelseindex med gott stöd av utvecklingen för IES Systems kraftgenereringsföretag, TGK-5 och TGK-6, som totalt utgör 19 % av fondens substansvärde. Man räknar med att IES System skall konsolideras med GazpromEnergoHolding och de två aktierna steg båda med 8,3 %. Lägre exponering mot de sektorns största aktier hjälpte också. MRSK Holding drabbades särskilt hårt och korrigerades med 45 %. MRSK Holding och RusHydro står tillsammans bara för 7,4 % av vår portfölj jämfört med deras vikt i jämförelseindexet som är 33 %. En annan positiv utveckling kom i vårt lilla innehav i Trest Gidromontazh, som bara utgjorde 0,3 % av fonden vid kvartalets början. Trest Gidromontazh-aktier kommer att accepteras som betalning för aktier i RusHydro som förvärfas med företrädesrätt. Aktien steg med 194 % under rapportperioden.

Som vi skrev i vår förra delårsrapport, avstod vi från att rösta för konsolideringen av OGK-2 med OGK-6 i juni 2011 och köptes följaktligen ut pro rata i de två företagen till premier mot

marknadspriset på 51 % respektive 87 %. Betalningarna kom in i september 2011 och detta har haft en positiv effekt på utfallet för kvartalet. Konsolideringen av OGK-2 med OGK-6 följer plan och man räknar med att transaktionen skall vara genomförd i början av november 2011.

Kraftgenereringssektorn hade en dålig utveckling. OGK-2, OGK-4, OGK-5 och OGK-6 gick alla sämre än marknaden. Dessa aktier är förhållandevis likvida i jämförelse med övriga kraftbranschen och detta innebär att de påverkades av den utförsäljning som följde på investerarens inlösen i aktiefonder. OGK-2, OGK-4, OGK-5 och OGK-6 föll med 38 %, 22 %, 26 % respektive 39 %. East Capital Power Utilities Funds portfölj utgörs till 24 % av dessa företag och detta gav ett negativt bidrag med -9,7 % för rapportperioden.

I början av oktober 2011 träffade vi ledningarna för Gazprom-EnergoHolding, RusHydro och Quadra. GazpromEnergoHolding upprepade att planen är att genomföra konsolideringen av OGK-2 med OGK-6 under november 2011 och nämnde en möjlig fusion mellan GazpromEnergoHolding och IES Systems nästa år, även om detaljerna för fusionen ännu är oklara eftersom diskussioner pågår mellan de inblandade parterna. RusHydros ledning antydde att en privatisering av statens andel på 7,8 % har hög prioritet för 2012 och gav också uttryck för en positiv syn på de konsoliderade tillgångarna i RAO Far East som nu genomför en kapitalökning. Den detaljerade planen för att utveckla RAO Far East kommer enligt ledningen att presenteras under senhösten 2011. Quadras ledning bekräftade att företagets huvudägare, Onexim, inte gjort någon ansökan till den federala konkurrens-myndigheten för att få tillstånd för en möjlig affär med InterRAO och att företaget nu inte för några samtal med möjliga strategiska köpare. Man uteslöt emellertid inte en sådan affär i framtiden. Det allmänna intrycket från mötet var positivt, även om investerarnas intresse för sektorn ännu inte återvänt.

Om vi ser på våra affärer, minskade vi i början av kvartalet vår exponering mot de mer likvida papperen som MRSK Holding och Federal Grid Company med totalt 3 MEUR, men började mot slutet av kvartalet köpa tillbaka dem på avsevärt lägre nivå då vi förväntar oss en allmän återhämtning i marknaden.



## EAST CAPITAL SPECIAL OPPORTUNITIES FUND

Fonden investerar i företag med bra affärsmodeller och goda utsikter men som på grund av marknaden eller ägarens särskilda omständigheter kan förvärfas på låga prisnivåer. Fonden investerar i företag där det anses finnas en tydlig faktor som kan leda till omvärdering och en möjlighet att realisera investeringen inom fyra år från fondens start. Strategin innebär att fondförvaltaren kommer att ha en mer aktiv roll i de fall detta är lämpligt, genom styrelsrepresentation eller på annat sätt.

Fokus för investeringarna är aktier, noterade eller sådana som handlas på annat sätt, men även andra finansiella instrument kan utnyttjas. Utdelning till investerarna kan göras under hela fondens existens. Allt som erhålls vid en avyttring av en investering efter tre år kommer att delas ut till investerarna.

I slutet av rapportperioden uppgick East Capital Explorers ägarandel i fonden till 82 %.

| Fondutveckling                               |          |         |                |
|----------------------------------------------|----------|---------|----------------|
|                                              | Kv3 2011 | 9m 2011 | Sedan maj 2009 |
| East Capital Special Opportunities Fund, EUR | -25 %    | -32 %   | 8 %            |

| Sektorfördelning      |             | Landsfördelning |             |
|-----------------------|-------------|-----------------|-------------|
| Sektor                | % av fonden | Land            | % av fonden |
| Finans                | 21,6        | Ryssland        | 54,1        |
| Råvaror               | 19,1        | Romanien        | 19,7        |
| Konsument sällanköp   | 16,4        | Litauen         | 15,5        |
| Telekommunikation     | 15,5        | Ukraina         | 7,4         |
| Energi                | 13,7        | Serbien         | 2,3         |
| Hälsovård             | 6,4         | Kroatien        | 1,1         |
| Konsument dagligvaror | 6,2         |                 |             |
| Industri              | 0,7         |                 |             |
| Informationsteknologi | 0,4         |                 |             |

| 10 största innehav                   |                                     |          |                     |          |               |
|--------------------------------------|-------------------------------------|----------|---------------------|----------|---------------|
| Företag                              | Portföljvikt %                      |          | Aktiekursutv %*     | Land     | Sektor        |
|                                      | Kv3 2011                            | Kv2 2011 |                     |          |               |
| Fondul Proprietatea                  | 18,5                                | 17,0     | -26,4               | Romanien | Finans        |
| TEO                                  | 14,6                                | 11,6     | -14,5               | Litauen  | Telekom.      |
| Sollers                              | 12,4                                | 14,6     | -42,3               | Ryssland | Kons.sällank. |
| Integra                              | 9,7                                 | 13,3     | -50,4               | Ryssland | Energi        |
| Sibirskiy Cement                     | 8,4                                 | 8,8      | -34,7               | Ryssland | Råvaror       |
| Korshunovsky GOK                     | 6,2                                 | 7,0      | -39,5               | Ryssland | Råvaror       |
| Verofarm                             | 6,0                                 | 6,8      | -39,9               | Ryssland | Hälsovård     |
| Sintal                               | 4,4                                 | 4,8      | -35,7               | Ukraina  | Kons.daglig.  |
| Mashstroy                            | 3,3                                 | 2,4      | -31,5               | Ryssland | Energi        |
| Centrenergogaz                       | 3,1                                 | 2,4      | -14,3               | Ryssland | Kons.sällank. |
| 10 största innehav (% av portföljen) | Onoterade innehav (% av portföljen) |          | Total antal innehav |          |               |
| 87                                   | 0                                   |          | 17                  |          |               |

\* Aktiekursutveckling under tredje kvartalet mått i USD

## Portföljkommentar tredje kvartalet

**Jacob Grapengiesser**, Partner och medlem av portföljförvaltningsteamet, East Capital

Den rumänska restitutionsfonden, Fondul Proprietatea, var även vid utgången av det tredje kvartalet 2011 det största innehavet i East Capital Special Opportunities Fund med en vikt på 19 %. Aktiekursen föll med 26 % under kvartalet. Förutom den allmänt svaga utvecklingen för aktier under det gångna kvartalet hämmades utvecklingen för Fondul Proprietatea-aktien av att den rumänska staten inte lyckades privatisera ytterligare 9,8 % i Petrom. Se portföljkommentarerna för East

Capital Bering Balkan Fund ovan för mer information om Fondul Proprietatea.

TEO, den ledande telekomoperatören i Litauen, föll med 15 % mått i USD. Företagets huvudägare är TeliaSonera som för närvarande äger 68,3 % och som försöker öka sin andel genom att köpa aktier i marknaden.

Den aktie i portföljen som gick sämst var Integra, ett företag som tillhandahåller tjänster till oljefält och som nu utgör 9,7 % av substansvärdet. Under kvartalet föll aktien med 50 %. Det finns ett antal skäl för detta: lägre oljepris, att företaget inte kunnat höja priserna för sina tjänster så mycket som förväntat och att investerarna säljer av medelstora företag. Vi anser att dagens kurs inte återspeglar företagets riktiga värde då en ny skattelagstiftning nu har antagits, vilken kommer att stimulera investeringar i ryska oljeutvinningsföretag. Av detta skäl har vi blivit engagerade i strategiska diskussioner om återköp och/eller försäljning av delar eller hela den underliggande verksamheten. Genom att engagera oss aktivt anser vi att vi kan öka värdet till en högre nivå än den nuvarande aktiekursen återspeglar.

