

# COVER YOUR ASSET

## VARLIKLARINIZI KORUYUN

**The low earnings and high bunker prices seen in the market as of late have created a challenging financial environment for many shipowners. However, for every cloud, there is a silver lining. For those taking the long view, depressed markets may present opportunities to acquire cheap assets.**

**Piyasada son zamanlara kadar yaşanan düşük seviyelerde seyreden gelirler ve yüksek gemi yakıt fiyatları, birçok armatör için zorlu bir mali ortam yarattı. Bununla birlikte, her gecenin bir sabahı vardır. Gelecekte olabilecek her ihtimali göz önünde bulunduranlar için bu durgun piyasalar, ucuz varlıkları satın alma konusunda fırsatlar yaratabilir.**

Those with cash see now as the time to spend it, but what to do when other owners are not quite willing to part with their tonnage at the price levels attractive to buyers? Despite the current oversupply, there are several factors at play driving owners to the yards for their fleet expansion and renewal plans, likely to the detriment of their collective futures.

### THE PRICE IS RIGHT

The interest in acquiring assets right now is understandable when one compares current pricing levels with those seen over the past five years. The current assessed price for a product tanker newbuilding at a Korean yard with two years forward delivery is about 30% lower than the market high experienced August of 2008, and around 13% lower than the five year average, as shown in the chart below:

Ship prices tend to move in tandem with charter rates, as asset values reflect the possible return on investment. As a general rule, a secondhand ship will sell at a discount to a newbuilding contract for a brand new vessel, however, certain markets create exceptions to this rule. When asset prices were at their highest, there was nearly no difference in price between a newbuilding contract and a secondhand ship. The record high earnings during those boom years increased owners' desire to take prompt delivery of assets, negating the discount that would be expected from depreciation. As the chart above shows, periods in 2007 and 2008 actually saw second hand pricing for product tankers higher than that for newbuilding contracts at yards as owners paid a premium for immediate delivery of a ship in a hot market.

The incentive to own ships decreased as the spot market weakened, particularly when earnings dipped below vessel operating costs. The current price assessment for a modern, five year old product tanker is \$29 million, or about 77% of a newbuilding contract. While prices for both newbuilding and secondhand tankers declined, the value of ships already on the water eroded much faster than the newbuilding slots at shipyards.

### CHINESE TAKEOUT

Shipbuilding dynamics have in themselves worked to lure tonnage-hungry owners to the newbuilding market. Historically, Japan and South Korea have built the vast majority of the tanker orderbook. South Korea has been the leading builder of tanker tonnage over the past five years, and last year accounted for almost 45% (by total deadweight) of newbuild tanker tonnage above 30,000 dwt. However, according to data on current actual newbuilding contracts, the majority of tonnage booked for 2013 delivery is scheduled to be built at Chinese yards, as seen in the chart below, indicating an increasing tendency for owners to look to Chinese yards for

Nakit parası olanlar, içinde bulunduğumuz zamanı bu parayı harcama zamanı olarak görüyor, ancak diğer armatörlerin sahip oldukları tonajları alıcılar için çekici olan fiyatlar üzerinden pek elden çıkarmak istememeleri halinde ne yapılması gerekiyor? Bugün yaşanan aşırı arz rağmen, armatörleri kendi filolarını büyütme ve yenileme planları yapmaya iten birkaç faktör söz konusu. Ancak bu durumun armatörlerin ortak geleceklerinin aleyhine olması ihtimali de bulunuyor.