Aktierna i biltillverkaren Sollers föll med 42 % under månaden. Företaget utgör för närvarande 12 % av fondens substansvärde. East Capital stödde en oberoende styrelse-ledamot som har valts in i företagets styrelse. Företaget tillverkar fordon med varumärken som Fiat, SsangYong och Isuzu, och den största produkten är det lätta transportfordonet Fiat Ducato. Nyligen bytte dock företaget ut Fiat mot Ford och bildade ett joint venture med det senare företaget. Under vårt senaste möte med företaget, gick vi igenom detaljerna rörande den nya joint venture-situationen. Den omedelbara effekten är en betydande minskning av nettoskulden till mindre än 2 gånger EBITDA, något som klart uppskattas av investerarna i nuvarande marknadsläge. Vi anser att Ford är ett bättre varumärke och en bättre partner för företaget på lång sikt än Fiat. Företagets nuvarande produktionsanläggningar i Elabuga i Tatarstan kan lätt och till liten kostnad ändras från att producera Fiat Ducato till att tillverka Ford Transit. Vad beträffar företagets värdering, handlas företaget utan sitt joint venture med Ford till 4 gånger EBITDA. Men företagets joint venture med Ford kan väsentligt öka företagets värde över tiden och man räknar med att företaget gör vinst redan 2012.

## EAST CAPITAL SPECIAL OPPORTUNITIES FUND II

Fondens syfte är att investera i företag med en positiv prognos, men som på grund av marknadens eller ägarens särskilda omständigheter kan förvärvas till priser som är mycket lägre än dem som företagets grundförutsättningar stöder. Målet är att uppnå en årlig avkastning på 30 % från en koncentrerad portfölj av innehav, utvalda på basis av deras avkastningspotential. Avkastningen kommer att delas ut vartefter investeringarna realiserats, men ej senare än inom fyra år från fondens start.

I slutet av rapportperioden uppgick East Capital Explorers ägarandel i fonden till 56 %.

| Fondutveckling                                  |             |         |                          |
|-------------------------------------------------|-------------|---------|--------------------------|
|                                                 | Kv3<br>2011 | 9m 2011 | Sedan<br>oktober<br>2010 |
| East Capital Special Opportunities Fund II, EUR | -21 %       | -25 %   | 1 %                      |

| Sektorfördelning      |             | Landsfördelning |             |
|-----------------------|-------------|-----------------|-------------|
| Sektor                | % av fonden | Land            | % av fonden |
| Finans                | 35,3        | Ryssland        | 43,5        |
| Konsument dagligvaror | 20,0        | Slovenien       | 23,4        |
| Råvaror               | 13,0        | Serbien         | 18,6        |
| Energi                | 12,5        | Ukraina         | 8,4         |
| El, vatten och gas    | 10,0        | Ungern          | 4,9         |
| Hälsovård             | 6,1         | Polen           | 1,1         |
| Industri              | 3,2         |                 |             |

| 10 största innehav                      |                                        |             |                         |           |               |
|-----------------------------------------|----------------------------------------|-------------|-------------------------|-----------|---------------|
| Företag                                 | Portföljvikt<br>%                      |             | Aktie-<br>kursutv<br>%* | Land      | Sektor        |
|                                         | Kv3<br>2011                            | Kv2<br>2011 |                         |           |               |
| Integra                                 | 9,9                                    | 10,8        | -44,8                   | Ryssland  | Energi        |
| Zavarovalnica Triglav                   | 9,8                                    | 8,8         | -12,3                   | Slovenien | Finans        |
| Bambi                                   | 9,2                                    | 6,9         | -0,6                    | Serbien   | Kons.daglig.  |
| Anthousa                                | 6,7                                    | 8,3         | -35,5                   | Ukraina   | Kons.daglig.  |
| Rusforest AB                            | 6,3                                    | 6,3         | -32,0                   | Ryssland  | Råvaror       |
| AIK Bank                                | 5,5                                    | 7,1         | -37,3                   | Serbien   | Finans        |
| NFD 1 Delniski Investi                  | 4,8                                    | 3,3         | 16,7                    | Slovenien | Finans        |
| Verofarm                                | 4,8                                    | 0,0         | -33,6                   | Ryssland  | Hälsovård     |
| Vostok                                  | 4,2                                    | 0,0         | -5,2                    | Ryssland  | El,vatten,gas |
| Ablon Group                             | 3,9                                    | 3,9         | -19,2                   | Ungern    | Finans        |
| 10 största innehav<br>(% av portföljen) | Onoterade innehav<br>(% av portföljen) |             | Total antal innehav     |           |               |
| 65                                      | 8                                      |             | 16                      |           |               |

\* Aktiekursutveckling under tredje kvartalet mätt i EUR

## Portföljkommentar tredje kvartalet

**Jacob Grapengiesser**, Partner och medlem av portföljförvaltningsteamet, East Capital

Den serbiska kaktillverkaren Bambi, som utgör 9,2 % av substansvärdet, minskade i värde med 0,6 % under kvartalet och gick avsevärt bättre än den serbiska marknaden. Man räknar med att huvudägaren så småningom kommer att sälja företaget till en strategisk köpare, något som sannolikt skulle leda till ett bud på minoritetsaktierna. För närvarande handlas aktien till 3,5 gånger EBITDA men huvudägarna förefaller vilja ha en multipel på kanske det dubbla. Det är dock oklart om man kan uppnå detta i nuvarande marknadsläge. Transaktionsmultiplar i grannländerna har varit 8,5 gånger EBITDA för Droga Kolinska som är ett ganska jämförbart företag med produktion av främst choklad och kaffe, och ungefär samma för Fructal, en juiceproducent.

I Slovenien steg vårt innehav i NFD med 17 % och utgör nu 4,8 % av substansvärdet. Innehavet var tidigare en s.k. closed-end fund (dvs. en fond i vilken man inte kan lösa in andelar men väl handla i dem) och handlades med en rabatt på 25 % mot substansvärdet. Vi köpte andelarna av två skäl: 1. Eftersom fonden skulle öppnas, vilket skulle minska rabatten mot substansvärdet, och 2. Vi hade en positiv syn på den slovenska marknaden på grund av vissa identifierade utlösande faktorer. Det första skälet har visat sig vara riktigt och har gjort att andelen gått väsentligt bättre än den underliggande marknaden. Det andra skälet har däremot ännu inte materialiserats. Vi tror att sannolikheten för att vissa strategiska affärer skall äga rum är högre än tidigare och om det är så, kommer detta att vara en viktig utlösande faktor för hela den slovenska marknaden.

Ett annat slovenskt innehav, Nova Kreditna Banka Maribor, som utgör 3,8 % av vår fond utvecklades sämre och föll med 37 %. Vi köpte aktierna i denna konservativt skötta bank till en rabatt om 20 % mot marknadspriset när vi betalade 8 MEUR vid bolagets försäljning av aktier i april. Efter detta har aktien liksom andra europeiska banker fallit med 50 %. Banken handlas nu till 0,35 gånger eget kapital. Skillnaden mot europeiska banker är att Nova Kreditna har mer eget kapital än den behöver eftersom banken lyckades med sin emission under våren. Vi för nu diskussioner med ett antal intressenter om ett eventuellt återköp av aktier. Ett återköp skulle kunna få en väsentlig positiv påverkan på aktiekursen.

Vi har lyckats öka vårt innehav i det polska kolgruveföretaget JSW. Att köpa aktier från de anställda är en mycket omständlig och långsam process, men vårt genomsnittspris är 63 PLN att jämföra med marknadspriset på 100 PLN, och det får oss att anse att det motiverar arbetsinsatsen. Det finns vissa juridiska risker med transaktionerna. Vi har gått igenom dessa noggrant och dragit slutsatsen att en del av akterna kanske inte kommer att levereras men det bör endast röra sig om försumbara mängder. JSW utgör 2 % av substansvärdet.

Den aktie i portföljen som utvecklades sämst var Integra, ett företag som tillhandahåller tjänster till oljefält och som nu utgör 9,9 % av substansvärdet. Under kvartalet föll aktien med 45 %. Se kommentaren till East Capital Special Opportunities Fund ovan för ytterligare information om Integra.

## EAST CAPITAL (LUX) EASTERN EUROPEAN FUND

East Capital (Lux) Eastern European Fund är en dagligen handlad UCITS-fond som investerar i aktier i företag i hela Östeuropa. Mer information återfinns på East Capitals webbplats ([www.eastcapital.com](http://www.eastcapital.com)).

I slutet av rapportperioden uppgick East Capital Explorers ägarandel i fonden till 14 %.

| Fondutveckling                                |          |         |                     |
|-----------------------------------------------|----------|---------|---------------------|
|                                               | Kv3 2011 | 9m 2011 | Sedan december 2007 |
| East Capital (Lux) Eastern European Fund, EUR | -24 %    | -29 %   | -40 %               |
| MSCI EM Europe Index, EUR                     | -24 %    | -26 %   | -45 %               |

Källa: Bloomberg

1) MSCI EM Europe Index - Omfattar ryska, polska, ungerska och tjeckiska aktier.

| Sektorfördelning      |             | Landsfördelning |             |
|-----------------------|-------------|-----------------|-------------|
| Sektor                | % av fonden | Land            | % av fonden |
| Finans                | 36,5        | Ryssland        | 49,6        |
| Energi                | 29,1        | Turkiet         | 18,6        |
| Konsument sällanköp   | 7,5         | Östeuropa       | 8,9         |
| Telekommunikation     | 6,8         | Polen           | 5,6         |
| Industri              | 6,2         | Rumänien        | 3,7         |
| El, vatten och gas    | 5,2         | Tjeckien        | 2,4         |
| Konsument dagligvaror | 4,1         | Litauen         | 2,1         |
| Råvaror               | 3,3         | Ungern          | 1,8         |
| Hälsovård             | 0,8         | Slovenien       | 1,6         |
| Informationsteknologi | 0,4         | Estland         | 1,0         |

| 10 största innehav                   |                                     |          |                     |           |               |
|--------------------------------------|-------------------------------------|----------|---------------------|-----------|---------------|
| Företag                              | Portföljvikt %                      |          | Aktiekursutv. %*    | Land      | Sektor        |
|                                      | Kv3 2011                            | Kv2 2011 |                     |           |               |
| Lukoil                               | 5,0                                 | 5,3      | -16,1               | Ryssland  | Energi        |
| Gazprom                              | 4,4                                 | 5,4      | -30,5               | Ryssland  | Energi        |
| Surgut NG                            | 4,1                                 | 3,0      | -7,4                | Ryssland  | Energi        |
| Sberbank                             | 2,5                                 | 5,9      | -34,2               | Ryssland  | Finans        |
| M.Video                              | 2,5                                 | 1,9      | -26,5               | Ryssland  | Kons.sällank. |
| Halkbank                             | 2,4                                 | 1,2      | -0,4                | Turkiet   | Finans        |
| Transneft                            | 2,4                                 | 2,7      | -27,3               | Ryssland  | Energi        |
| Raiffeisen International             | 2,3                                 | 2,3      | -35,2               | Östeuropa | Finans        |
| Vakifbank                            | 2,2                                 | 1,0      | -7,0                | Turkiet   | Finans        |
| East Capital Explorer                | 2,2                                 | 1,3      | -29,2               | Östeuropa | Finans        |
| 10 största innehav (% av portföljen) | Onoterade innehav (% av portföljen) |          | Total antal innehav |           |               |
| 30                                   | 0                                   |          | 144                 |           |               |

\* Aktiekursutveckling under tredje kvartalet mätt i EUR

TEO:s omsättning under det tredje kvartalet 2011 har varit stabil på 53,4 MEUR, något högre än i det andra kvartalet 2011 och 4,8 % lägre än för ett år sedan. Tillväxten i intäkter från IT- och TV-tjänster ser mycket attraktiv ut med 26 % respektive 46 % och sådana trender bör kunna fortsätta framöver. Minskningen i rösttelefonitjänster om 14,5 % under kvartalet var ingen stor överraskning och vikten av intäkter från rösttelefoni minskar för företaget då de föll under 50 % till 48 % av intäkterna. Huvudsakligen beror tappet på minskade transitavgifter för internationella samtal.

EBITDA-marginalen har legat kvar på en, jämfört med andra liknande företag i telekomsektorn, mycket god nivå på 41,6 %, vilket är en ökning från 40,8 % under första halvåret 2011. Nettomarginalen har ökat till 22 % från 20,7 % under första halvåret 2011. Den ökade marginalen beror på lägre samtrafikavgifter och lägre personalkostnader tillsammans med en allmänt stark kostnadskontroll.

TEO fortsätter att göra betydande investeringar i det fiberoptiska nätverket och investeringen i anläggningstillgångar under första halvan av 2011 nådde 27 % av omsättningen. Vid slutet av det tredje kvartalet var 36 % av alla bredbands-abonnenter anslutna via höghastighetskablar som går antingen fram till huset eller in i bostaden (FTTB eller FTTH).

Sammanfattningsvis bekräftade TEO:s resultat för det tredje kvartalet återigen att detta är en bra kostnadseffektiv och kassagenererande investering som ger ett starkt kassaflöde som gör det möjligt för företaget att betala utdelning på samma nivå som föregående år, nämligen upp emot 0,17-0,18 LTL per aktie vilket innebär en direktavkastning på upp emot 8,5 %.

**Jacob Grapengiesser**, Partner och medlem av portföljförvaltningsteamet, East Capital, kommenterar nedan utvecklingen i Komercijalna Banka Skopje under det tredje kvartalet.

### KOMERCIJALNA BANKA SKOPJE

Vid utgången av det tredje kvartalet 2011 fortsatte Komercijalna Banka Skopje (KBS), Makedoniens största bank, att se en gradvis tillväxt i de totala tillgångarna, främst drivet av en ökning i bunden kundinlåning. Denna ökning av kundinlåningen gjorde att KBS kunde öka sin nettoutlåning men ändå behålla en likviditet som är fullt tillräcklig för att möta kraven från den makedonska republikens centralbank.

KBS har fortfarande en försumbar exponering mot annan främmande finansiering än kundinlåning, vilket innebär att bankens finansiering inte är känslig för turbulensen på lånemarknaden. KBS redovisade en nettovinst på 750 MMKD (miljoner makedoniska denarer) för de första nio månaderna 2011, vilket är 4,3 % lägre än för motsvarande period året innan beroende på högre avsättningar. Uppmuntrande är att siffrorna för kärnverksamheten var högre. I synnerhet var intäkterna för nettoavgifter och provisioner högre med 7,2 % respektive 9,5 %, jämfört med samma period föregående år, medan rörelsekostnaderna steg med bara 4,7 % jämfört med samma period föregående år.

Kursen för KBS-aktien har fallit med 21 % under de senaste tre månaderna i likhet med nedgången för andra europeiska aktier

## Direktinvesteringar

**Aivaras Abromavicius**, Partner och medlem av portföljförvaltningsteamet, East Capital, kommenterar nedan utvecklingen i TEO under det tredje kvartalet.

### TEO LT

TEO LT är en ledande baltisk telekomoperatör för fast telefoni, internetaccess och TV-tjänster i Litauen. East Capital Explorer har investerat i företaget sedan slutet av tredje kvartalet 2009. Under tredje kvartalet 2011 investerade East Capital Explorer ytterligare 0,9 MEUR, och ägde den 31 september 2011 3,1 % av aktierna i TEO, vilket motsvarar ett totalt värde på 14,7 MEUR. Vårt innehav i TEO minskade i värde med 7,0 % under det tredje kvartalet. Det samlade innehavet för East Capital Explorer och East Capitals fonder uppgick till 7,6 %.

inom finanssektorn. Men den makedonska banksektorn förefaller stabil och välkapitaliserad, och ekonomin har begränsad exponering mot Grekland trots den geografiska närheten.

**Kestutis Sasnauskas**, Partner och VD för East Capital Private Equity AB, kommenterar nedan utvecklingen i koncernens onoterade direktinvesteringar under det tredje kvartalet.

#### MELON FASHION GROUP

Som en följd av att Melon Fashion Group (MFG) rapporterade ett negativt rörelseresultat för årets första sex månader, vilket var lägre än tidigare ställda förväntningar, och de kraftiga nedgångarna i aktiemarknaderna för jämförbara börsnoterade bolag under tredje kvartalet, beslutade East Capital Explorer att skriva ner värde på aktierna i MFG med 30 % i slutet av september. Nedskrivningen var i linje med hur börsnoterade detaljhandelsbolag i vår investeringsregion hade utvecklats. Trots detta förblir vi optimistiska om verksamhetens framtidsutsikter och strategi och tror att bolaget kommer skapa värde för dess aktieägare framöver.

I september förband sig East Capital Explorer att investera 13 MEUR i MFG som en del av det avtal som ingicks med Swedfund i juli 2011. Avtalet slöts på den värderingsnivån som gällde före nedskrivningen, och affären förväntas slutföras under fjärde kvartalet. Som tidigare meddelats kan den slutliga affären resultera i en förpliktelse för East Capital Explorer att erbjuda sig att köpa aktierna från alla andra aktieägare i bolaget. Utifrån aktieägarstrukturen i MFG, och de intentioner som klargjorts av vissa andra aktieägare i bolaget om att de inte planerar att sälja sina aktier, förväntas andelen aktier som lämnas in bli begränsat utifrån ett bud skulle fordras. I den utsträckning East Capital Explorer förvärvar andra investerares aktier i MFG i samband med budplikt, kommer det troligen att ske på samma prisnivå som transaktionen med Swedfund, medan de kommer att tas upp i bolagets böcker till verkligt värde vid tidpunkten.

Förlusten för årets första sex månader var huvudsakligen hänförlig till leveransstörningar rörande de nyligen förvärvade franchisekoncepten och till uppstarten av ny verksamhet i Ukraina. Utvecklingen för kärnvarumärkena, som utgör merparten av bolagets försäljning, har dock förblivit solid och var i stort sett i linje med både försäljnings- och resultatmål.

Trots att bolaget gick sämre än förväntat så nådde MFG:s försäljning under det tredje kvartalet 2011 en omsättning om 1 576 MRUR (38,4 MEUR), en ökning med 27 % jämfört med det tredje kvartalet 2010 (en ökning med 21 % mätt i EUR). 81 % av omsättningen i det tredje kvartalet kom från MFG:s tre kärnkoncept – Zarina, befree och Love Republic, en ökning från 77 % i det första kvartalet. Verksamheten i Ukraina stod bara för 6 % av koncernens omsättning.