### DOĞRU FİYAT

Varlıkların satın alınmasına yönelik bu ilgi, mevcut fiyat seviyelerinin geçtiğimiz beş yıl boyunca görülen seviyelerle karşılaştırılması halinde anlaşılabilir. Bir Kore tersanesinde iki yıl sonra teslim edilmek üzere inşa edilmekte olan bir ürün tankeri için bugün biçilen fiyat, aşağıdaki grafikte de görülebileceği gibi 2008 yılı Ağustos ayında piyasada görülen en yüksek fiyattan %30, beş yıllık ortalamadan ise yaklaşık %13 daha düşük durumda:

Gemi fiyatları, gemi kira fiyatlarıyla birbirine bağlı hareket etmeye meyillidir. Zira varlık değerleri, olası yatırım getirilerini yansıtır. Genel bir kural olarak ikinci el bir gemi, yeni bir gemi için yapılan bir sözleşme değerinin altında bir fiyata satılır. Bununla birlikte, piyasa koşulları bu kural için bir istisna yaratıyor. Varlık fiyatları en yüksek seviyelerinde seyrederken, bir yeni inşa gemi fiyatıyla ikinci el fiyatı arasında neredeyse bir fark yoktu. Piyasada patlama yaşanan yıllarda elde edilen rekor seviyelerdeki gelirler, armatörlerin değer kaybından beklenebilecek iskontoğu göz ardı ederek bu varlıklara mümkün olduğunca hızlı bir şekilde sahip olma arzularını arttırmıştı. Aşağıdaki grafikte de görülebileceği gibi, 2007 ve 2008 yıllarından dönemlerde ikinci el ürün tankeri fiyatlarının tersanelerdeki yeni inşa kontratlarından daha yüksek olduğu zamanlar görülmüştü. Zira armatörler yüksek seyreden bir piyasada hemen teslim edilecek gemiler için daha yüksek bir bedel ödemeye hazırды.

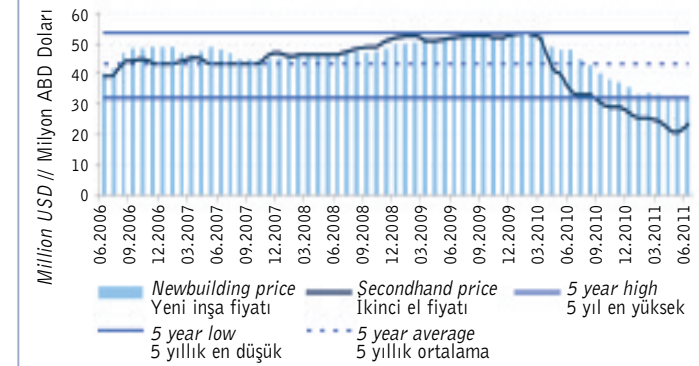
Gemi sahibi olma güdüsü, özellikle gelirlerin gemi işletme maliyetlerinin altına düştüğü zamanda olmak üzere spot piyasanın zayıflamasıyla birlikte azaldı. Modern, 5 yaşında bir ürün tankeri için bugün 29 milyon dolar veya bir yeni inşa kontratının yaklaşık %77'si oranında bir fiyat biçiliyor. Hem yeni inşa hem de ikinci el tanker fiyatları düşerken, halen suda olan gemilerin değeri, tersanelerdeki yeni inşa gemi fiyatlarına kıyasla çok daha hızlı bir şekilde erimiş bulunuyor.

### ÇİN TERSANELERİNİN DURUMU

Gemi inşa dinamikleri, tonaj düşkünü armatörleri yeni inşa piyasasına çekiyor. Tarihi olarak tanker sipariş defterinin büyük bir kısmını Japonya ve Güney Kore inşa etmiş durumda. Güney Kore geçtiğimiz 5 yıl boyunca tanker inşası alanında önde gelen ülke konumundaydı ve geçtiğimiz yıl dünyada 30,000 dwt üzerindeki yeni inşa tanker tonajının yaklaşık %45'i (toplam dedeyt açısından) bu ülkede inşa edilmişti. Bununla birlikte, bugün mevcut yeni inşa kontratları ile ilgili verilere bakıldığında, 2013 yılında teslim edilmesi gereken tonajın büyük bir çoğunluğu, aşağıdaki grafikte de görülebileceği gibi Çin tersanelerinde inşa edilecek. Bu durum da, armatörlerin gittik-

### MR NEWBUILDING ASSET VS. SECONDHAND PRICES

#### YENİ İNŞA GEMİYE KARŞI İKİNCİ EL FİYATLARI



newbuilding programs. The forward orderbook below represents the forward orderbook as reported, rather than a prediction of actual delivery schedule.

The past two years have seen a significant amount of slippage and reshuffling of orders at yards, indicating that the rate of overall deliveries is likely to change given the challenges of the current market. In these challenging times, shipyards fearing cancellations have shown an amount of flexibility by working with owners to strategically delay delivery of vessels or convert existing orders to other ship types. This dynamic will cause some degree of disconnect between the tanker orderbook as it exists now and what is likely to actually deliver into the trading fleet.

The relative cost of labor and financing in China as compared to South Korea and Japan has placed prominently in owners' decisions of where to place new orders. Shipbuilding is viewed by the Chinese government as a strategic industry, and domestic yards are eager to secure orders and gain experience, the lack of which has been one of the largest factors deterring owners from Chinese shipyards. China lacks the experience in building high-specification designs for which South Korean and Japanese yards are known, and there is some perception that the quality of Chinese tonnage is still highly variable from yard to yard. However, Chinese yards generally offer more competitive pricing than their South Korean and Japanese counterparts, and Chinese banks have been supportive of newbuilding activity.

### IF YOU BUILD IT, WHAT WILL COME

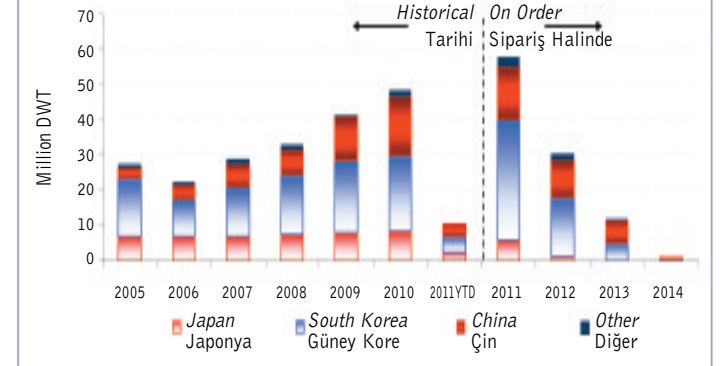
Newbuilding contract prices can be seen as representative of future sentiment, as delivery generally takes place at least two years forward. The degree of speculation does create exposure to risk, as any owner who ordered a ship during the boom years of 2007 and 2008 knows all too well, but for the well-positioned optimist, bad years in the spot market may be great years to acquire assets.

So far, opportunity to do so on the secondhand market has been hard to come by. Despite the current capacity glut weighing on rates, there has been relatively little tonnage available at price levels agreeable to both buyer and seller. Additionally, to a cash-rich owner in a bad market, newbuildings have the added advantage of delayed delivery, which in theory will allow the market to recover by the time the ship begins to trade. But aye, there's the rub. While attractive on a microeconomic level, a widespread resurgence in newbuilding activity could seriously exacerbate oversupply woes and jeopardize the recovery of tanker rates anytime in the near future.

Source // Kaynak: POTEN & PARTNERS

### TANKER DELIVERIES BY COUNTRY OF BUILD

#### İNŞA ÜLKESİ BAZINDA TANKER TESLİMATLARI



çe yeni inşa programları için Çin tersanelerine yönelmeye başladığını gösteriyor. Aşağıdaki tahmini sipariş defteri, gerçek teslimat programının öngörüsünden ziyade ileriye dönük bildirilen sipariş defterini temsil ediyor.

Geçtiğimiz iki yıl tersanelerde önemli oranlarda kayma ve değişikliğe şahit oldu. Bu durum genel teslimatların oranının, mevcut zorlu piyasa koşulları da göz önünde bulundurulduğunda değişmesi muhtemel görünüyor. Bu zorlu zamanlarda iptallerden korkan tersaneler, gemilerin teslimatlarını stratejik olarak geciktirme veya mevcut siparişleri başka gemi tipleriyle değiştirme amacıyla armatörlerle görüşerek esneklik gösteriyor. Bu dinamik, şu anda sipariş defterinde bulunan tanker sayısıyla ileride ticaret filosuna katılacak olan tanker sayısı arasında bir dereceye kadar fark yaratacak görünüyor.