Från årets början har omsättningen i jämförbara butiker för kärnvarumärkena i Ryssland ökat med 11 % mätt i rubel, medan butikskoncept under franchise-avtal ökade med 6 %, vilket innebär att genomsnittet för den ryska verksamheten visade en ökning med 10 %. Den ukrainska verksamheten visade en ökning med 4 % i lokal valuta för jämförbara butiker. Under kvartalet ökade antalet butiker med netto 15, alla i

Ryssland, medan antalet butiker i Ukraina förblev oförändrat. Den 30 september 2011 hade MFG 543 butiker, varav 442 drevs av företaget och 101 drevs av franchisetagare. I Ukraina var antalet butiker fortsatt 54.

#### POPULI

Den georgiska dagligvarukedjan Populi redovisade en omsättning i georgiska lari om 25,9 MGEL (11 MEUR) för det tredje kvartalet 2011, en ökning med 11 % jämfört med samma period 2010. I jämförbara butiker, var omsättningen 6 % högre under kvartalet jämfört med det tredje kvartalet 2010. Omsättningsökningen är lägre än budgeterat och som en följd är även resultatet lägre än plan.

Företagets nya VD fortsätter att introducera stora förändringar i organisationen och verksamheten. Hon har ersatt merparten av den tidigare chefskadern på topp- och mellannivå. Under omstruktureringen har VD upptäckt ett antal fall av misskötsel och felaktig information från den tidigare ledningen och den finansiella informationen för första halvåret 2011 har gjorts om för att återspegla detta. Dessutom blev revisionsberättelsen för 2010 färdig i augusti och visade en större förlust än vad den tidigare ledningen hade uppgivit.

En överenskommelse nåddes om att Populis tidigare ordförande skulle avgå från sin post i september och aktieägarna utsåg Gert Tiivas, tidigare VD i East Capital Explorer, till företagets nye ordförande per den 30 september 2011.

Under det tredje kvartalet utnyttjade East Capital Explorer den gratioption bolaget erhållit under 2010, nämligen för att få ytterligare 607 000 aktier i företaget utan betalning. Efter denna transaktion äger East Capital Explorer 30,7 % av Populi direkt och ytterligare 8,9 % indirekt genom East Capital Bering Central Asia vilket innebär att bolaget är den största enskilda aktieägaren i företaget. Tillsammans med East Capital äger East Capital Explorer 49,9 % av Populis aktier och har haft en aktiv roll i att stärka företagsledningen och bolagsstyrningen. Som en följd av företagets utveckling valde East Capital Explorer att skriva ned värdet på Populi med 35 % den 30 september 2011.

#### TREV-2 GROUP

I augusti 2011 investerade East Capital Explorer 4 MEUR i AS Trev-2 Group, ett ledande estniskt byggföretag inom infrastruktursektorn. Efter investeringen äger East Capital Explorer 18,5 % av företagets aktier och har en styrelseplats.

Vid utgången av kvartalet deltog förvaltaren i Trev-2 Groups styrelsemöte. Det estniska Trev-2 Group bygger och underhåller vägar. Företaget har högre omsättning än budgeterat men betydande prisökningar för material och personal undergräver emellertid lönsamheten. Framåt planerar Trev-2 Group att fokusera på att förbättra lönsamheten, förstärka företagsledningen och kanske växa genom förvärv

Tillsammans med East Capitals fonder, äger vi ca 25 % av Trev-2 Group.



## EAST EUROPEAN DEBT FINANCE AG (EEDF)

EEDF AG, ett joint venture mellan East Capital Explorer, East Capital Financials Fund och det svenska kredithanterings-företaget Intrum Justitia etablerades tidigt under 2010 för att förvärva portföljer med förfallna lån i Ryssland. I oktober 2010 undertecknades ett samarbetsavtal mellan EEDF och EBRD, vilket kulminerade den 22 december 2010 med att ett nytt investmföretag, ägt av EBRD och EEDF, grundades. Detta nya joint venture är avsett att utöka EEDF:s finansiella styrka och göra det möjligt att förvärva större portföljer med förfallna lån.

Efter sommaren har förvaltaren sett en tydlig ökning i aktiviteten på marknaden för privata låneportföljer där nu även väsentligt större portföljer kommer ut på marknaden. I september gjorde EEDF sin första affär tillsammans med EBRD och köpte en portfölj med mer än 40 000 fall och med ett totalt pris på 4,7 MEUR. EBRD har en andel på 30 % medan East Capital Explorers andel är 25 % av återstoden, dvs. 800 TEUR. Då portföljen är relativt stor kommer den att hanteras av två inkassoföretag – Morgan & Stout och Pristav.

East Capital Explorers åtagande uppgår för närvarande till 5 MEUR, varav 1,1 MEUR hade inbetalats vid slutet av kvartalet. Återstående belopp ligger bland kortfristiga placeringar.

Vid kvartalets utgång ägde East Capital Explorer 25 % av aktierna i EEDF.

## KORTFRISTIGA INVESTERINGAR

### Kortfristiga placeringar

East Capital Explorer har en obligationsportfölj som består av likvida USD- och EUR-obligationer. Denna syftar till att öka avkastningen på de likvida medlen med bibehållen likviditet för framtida investeringar. Den 30 september 2011 uppgick det verkliga värdet av obligationsportföljen till 20,1 MEUR (41,5 MEUR).

Nettoresultatet från obligationsportföljen uppgick under rapportperioden till 0,0 MEUR då marknadsräntorna ökat. Detta inkluderade 2,7 MEUR i ränteintäkter, kursförluster på terminskontrakt avseende obligationer om -1,1 MEUR och omräkningen till verkligt värde i obligationsportföljen uppgick till -1,4 MEUR samt -0,2 MEUR i förvaltningsavgifter.

### Likvida medel

45,8 MEUR (88,8 MEUR) som ännu inte investerats eller utbetalats, är placerade i likvida medel. Ränteintäkter från likvida medel under de första nio månaderna uppgick till 0,2 MEUR (0,1 MEUR).

# Resultat

Koncernen består av moderbolaget East Capital Explorer AB, dotterbolaget East Capital Explorer Investments AB och de konsoliderade fonderna East Capital Power Utilities Fund AB,

East Capital Special Opportunities Fund, East Capital Bering Balkan Fund och East Capital Bering New Europe Fund. East Capital Explorer äger för närvarande 73 % av det egna kapitalet i East Capital Power Utilities Fund AB och dess dotterbolag Consililink Ltd, 82 % av det egna kapitalet i East Capital Special Opportunities Fund, 58 % av det egna kapitalet i East Capital Bering Balkan Fund och 86 % av det egna kapitalet i East Capital Bering New Europe Fund. Dessa fonder utgör därmed dotterföretag och konsolideras i East Capital Explorer-koncernen. Investeringarna i de konsoliderade fonderna redovisas som investeringar i portföljtabellen på sidan tre men konsolideras i övriga räkenskaper.

Under första kvartalet 2011 tillkom nya investerare i East Capital Special Opportunities Fund II. Detta medförde att East Capital Explorer redovisningsmässigt inte längre hade bestämmande inflytande i fonden och därför inte längre behövde betrakta den som ett dotterföretag. Följaktligen har fonden omklassificerats från dotterföretag till aktier och andelar i investeringsverksamheten.

## Koncernen

Totalresultatet för rapportperioden 1 januari – 30 september 2011 uppgick till -130,5 MEUR (79,4 MEUR), vilket inkluderade valutakursdifferenser som uppstått vid omräkning utländska dotterbolag om -2,2 MEUR (2,9 MEUR).

Nettoresultatet för rapportperioden uppgick till 128,3 MEUR (76,5 MEUR), av detta var en nettoförlust om 107,0 MEUR (nettovinst om 59,4 MEUR) hänförligt till aktieägarna i moderbolaget vilket motsvarade ett resultat per aktie på -3,07 EUR (1,70 EUR).

De största resultatpåverkande posterna under rapportperioden var orealiserade värdeförändringar i investeringar om -155,2 MEUR (50,1 MEUR), realiserade värdeförändringar i investeringar om 27,1 MEUR (30,5 MEUR), som avsåg försäljning av aktier i direktinvesteringar och fondandelar samt de konsoliderade fondernas försäljningar av innehavda aktier och 6,1 MEUR (4,6 MEUR) i utdelning.

Finansiella intäkter uppgick till 0,9 MEUR (5,8 MEUR). Nettoresultatet från obligationsportföljen inkluderade 2,7 MEUR (1,7 MEUR) i ränteintäkter, kursförluster på terminskontrakt avseende obligationer -1,1 MEUR (-1,5 MEUR) och omräkningen till verkligt värde i obligationsportföljen uppgick till -1,4 MEUR (2,6 MEUR), samt -0,2 MEUR i resultatbaserade avgifter.

Finansiella kostnader uppgick till -2,9 MEUR (0,0 MEUR) vilka huvudsakligen härstammade från valutakursförluster på kassan i East Capital Power Utilities Fund.