Çin'deki işçilik ve finansman maliyetlerinin Güney Kore ve Japonya'ya kıyasla nispeten daha düşük olması, armatörlerin yeni siparişleri nereye verecekleri konusundaki kararları büyük oranda etkiliyor. Gemi inşa Çin hükümeti tarafından stratejik bir sektör olarak görülüyor ve Çin tersaneleri sipariş alma ve armatörlerin bu tersanelerden uzak durmasının en büyük faktörlerinden biri olan tecrübe eksikliğini giderme konusunda son derece istekli. Çin, Güney Kore ve Japon tersanelerinin isim yaptığı yüksek özelliklere sahip dizaynların inşa edilmesi alanında deneyimden yoksun durumda ve ayrıca Çin'de inşa edilen gemilerin kalitesinin tersaneden tersaneye büyük farklılıklar gösterdiğine yönelik genel bir algı söz konusu. Bununla birlikte Çin tersaneleri genel olarak Güney Koreli ve Japon rakiplerinden daha rekabetçi fiyatlar sunuyor ve Çin bankaları bu yeni inşa faaliyetlerini destekliyor.

### YENİ İNŞALAR NE GETİRECEK?

Yeni inşa sözleşme fiyatları, gelecekteki duyarlılığın bir temsili olarak görülebilir. Zira teslimatlar genel olarak en az iki yıl sonrasında gerçekleşiyor. Spekülasyonların derecesi, risklere maruz kalınmasına yol açıyor. Çünkü 2007 ve 2008 yıllarındaki patlama dönemlerinde bir gemi siparişi veren herhangi bir armatör bunu çok iyi biliyor. Ancak iyi bir konuma sahip olan iyimserler için spot piyasadaki yıllar, varlık alımların için mükemmel bir zaman olarak görülebiliyor.

Şimdiye kadar ikinci el piyasasında bunu yapmak son derece zor. Bugün yaşanan ve fiyatlar üzerinde ağırlığını koyan kapasite furçasına rağmen, hem alıcı hem de satıcı tarafından kabul edilebilecek fiyat seviyelerinde nispeten az sayıda tonaj söz konusu. Ayrıca, kötü bir piyasada nakit açısından zengin bir armatör için yeni inşalar ilave olarak geciktirilmiş teslimat avantajına sahip. Bu durum teoride geminin işletmeye girdiği zamanda piyasanın düzelmesi olasılığını barındırıyor. Ancak bunun da bir mahzuru var. Mikroekonomik seviyede bu çekici görünmesine rağmen, yeni inşa faaliyetlerindeki yaygın canlanma aşırı arz sorununu ciddi bir şekilde alevlendirebilir ve tanker ücretlerinin yakın gelecekte toparlanması sürecini tehlikeye sokabilir.

# BABY, IT'S A WILD WORLD

## KURLAR SOFRASI

**2011 is shaping up to be quite the year. We managed to escape the End of Days, but a heady combination of natural disaster, political conflict, and financial starts and stalls have made some pessimistic (if not apocalyptic) about the future health of the major developed economies in the near term.**

**2011 iyi bir yıl olacak gibi görünüyor. Kötü sondan uzaklaşmayı başardık, ancak yaşanan doğal felaketler, siyasi çatışmalar ve mali sorunlar bazılarını önde gelen gelişmiş ekonomilerin yakın gelecekteki sağlığı konusunda kötümserliğe itiyor.**

Recently delegates from the member countries of the Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC) left their spring meeting in Vienna with many a scowl, but for the first time in twenty years, nary a resolution. Saudi Arabian oil minister Ali Al Naimi called the meeting "the worst in 16 years" after 6 of the 12 OPEC member nations, led by Iran and Venezuela, opposed a 1.5 mbd production increase to offset the loss of Libyan volumes, leaving the cartel at an effective stalemate.