Återstoden innefattade -5,1 MEUR (-14,4 MEUR) i rörelsekostnader (mer om dessa nedan) och 0,9 MEUR (-0,1 MEUR) i skattekostnader.

Av de totala rörelsekostnaderna om -5,1 MEUR (-14,4 MEUR) under rapportperioden var -1,5 MEUR (-1,4 MEUR) rörelsekostnader i moderbolaget. Återstoden -3,6 MEUR (-13,0 MEUR) utgjorde rörelsekostnader, huvudsakligen avgifter i konsoliderade fonder och dotterföretag. För 2011 har dessa

kostnader reducerats genom återföring av tidigare resultatbaserade avgifter i East Capital Special Opportunities Fund uppbokade under perioden.

För att beräkna de avgifter som hänför sig bara till aktieägarna i East Capital Explorer måste man räkna bort innehav utan bestämmande inflytande i de konsoliderade fonderna och lägga till avgifterna som tas ut i de fonder som inte konsolideras. De totala förvaltningsavgifterna för rapportperioden, som betalats till förvaltaren och hänför sig till East Capital Explorers direktinvesteringar och bolagets andelar i ägda fonder blev då 4,4 MEUR. Av dessa utgjordes 5,4 MEUR förvaltningsavgifter och -1,0 MEUR berodde på återföring av tidigare bokförda resultatbaserade avgifter i East Capital Special Opportunities Fund och East Capital Special Opportunities Fund II. Avgifter och vinstdelning baseras i dessa fonder, till skillnad från i övriga fonder, på realiserad avkastning i enskilda innehav i fonderna. Fram till avyttring baseras de upplupna avgifterna på bokförda verkliga värden på innehaven i fonderna. Under rapportperioden sjönk dessa verkliga värden. Se årsredovisningen som finns på vår hemsida för mer detaljer om avgifter.

### Moderbolaget

Moderbolagets nettoresultat för rapportperioden uppgick till - 61,8 MEUR (45,0 MEUR) varav -60,8 MEUR är en nedskrivning av aktier i dotterföretag. Dessa aktier värderas till det lägsta av verkligt värde och anskaffningsvärde. Rörelsekostnaderna uppgick till -1,5 MEUR (-1,4 MEUR). Ingen investeringsverksamhet bedrevs i moderbolaget.

### Omvärld och marknad

Delvis påverkad av den senaste tidens politiska kriser, naturkatastrofer och den försämrade kreditvärdigheten för vissa stater fortsätter världsekonomin sin återhämtning, om än långsamt och oregelbundet. Det kvarstår betydande och svårbedömda risker som kan få inverkan på våra investeringar. De globala finansmarknaderna är fortfarande volatila vilket inte bara påverkar våra noterade investeringar utan också våra onoterade innehav samt utsikterna att göra nya investeringar och avyttringar.

Genom sina innehav är fonderna också exponerade för affärsmässiga risker, finansiella risker och marknadsrisker. Dessutom är fonderna och direktinvesteringarna också exponerade för legala, regulatoriska samt politiska risker i sektorer som påverkas av till exempel beslut om resurser till hälso- och sjukvård samt branschregleringar.

Vi håller fast vid det scenario som vi drog upp vid slutet av 2010 där vi förutsåg en trend med fortsatt ekonomisk tillväxt men under den långsiktiga potentialen. Även om det nuvarande marknadsläget innebär en hög grad av risk ger det också tillfälle för portföljbolagen att utvecklas och att förbättra sin lönsamhet.

### Skatt

East Capital Explorers konsoliderade skatt om 0,9 MEUR (-0,1 MEUR) för rapportperioden bestod av nettoeffekten av uppskjuten skatt i moderbolaget om 0,5 MEUR (0,4 MEUR), aktuell skatt hänförlig till dotterföretagen om -0,7 MEUR

(-0,5 MEUR) och uppskjuten skatt hänförlig till dotterföretagen om 1,1 MEUR (0,0 MEUR).

### Utdelning

Tidigare detta år beslöt styrelsen att ändra utdelningspolicyn och börja betala utdelningar. Den 12 april 2011 beslöt årsstämman att betala en utdelning om 0,80 SEK (-) per aktie till aktieägarna avseende verksamhetsåret 2010. Utdelningen betalades den 20 april 2011 och motsvarade sammanlagt 3,1 MEUR (-).

## Finansiell ställning

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick för rapportperioden till -10,8 MEUR (-1,9 MEUR).

Koncernens likvida medel och kortfristiga placeringar uppgick vid slutet av perioden till 60,9 MEUR (96,0 MEUR). Koncernens likvida medel och kortfristiga placeringar skiljer sig från den portfölj som visas på sidan tre eftersom likvida medel i de konsoliderade fonderna tagits med i koncernredovisningen. Om dessa likvida medel tas bort, uppgick likvida medel och kortfristiga placeringar till 45,8 MEUR (88,8 MEUR) och ränteintäkter från dessa uppgick för rapportperioden till 0,2 MEUR (1,5 MEUR).

Omklassificeringen från dotterföretag till aktier och andelar i investeringsverksamheten av innehavet i East Capital Special Opportunities Fund II har påverkat rapporten över kassaflöden (kassaflöden från investeringsverksamheten) med 17,2 MEUR varav 16,0 MEUR avser likvida medel och 1,2 MEUR andra balansposter hänförliga till fonden. Dessa poster ingick i den utgående balansen per 31 december 2010.

De huvudsakliga kassainflödena som ingår i investeringsverksamheten avser försäljningen av aktier i två av de konsoliderade fonderna, East Capital Power Utilities Fund och East Capital Special Opportunities Fund. Försäljningarna har gjorts för att möjliggöra inlösen av ägarandelar i fonderna. Därutöver ingår här försäljningen av aktier i direktinvesteringen Wimm-Bill-Dannoch inlösen av andelar i East Capital (Lux) Eastern European Fund.

East Capital Explorer hade inga skulder den 30 september 2011.

### Åtaganden

5,0 MEUR har sedan 2010 utfästs för en direktinvestering i en ny satsning som, tillsammans med Intrum Justitia och East Capital Financials Fund, syftar till att investera i portföljer med förfallna konsumentlån, huvudsakligen i Ryssland. Den 30 september hade totalt 1,1 MEUR utbetalats.

# Övrig information

## Risker och osäkerhetsfaktorer

Den viktigaste risken i East Capital Explorers och koncernens verksamhet är exponering mot sektorer, geografiska områden och individuella investeringar och finansiell risk i form av marknadsrisk, aktieprisrisk, valutarisk och ränterisk. En mer detaljerad redogörelse för East Capital Explorers och koncernens viktigaste risker finns i East Capital Explorers årsredovisning 2010. En bedömning för de närmaste månaderna finns i avsnittet "Resultat" ovan.

## Transaktioner med närstående

Inga förändringar eller transaktioner har skett under året annat än arvodesbetalningar enligt avtal. Se sida 89 i årsredovisningen för 2010 för information om avtalen.

## Organisation och investeringsstruktur

East Capital Explorer är ett publikt aktiebolag som investerar i Ryssland och andra länder inom Oberoende Staters Samväldet (OSS), Balkan, Baltikum, Centralasien och centrala Östeuropa, direkt och indirekt genom ett urval av East Capitals nuvarande och framtida fonder.

Bolagets investeringsaktiviteter styrs av en investeringspolicy som överenskommit mellan bolaget och East Capital PCV Management AB, ett bolag i East Capital-koncernen (Förvaltaren) enligt ett förvaltningsavtal.

Utöver de transaktioner med närstående som det hänvisas till ovan har East Capital Explorer gjort direktinvesteringar i företag där East Capital Group också investerar genom ett av sina kontrollerade företag eller genom sina kontrollerade produkter, som under perioden omfattade investeringar i Melon Fashion Group, TEO LT, East European Debt Finance, Populi, Komercijalna Banka Skopje, Wimm-Bill-Dann och Trev-2 Group.

För ytterligare information om organisationen och investeringsstrukturen i bolaget, se bolagsstyrningsrapporten för 2010 som ingår i årsredovisningen eller se vår hemsida [www.eastcapitalexplorer.com](http://www.eastcapitalexplorer.com), avsnittet "Om East Capital Explorer/Bolagsstyrning".

## Bemyndigande att återköpa egna aktier

Årsstämman den 12 april 2011 bemyndigade på nytt styrelsen att besluta om återköp av bolagets aktier fram till årsstämman 2012.

Den 15 september meddelade East Capital Explorer att bolagets styrelse hade beslutat att utnyttja bemyndigandet för att skapa mer värde för aktieägarna. Utnyttjandet av bemyndigandet tillät bolaget att återköpa egna aktier från den 15 september till och med den 11 oktober 2011. Under september, återköpte East Capital Explorer 138 504 egna aktier, motsvarande 0,4 % av bolagets aktier. Det genomsnittliga priset uppgick till 53,72 SEK.

Före den 15 september ägde bolaget inga egna aktier. Det totala antalet utestående aktier i East Capital Explorer uppgår till 34 851 675. Exklusive de aktier som ägdes av bolaget den 30 september uppgick antalet utestående aktier till 34 713 171. Justerat för återköp uppgick det genomsnittliga antalet utestående aktier för niomånadersperioden januari – september till 34 836 286 och genomsnittet för tredje kvartalet uppgick till 34 805 507.