Two weeks ago we discussed how perception of a shortfall in global crude oil supplies has been the single largest force driving crude oil prices above the \$100 per barrel mark in our opinion OPEC Pickle. Oil market data and analysis released this week in energy giant BP's 60th annual Statistical Review reaffirms this worry about the future security of global energy supplies. The figures show increasing demand for crude oil worldwide that outpaces increases in global crude oil output. According to the 2010 review, global energy consumption grew 5.6% in 2010, surpassing peak levels of 2007 and 2008 and reflecting the strongest year on year growth seen since 1973, as seen in the chart below.

Global oil consumption grew by 2.7 mbd or 3.1% to reach a record level of 87.4 mbd, the largest percentage increase seen since 2004. OECD consumption grew by 0.9%, or 480 kbd, the first increase since 2005. Outside the OECD, consumption growth was a record 2.2 million bpd, or 5.5%. 2010 saw China overtaking the United States as the largest global energy consumer (from all sources, including renewable and nuclear energy). According to BP's review, Chinese oil consumption grew by 860 kbd or 10.4% year on year. While consumption in emerging economies continued to rise rapidly, the data also showed growth well above average in the OECD countries.

### IT'S HARD TO GET BY, JUST UPON A SMILE

Global oil production, on the other hand, only increased 1.8 mbd over 2010, or 2.2%, amid reduced production discipline from OPEC countries. Accounting for 33.6% of global energy consumption, oil remains the world's leading fuel, and although diversifying sources of crude oil worldwide has reduced somewhat the call on OPEC nations to meet global energy requirements, the role of OPEC in supplying this vital commodity should not be understated. Actual OPEC supply

İsa süre önce, Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (OPEC) üye devletlerinden bir delegasyon Viyana'da düzenlenen bahar toplantısından, son yirmi yıldır ilk defa bir karar alınmadan, somurtarak ayrıldı. Suudi Arabistan petrol bakanı Ali Al Naimi, Libya'nın petrol üretiminin karteli çıkmaz sokak şeklide durması nedeniyle ortaya çıkan açığı telafi etmek üzere öngörülen günlük 1.5 milyon varil üretim artışı önerisine toplam 12 OPEC üye devletinden İran ve Venezuela'nın öncülüğünde 6'sının karşı çıkması sonrasında toplantıyı "16 yılın en kötüsü" olarak tanımladı.

İki hafta önce, küresel ham petrol arzındaki açığı ile ilgili algının, petrol varil fiyatının 100 doların üzerine çıkmasının ardındaki en büyük itici güç olduğunu söylemiştik. Enerji devi BP'nin 60. Yıllık İstatistik Gözden Geçirme raporunda bu hafta yayınlanan petrol piyasası veri ve analizleri, küresel enerji kaynaklarının geleceğe yönelik güvencesi ile ilgili bu kaygıyı bir kez daha doğruluyor. Rakamlar, tüm dünyada artan ham petrol talebinin, küresel ham petrol üretimini aştığını gösteriyor. 2010 yılındaki rapora göre, küresel enerji tüketimi 2010 yılında %5.6 oranında artarak, 2007 ve 2008 yıllarındaki seviyeleri aştı. Bu durum, aşağıdaki grafikte de görülebileceği gibi, 1973'ten bu yana yıl bazında görülen en güçlü artışı temsil ediyor.