## Händelser efter kvartalets slut

Den 12 oktober meddelade East Capital Explorer att bolagets styrelse hade beslutat att förlänga perioden för aktieåterköp till den 30 mars 2012.

Under oktober återköpte East Capital Explorer ytterligare 263 846 egna aktier, motsvarande 0,8 % av bolagets aktier. Det genomsnittliga priset uppgick till 52,71 SEK. Sedan återköpen inleddes den 15 september har East Capital Explorer återköpt totalt 402 350 aktier till ett genomsnittligt pris per aktie om 53,06 SEK. Exklusive de aktier som ägs av bolaget uppgick antalet utestående aktier i slut av oktober 2011 till 34 449 325.

Den 15 oktober 2011 efterträdde Mia Jurke Gert Tiivas som VD för East Capital Explorer AB.

## Substansvärdet den 31 oktober 2011

Substansvärdet per aktie uppgick den 31 oktober 2011 till 9,20 EUR (motsvarande 83 SEK). Aktiekursen var den 31 oktober 2011 52,50 SEK (motsvarande 5,83 EUR). Likvida medel och andra kortfristiga investeringar uppgick den 31 oktober 2011 till 44 MEUR (394 MSEK) vilket motsvarar 1,27 EUR (11 SEK) per aktie. Av dessa var 40 MEUR (360 MSEK) tillgängliga för framtida investeringar.

## REDOVISNINGSPRINCIPER

Informationen om koncernen i denna delårsrapport har upprättats enligt IAS 34 Delårsrapportering och tillämpliga bestämmelser i årsredovisningslagen. Informationen avseende moderbolaget har upprättats enligt årsredovisningslagen 9 kap. Delårsrapport. De redovisningsprinciper som har tillämpats för koncernen och moderbolaget överensstämmer med de redovisningsprinciper som tillämpades i föregående års årsredovisning.

Nya eller ändrade IFRS-standarder som börjat gälla sedan den 1 januari 2011 har inte haft någon väsentlig påverkan på koncernens eller moderbolagets ställning eller resultat.

## Stockholm den 11 november 2011

### Mia Jurke

Verkställande direktör

## KONTAKTINFORMATION

Mia Jurke, VD, +46 8 505 88 532

Mathias Pedersen, CFO, +46 8 505 977 48

## FINANSIELL INFORMATION OCH KALENDER

- Månatliga substansvärderapporter den femte arbetsdagen efter varje månadsslut
- Bokslutskommuniké 2011, 15 februari 2012
- Årsredovisning 2011 är tillgänglig i april 2012
- Årsstämma 2012 äger rum den 25 april 2012

*Informationen i denna delårsrapport är den som East Capital Explorer AB skall offentliggöra enligt lagen om värdepappersmarknaden. Information lämnades för offentliggörande den 11 november 2011 klockan 07:00 CET.*



# Revisors rapport avseende översiktlig granskning av delårsrapport

Till styrelsen i East Capital Explorer AB (publ)

Organisations nummer 556693-7404

## Inledning

Vi har utfört en översiktlig granskning av delårsrapporten för East Capital Explorer AB (publ) per den 30 september 2011 och den tremånadersperiod som slutade detta datum. Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att upprätta och presentera denna delårsrapport i enlighet med IAS 34 och årsredovisningslagen. Vårt ansvar är att uttala en slutsats om denna delårsrapport grundad på vår översiktliga granskning.

## Den översiktliga granskningens inriktning och omfattning

Vi har utfört vår översiktliga granskning i enlighet med Standard för översiktlig granskning (SÖG) 2410 Översiktlig granskning av finansiell delårsinformation utförd av företagets valda revisor. En översiktlig granskning består av att göra förfrågningar, i första hand till personer som är ansvariga för finansiella frågor och redovisningsfrågor, att utföra analytisk granskning och att vidta andra översiktliga granskningsåtgärder. En översiktlig granskning har en annan inriktning och en betydligt mindre omfattning jämfört med den inriktning och omfattning som en revision enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i övrigt har. De granskningsåtgärder som vidtas vid en översiktlig granskning gör det inte möjligt för oss att skaffa oss en sådan säkerhet att vi blir medvetna om alla viktiga omständigheter som skulle kunna ha blivit identifierade om en revision utförts. Den uttalade slutsatsen grundad på en översiktlig granskning har därför inte den säkerhet som en uttalad slutsats grundad på en revision har.

## Slutsats

Grundat på vår översiktliga granskning har det inte kommit fram några omständigheter som ger oss anledning att anse att den bifogade delårsrapporten inte, i allt väsentligt, är upprättad för koncernens del i enlighet med IAS 34 och årsredovisningslagen samt för moderbolagets del i enlighet med årsredovisningslagen.

Stockholm den 11 november 2011  
KPMG AB

**Carl Lindgren**

Auktoriserad revisor

# Rapport över totalresultat

| TEUR                                                                                  | 2011<br>jan-sep | 2010<br>jan-sep | 2011<br>juli-sep | 2010<br>juli-sep |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| Resultat från finansiella tillgångar som värderats till verkligt värde via resultatet | -155 188        | 50 085          | -93 997          | 21 021           |
| Realiserat resultat från finansiella tillgångar via resultatet                        | 27 131          | 30 538          | 3 264            | 11 810           |
| Utdelning                                                                             | 6 063           | 4 579           | 906              | 2 774            |
| <b>Summa rörelseintäkter</b>                                                          | <b>-121 995</b> | <b>85 202</b>   | <b>-89 827</b>   | <b>35 604</b>    |
| Personalkostnader                                                                     | -880            | -550            | -269             | -170             |
| Övriga rörelsekostnader                                                               | -4 250          | -13 855         | 518              | -8 404           |
| <b>Rörelseresultat</b>                                                                | <b>-127 125</b> | <b>70 796</b>   | <b>-89 578</b>   | <b>27 030</b>    |
| Finansiella intäkter                                                                  | 897             | 5 818           | 848              | 856              |
| Finansiella kostnader                                                                 | -2 906          | -21             | -654             | -1               |
| <b>Resultat före skatt</b>                                                            | <b>-129 134</b> | <b>76 594</b>   | <b>-89 384</b>   | <b>27 884</b>    |
| Skatt                                                                                 | 857             | -57             | 1 168            | -137             |
| <b>PERIODENS RESULTAT</b>                                                             | <b>-128 277</b> | <b>76 537</b>   | <b>-88 215</b>   | <b>27 747</b>    |
| <b>Övrigt totalresultat:</b>                                                          |                 |                 |                  |                  |
| Valutakursdifferenser - omräkning utländska dotterbolag                               | -2 195          | 2 850           | 11 685           | -8 665           |
| <b>TOTALRESULTAT</b>                                                                  | <b>-130 472</b> | <b>79 387</b>   | <b>-76 531</b>   | <b>19 082</b>    |
| <b>Hänförligt till:</b>                                                               |                 |                 |                  |                  |
| Moderbolagets aktieägare                                                              | -107 004        | 59 474          | -72 263          | 21 635           |
| Innehav utan bestämmande inflytande                                                   | -21 273         | 17 063          | -15 954          | 6 112            |
|                                                                                       | <b>-128 277</b> | <b>76 537</b>   | <b>-88 216</b>   | <b>27 747</b>    |
| <b>Totalresultat hänförligt till:</b>                                                 |                 |                 |                  |                  |
| Moderbolagets aktieägare                                                              | -108 789        | 61 819          | -64 476          | 12 465           |
| Innehav utan bestämmande inflytande                                                   | -21 683         | 17 568          | -12 055          | 6 617            |
|                                                                                       | <b>-130 472</b> | <b>79 387</b>   | <b>-76 531</b>   | <b>19 082</b>    |
| Resultat per aktie, EUR                                                               |                 |                 |                  |                  |
| - hänförligt moderbolagets aktieägare                                                 | -3,07           | 1,70            | -2,08            | 0,62             |
| Ingen utspädningseffekt ackumulerat eller under perioden                              |                 |                 |                  |                  |

# Rapport över finansiell ställning

| TEUR                                                         | 2011<br>30 sep | 2010<br>31 dec | 2010<br>30 sep |
|--------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Tillgångar</b>                                            |                |                |                |
| Aktier och andelar i investeringsverksamheten                | 314 706        | 455 302        | 358 225        |
| Uppskjuten skattefordran                                     | 347            | -              | -              |
| <b>Summa anläggningstillgångar</b>                           | <b>315 053</b> | <b>455 302</b> | <b>358 225</b> |
| Övriga kortfristiga fordringar                               | 5              | 2 092          | 6 440          |
| Skattefordringar                                             | 52             | -              | -              |
| Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter                 | 438            | 76             | 72             |
| Kortfristiga placeringar                                     | 20 079         | 26 494         | 41 523         |
| Likvida medel                                                | 40 866         | 62 874         | 54 513         |
| <b>Summa omsättningstillgångar</b>                           | <b>61 439</b>  | <b>91 536</b>  | <b>102 549</b> |
| <b>Summa tillgångar</b>                                      | <b>376 492</b> | <b>546 838</b> | <b>460 773</b> |
| <b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>                              |                |                |                |
| <b>Eget kapital</b>                                          |                |                |                |
| Aktiekapital                                                 | 3 628          | 3 628          | 3 628          |
| Övrigt tillskjutet kapital                                   | 375 212        | 379 149        | 379 149        |
| Omräkningsreserv                                             | 1 548          | 3 333          | 1 228          |
| Balanserad vinst                                             | 43 743         | -45 517        | -45 518        |
| Periodens resultat                                           | -107 004       | 89 260         | 59 474         |
| <b>Eget kapital hänförligt till moderbolagets aktieägare</b> | <b>317 127</b> | <b>429 853</b> | <b>397 962</b> |
| Innehav utan bestämmande inflytande                          | 52 867         | 95 581         | 49 777         |
| <b>Summa eget kapital</b>                                    | <b>369 994</b> | <b>525 434</b> | <b>447 739</b> |
| Uppskjutna skatteskulder                                     | -              | 1 182          | 713            |
| <b>Summa långfristiga skulder</b>                            | <b>-</b>       | <b>1 182</b>   | <b>713</b>     |
| <b>Kortfristiga skulder</b>                                  |                |                |                |
| Skatteskulder                                                | -              | 252            | 169            |
| Övriga skulder                                               | 462            | 8 670          | 585            |
| Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter                 | 6 036          | 11 300         | 11 568         |
| <b>Summa kortfristiga skulder</b>                            | <b>6 498</b>   | <b>20 222</b>  | <b>12 321</b>  |
| <b>Summa eget kapital och skulder</b>                        | <b>376 492</b> | <b>546 838</b> | <b>460 773</b> |

# Rapport över förändringar i eget kapital

|                                                                 | Aktie-<br>kapital | Övrigt<br>tillskjutet<br>kapital | Omräk-<br>nings-<br>reserv | Balanserade<br>vinstmedel<br>inkl.<br>periodens<br>resultat | Total eget<br>kapital<br>hänförligt till<br>moderbolagets<br>aktieägare | Innehav<br>utan<br>bestäm-<br>mande<br>inflytande | Total<br>eget<br>kapital |
|-----------------------------------------------------------------|-------------------|----------------------------------|----------------------------|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|--------------------------|
| <b>TEUR 2011</b>                                                |                   |                                  |                            |                                                             |                                                                         |                                                   |                          |
| <b>Ingående eget kapital 1 jan 2011</b>                         | <b>3 628</b>      | <b>379 149</b>                   | <b>3 333</b>               | <b>43 743</b>                                               | <b>429 854</b>                                                          | <b>95 581</b>                                     | <b>525 435</b>           |
| Periodens resultat                                              | -                 | -                                | -                          | -107 004                                                    | -107 004                                                                | -21 273                                           | -128 277                 |
| Övrigt totalresultat                                            | -                 | -                                | -1 785                     | -                                                           | -1 785                                                                  | -410                                              | -2 195                   |
| <b>Totalresultat</b>                                            | <b>-</b>          | <b>-</b>                         | <b>-1 785</b>              | <b>-107 004</b>                                             | <b>-108 789</b>                                                         | <b>-21 683</b>                                    | <b>-130 472</b>          |
| Omklassificering av dotterbolag till investering                | -                 | -                                | -                          | -                                                           | -                                                                       | -1 812                                            | -1 812                   |
| Utdelning till aktieägarna                                      | -                 | -3 131                           | -                          | -                                                           | -3 131                                                                  | -                                                 | -3 131                   |
| Utdelning till/inlösen från innehav utan bestämmande inflytande | -                 | -                                | -                          | -                                                           | -                                                                       | -19 219                                           | -19 219                  |
| Återköp av aktier                                               | -                 | -807                             | -                          | -                                                           | -807                                                                    | -                                                 | -807                     |
| <b>Utgående eget kapital 30 sep 2011</b>                        | <b>3 628</b>      | <b>375 212</b>                   | <b>1 548</b>               | <b>-63 261</b>                                              | <b>317 127</b>                                                          | <b>52 867</b>                                     | <b>369 994</b>           |
|                                                                 | Aktie-<br>kapital | Övrigt<br>tillskjutet<br>kapital | Omräk-<br>nings-<br>reserv | Balanserade<br>vinstmedel<br>inkl.<br>periodens<br>resultat | Total eget<br>kapital<br>hänförligt till<br>moderbolagets<br>aktieägare | Innehav<br>utan<br>bestäm-<br>mande<br>inflytande | Total<br>eget<br>kapital |
| <b>TEUR 2010</b>                                                |                   |                                  |                            |                                                             |                                                                         |                                                   |                          |
| <b>Ingående eget kapital 1 jan 2010</b>                         | <b>3 628</b>      | <b>384 376</b>                   | <b>-1 117</b>              | <b>-45 517</b>                                              | <b>341 370</b>                                                          | <b>40 171</b>                                     | <b>381 541</b>           |
| Årets resultat                                                  | -                 | -                                | -                          | 59 474                                                      | 59 474                                                                  | 17 063                                            | 76 537                   |
| Övrigt totalresultat                                            | -                 | -                                | 2 345                      | -                                                           | 2 345                                                                   | 505                                               | 2 850                    |
| <b>Totalresultat</b>                                            | <b>-</b>          | <b>-</b>                         | <b>2 345</b>               | <b>59 474</b>                                               | <b>61 819</b>                                                           | <b>17 568</b>                                     | <b>79 387</b>            |
| Utdelning till/inlösen från innehav utan bestämmande inflytande | -                 | -                                | -                          | -                                                           | -                                                                       | -7 924                                            | -7 924                   |
| Återköp av aktier                                               | -                 | -5 227                           | -                          | -                                                           | -5 227                                                                  | -39                                               | -5 266                   |
| <b>Utgående eget kapital 30 sep 2010</b>                        | <b>3 628</b>      | <b>379 149</b>                   | <b>1 228</b>               | <b>13 957</b>                                               | <b>397 962</b>                                                          | <b>49 777</b>                                     | <b>447 739</b>           |

# Rapport över kassaflöden

| TEUR                                                                               | 1 jan – 30 sep 2011 | 1 jan – 30 sep 2010 |
|------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|---------------------|
| <b>Den löpande verksamheten</b>                                                    |                     |                     |
| <b>Rörelseresultat</b>                                                             | <b>-127 125</b>     | <b>70 796</b>       |
| Justerat för orealiserade värdeförändringar                                        | 158 066             | -49 749             |
| Realiserat resultat                                                                | -27 131             | -30 538             |
| Erhållna räntor                                                                    | 265                 | 1 642               |
| Betalda räntor                                                                     | -238                | -21                 |
| Realiserade valutaförluster                                                        | -132                | 0                   |
| Betalda skatter                                                                    | -1 096              | -1 671              |
| <b>Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital</b> | <b>2 609</b>        | <b>-9 541</b>       |
| <b>Kassaflöde från förändring i rörelsekapital</b>                                 |                     |                     |
| Ökning (-)/minskning (+) av rörelsefordringar                                      | 1 694               | -870                |
| Ökning (-)/minskning (+) av rörelseskulder                                         | -12 186             | 8 464               |
| <b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>                                    | <b>-7 883</b>       | <b>-1 947</b>       |
| <b>Investeringsverksamheten</b>                                                    |                     |                     |
| Investering i aktier och andelar                                                   | -82 141             | -84 477             |
| Omklassificering av dotterföretag till investering <sup>2</sup>                    | -17 246             | -                   |
| Försäljning av aktier och andelar                                                  | 110 288             | 95 890              |
| <b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>                                    | <b>10 901</b>       | <b>11 412</b>       |
| <b>Finansieringsverksamheten</b>                                                   |                     |                     |
| Utdelning till/inlösen från innehav utan bestämmande inflytande                    | -19 219             | -7 924              |
| Utdelning till aktieägarna                                                         | -3 131              | -                   |
| Återköp av aktier                                                                  | -807                | -5 266              |
| <b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>                                   | <b>-23 156</b>      | <b>-13 190</b>      |
| <b>Periodens kassaflöde</b>                                                        | <b>-20 138</b>      | <b>-3 724</b>       |
| Likvida medel vid periodens början <sup>1</sup>                                    | 62 874              | 57 909              |
| Valutakursdifferens i likvida medel                                                | -1 871              | 329                 |
| <b>Likvida medel vid periodens slut</b>                                            | <b>40 865</b>       | <b>54 513</b>       |

1) Likvida medel innehåller kassa, bank och kortfristiga likvida depositioner.

2) Innehavet i East Capital Special Opportunities Fund II har omklassificerats från dotterföretag till investering, se avsnittet ovan om finansiell ställning för mer information.