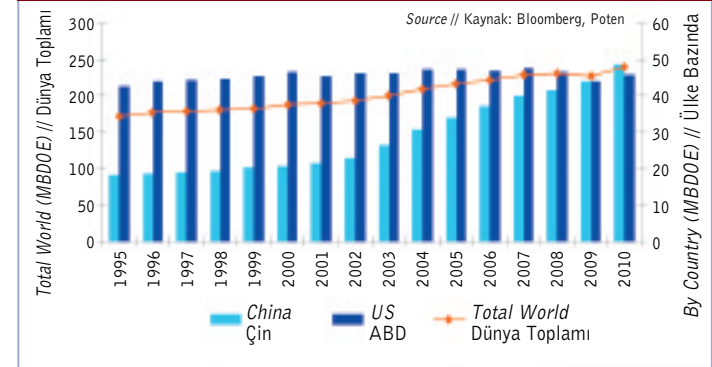
Küresel petrol tüketimi, 2.7 milyon varil/gün veya %3.1 oranında artarak rekor bir seviye olan günlük 87.4 milyon varile ulaştı. Bu, 2004 yılından bu yana görülen en büyük artış yüzdesi. OECD tüketimi %0.9 veya günlük 480 bin varil arttı ve bu artış 2005 yılından bu yana gerçekleşen ilk artış oldu. OECD dışında tüketimi rekor bir seviye olan günlük 2.2 milyon varil veya %5.5 oranında arttı. 2010 yılında Çin, dünyanın en büyük enerji tüketicisi (yenilenebilir ve nükleer enerji dahil tüm kaynaklardan) unvanını ABD'nin elinden aldı. BP'nin raporuna göre, Çin'in petrol tüketimi yıllık bazda günlük 860 bin varil veya %10.4 oranında arttı. Yükselen ekonomilerdeki tüketim de hızlı yükselişine devam ederken, veriler ayrıca büyümenin OECD ülkelerinin ortalamasının çok üzerinde olduğunu da gösterdi.

### GEÇİNMEK ZOR

Diğer yandan küresel petrol üretimi, OPEC ülkelerinin üretim disiplininin azaldığı bir ortamda 2010 yılına kıyasla yalnızca günlük 1.8 milyon varil ya da %2.2 oranında arttı. Küresel enerji tüketiminin %33.6'sına karşılık gelen petrol, dünyanın önde gelen yakıtı olma unvanını koruyor. Dünya çapında ham petrol kaynaklarının çeşitlenmesinin küresel enerji talebini karşılamak için OPEC ülkelerine bağımlılığı azaltsa da, OPEC'in bu çok önemli emtianin teminindeki rolü hafife alınmamalı. OPEC ülkelerinin Nisan

### TOTAL ENERGY CONSUMPTION FROM ALL SOURCES

#### TÜM KAYNAKLARDAN TOPLAM ENERJİ TÜKETİMİ



for April was estimated at 28.8 mbd. Saudi Arabia alone was estimated to have produced 8.9 mbd in April, amounting to 30% of total OPEC crude oil production, and according to the data recently released by BP, holds 264 billion barrels of proven oil reserves. Saudi Arabia, with the support of fellow Gulf Cooperation Council (GCC) nations Kuwait, UAE, and Qatar, proposed to boost OPEC production by 1.5 mbd increase to meet the projected demand increases from Asian refiners. As the colossus of crude oil production, The Kingdom has historically enjoyed strong influence over the cartel's decisions and production quotas. However the meeting of this week saw a house divided, as OPEC members disagreed "vehemently" on whether to answer the OECD's call to increase production volumes, as seen in the chart below.

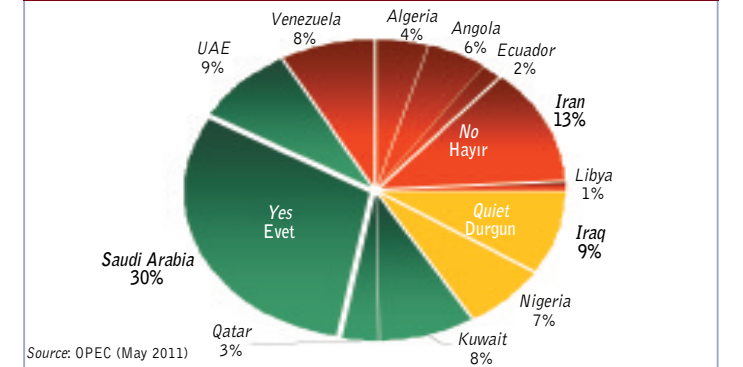
But Then a Lot of Nice Things Turn Bad Out There Since the early 1980's, the primary aim of OPEC has been to control crude oil supply to prevent supply gluts and stabilize prices for producing nations. Saudi Arabia has previously cited a \$70-\$80 per barrel price range as mutually agreeable to crude oil producers and consumers. Current market conditions makes it highly unlikely that the market will see a dramatic collapse in prices, and there is worry that high fuel prices could aggravate inflationary pressure in developing economies and prevent recovery of mature economies - namely, United States and OECD Europe.