# Segmentrapportering

East Capital Explorer klassificerar bolagets olika segment utifrån karaktären på dess investeringar. I segmentens resultat och tillgångar ingår direkt hänförliga poster som kan fördelas på segmenten på ett rimligt och tillförlitligt sätt.

| TEUR<br>1 jan – 30 sep 2011    | Fond-<br>investeringar | Direkt-<br>investeringar | Kortfristiga<br>investeringar | Ofördelat     | Summa<br>koncernen |
|--------------------------------|------------------------|--------------------------|-------------------------------|---------------|--------------------|
| Orealiserade värdeförändringar | -147 816               | -7 373                   | -                             | -             | -155 189           |
| Realiserat resultat            | 26 553                 | 577                      | -                             | -             | 27 130             |
| Utdelning                      | 4 178                  | 1 885                    | -                             | -             | 6 063              |
| Personalkostnader              | -                      | -                        | -                             | -880          | -880               |
| Övriga rörelsekostnader        | -2 931                 | -718                     | -                             | -601          | -4 250             |
| <b>Rörelseresultat</b>         | <b>-120 015</b>        | <b>-5 629</b>            | <b>-</b>                      | <b>-1 482</b> | <b>-127 125</b>    |
| Finansiella intäkter           | 897                    | -                        | -                             | -             | 897                |
| Finansiella kostnader          | -2 904                 | -                        | -2                            | -             | -2 904             |
| <b>Resultat före skatt</b>     | <b>-122 023</b>        | <b>-5 629</b>            | <b>-2</b>                     | <b>-1 483</b> | <b>-129 134</b>    |
| Tillgångar                     | 278 332                | 51 847                   | 45 834                        | 479           | 376 492            |

| TEUR<br>1 jan – 30 sep 2010    | Fond-<br>investeringar | Direkt-<br>investeringar | Kortfristiga<br>investeringar | Ofördelat     | Summa<br>koncernen |
|--------------------------------|------------------------|--------------------------|-------------------------------|---------------|--------------------|
| Orealiserade värdeförändringar | 48 072                 | 2 013                    | -                             | -             | 50 085             |
| Realiserat resultat            | 30 174                 | -                        | 364                           | -             | 30 538             |
| Utdelning                      | 3 562                  | 1 017                    | -                             | -             | 4 579              |
| Personalkostnader              | -                      | -                        | -                             | -550          | -550               |
| Övriga rörelsekostnader        | -12 697                | -316                     | -5                            | -837          | -13 855            |
| <b>Rörelseresultat</b>         | <b>69 111</b>          | <b>2 713</b>             | <b>359</b>                    | <b>-1 387</b> | <b>70 796</b>      |
| Finansiella intäkter           | 2 933                  | -                        | 2 885                         | -             | 5 818              |
| Finansiella kostnader          | -12                    | -                        | -                             | -9            | -21                |
| <b>Resultat före skatt</b>     | <b>72 033</b>          | <b>2 713</b>             | <b>3 244</b>                  | <b>-1 396</b> | <b>76 594</b>      |
| Tillgångar                     | 338 919                | 22 109                   | 99 704                        | 41            | 460 773            |

## Koncernens nyckeltal

|                                          | 9m<br>2011 | 6m<br>2011 | 3m<br>2011 | 12m<br>2010 | 9m<br>2010 | 6m<br>2010 | 3m<br>2010 | 12m<br>2009 |
|------------------------------------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|
| <b>Nyckeltal</b>                         |            |            |            |             |            |            |            |             |
| Substansvärde, TEUR                      | 317        | 382        | 421        | 430         | 398        | 383        | 410        | 341         |
| Förändring substansvärde under kvartalet | -17,0%     | -9,2%      | -2,2%      | 8,0%        | 3,8%       | -6,5%      | 20,2%      | 5,1%        |
| Soliditet %                              | 98,3%      | 98,0%      | 97,4%      | 96,1%       | 97,2%      | 97,8%      | 95,8%      | 98,4%       |
| Börsvärde, MSEK                          | 1 846      | 2 562      | 2 980      | 2 954       | 2 501      | 2 492      | 2 884      | 2 378       |
| Börsvärde, MEUR                          | 201        | 279        | 333        | 329         | 273        | 261        | 296        | 232         |
| Antal utestående aktier, miljoner        | 34,8       | 34,9       | 34,9       | 34,9        | 34,9       | 34,9       | 35,0       | 35,5        |
| Genomsnittligt antal aktier, miljoner    | 34,8       | 34,9       | 34,9       | 35,0        | 35,0       | 35,1       | 35,3       | 35,7        |
| Antal anställda                          | 4          | 4          | 4          | 4           | 4          | 3          | 3          | 4           |
| <b>Nyckeltal per aktie</b>               |            |            |            |             |            |            |            |             |
| Resultat per aktie, EUR                  | -3,07      | -1,00      | -0,05      | 2,55        | 1,70       | 1,08       | 1,92       | 2,26        |
| Substansvärde, SEK                       | 84         | 101        | 108        | 111         | 105        | 105        | 114        | 99          |
| Substansvärde, EUR                       | 9,13       | 10,97      | 12,07      | 12,33       | 11,42      | 11,01      | 11,73      | 9,61        |
| Aktiekurs, SEK                           | 53,00      | 73,50      | 85,50      | 84,75       | 71,75      | 71,50      | 82,5       | 67          |
| Aktiekurs, EUR                           | 5,76       | 8,01       | 9,55       | 9,43        | 7,84       | 7,50       | 8,47       | 6,53        |
| SEK/EUR, Källa: Bloomberg                | 9,20       | 9,18       | 8,95       | 8,99        | 9,15       | 9,53       | 9,74       | 10,26       |

## Resultaträkning – Moderbolaget

| TEUR                                | 2011<br>jan-sep | 2010<br>jan-sep | 2011<br>juli-sep | 2010<br>juli-sep |
|-------------------------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| Personalkostnader                   | -880            | -550            | -269             | -170             |
| Övriga rörelsekostnader             | -601            | -837            | -138             | -243             |
| <b>Rörelseresultat</b>              | <b>-1 482</b>   | <b>-1 387</b>   | <b>-408</b>      | <b>-413</b>      |
| Finansiella intäkter <sup>1)</sup>  | 0               | 46 006          | -44              | -                |
| Finansiella kostnader <sup>2)</sup> | -60 801         | -11             | -60 801          | -2               |
| <b>Resultat före skatt</b>          | <b>-62 283</b>  | <b>44 608</b>   | <b>-61 253</b>   | <b>-415</b>      |
| Skatt                               | 450             | 368             | 120              | 110              |
| <b>PERIODENS RESULTAT</b>           | <b>-61 833</b>  | <b>44 976</b>   | <b>-61 133</b>   | <b>-306</b>      |

- 1) Finansiella intäkter i moderbolaget avser återförd nedskrivning av aktier i dotterbolag.  
2) Finansiella kostnader i moderbolaget avser nedskrivningar av aktier i dotterbolag.

## Rapport över totalresultat – Moderbolaget

| TEUR                      | 2011<br>jan-sep | 2010<br>jan-sep | 2011<br>juli-sep | 2010<br>juli-sep |
|---------------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| <b>PERIODENS RESULTAT</b> | <b>-61 833</b>  | <b>44 976</b>   | <b>-61 133</b>   | <b>-306</b>      |
| Övrigt totalresultat      | -               | -               | -                | -                |
| <b>TOTALRESULTAT</b>      | <b>-61 833</b>  | <b>44 976</b>   | <b>-61 133</b>   | <b>-306</b>      |

## Balansräkning – Moderbolaget

| TEUR                                          | 30 sep<br>2011 | 31 dec<br>2010 | 30 sep<br>2010 |
|-----------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Andelar i dotterföretag                       | 309 775        | 380 576        | 380 576        |
| Uppskjuten skattefordran                      | 450            | -              | 368            |
| <b>Summa anläggningstillgångar</b>            | <b>310 225</b> | <b>380 576</b> | <b>380 944</b> |
| Övriga kortfristiga fordringar                | 2 566          | 2 566          | 1 040          |
| Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter  | 29             | 39             | 19             |
| Kassa och bank                                | 4 751          | 272            | 188            |
| <b>Summa omsättningstillgångar</b>            | <b>7 347</b>   | <b>2 878</b>   | <b>1 248</b>   |
| <b>Summa tillgångar</b>                       | <b>317 571</b> | <b>383 454</b> | <b>382 191</b> |
| Aktiekapital                                  | 3 628          | 3 628          | 3 628          |
| Överkursfond                                  | 375 212        | 379 149        | 379 149        |
| Balanserat resultat                           | 146            | -44 361        | -45 854        |
| Periodens resultat                            | -61 833        | 44 507         | 44 976         |
| <b>Summa eget kapital</b>                     | <b>317 153</b> | <b>382 924</b> | <b>381 899</b> |
| Övriga skulder                                | 94             | 99             | 32             |
| Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter  | 325            | 431            | 260            |
| <b>Summa kortfristiga skulder</b>             | <b>419</b>     | <b>530</b>     | <b>292</b>     |
| <b>Summa eget kapital och skulder</b>         | <b>317 571</b> | <b>383 454</b> | <b>382 191</b> |
| <b>STÄLLDA PANTER OCH ANSVARSFÖRBINDELSER</b> |                |                |                |
| Ställda pantar                                | -              | -              | -              |
| Ansvarsförbindelser                           | -              | -              | -              |



Kungsgatan 30, Box 7214, 103 88 Stockholm, Sweden | Tel: +46 8 505 97 700  
Corporate identity no. 55 66 93 - 7404 | [www.eastcapitalexplorer.com](http://www.eastcapitalexplorer.com)