OPEC quotas are "good faith" agreements; however its members have been known to cheat. Iraq doesn't have a quota, but has very little real ability to significantly boost output due to security concerns and a lack of export infrastructure. In addition to putting some ice on the red hot oil prices seen this year, a 1.5 million barrel per day increase in OPEC output to feed Far Eastern demand has the potential to raise demand for VLCCs by over 30 ships per year, depending on the destination of the cargoes. This could help to absorb tonnage from the market and lead to firmer freight rates, however, the indecision regarding output has been a bearish signal for freight markets that could sorely use the extra cargoes. Arabian volumes are likely to make their way to market regardless of OPEC's formal decision, however the bickering and discord seen in Vienna this week is unsettling considering the political events of late.

Source // Kaynak: POTEN & PARTNERS

### % OF OPEC CRUDE OIL PRODUCTION BY COUNTRY & POSITION ON INCREASE

#### ÜLKELER BAZINDA OPEC HAM PETROL ÜRETİMİ VE ARTIŞTAKİ POZİSYONLARI



ayındaki gerçek petrol arzının 28.8 milyon varil olduğu tahmin ediliyor. Tek başına Suudi Arabistan'ın Nisan ayında 8.9 milyon varil petrol ürettiği tahmin ediliyor. Bu rakam, OPEC'in toplam ham petrol üretiminin %30'una karşılık geliyor. BP tarafından son yayınlanan bilgilere göre ülke, 264 milyar varil kanıtlanmış petrol rezervlerine sahip. Kuveyt, BAE ve Katar'dan oluşan Körfez İşbirliği Konseyi'nin (GCC) de desteğiyle Suudi Arabistan, Asyalı rafinerilerin taleplerinde meydana geleceği öngörülen artışı karşılamak için OPEC üretimini günlük 1.5 milyon varil arttırmayı öneriyor. Ham petrol üretim devi olarak Suudi Arabistan kartelin kararları ve üretim kotalarında güçlü bir etkiye sahipti. Bununla birlikte bu hafta gerçekleştirilen toplantıda ikiye bölünen OPEC üyeleri, aşağıdaki grafikte de görülebileceği gibi, OECD'nin üretim miktarlarındaki artış çağrısına cevap verilmesini "hararetli" bir şekilde reddetti.

Ancak ardından 80'li yılların başından itibaren birçok güzel şey kötüye döndü ve OPEC'in asıl amacı, arz fazlalığını önlemek ve üretici ülkelerin fiyatlarını dengelemek için ham petrol arzını kontrol etmeye yöneldi. Suudi Arabistan daha önce 70-80 dolar arasındaki bir petrol varil fiyatı aralığını ham petrol üretici ve tüketicileri için karşılıklı olarak kabul edilebilecek bir seviye olarak belirlemişti. Mevcut piyasa koşulları fiyatlarda büyük bir düşüş olmasının ihtimalini ortadan kaldırıyor ve ayrıca yüksek petrol fiyatlarının gelişmekte olan ekonomilerde enflasyonist baskıyı arttırabileceği ve Amerika Birleşik Devletleri ve OECD Avrupa'sı gibi olgunlaşmış ekonomilerin toparlanmasını engelleyebileceği endişeleri söz konusu.

OPEC'in kotaları "iyi niyet" anlaşmaları niteliğinde. Bununla birlikte üyelerinin hile yaptığı biliniyor. Irak'ın bir kotası bulunmuyor, ancak güvenlik kaygıları ve ihracat altyapısının olmaması nedeniyle üretimini büyük oranda arttırma kabiliyeti oldukça düşük. Bu yıl son derece yükselen petrol fiyatlarının ateşini de bir miktar söndürme amacına yönelik olarak OPEC'in artan Uzakdoğu talebini karşılamak için günlük üretimini 1.5 milyon varil arttırma kararı, kargoların gidış yerine bağlı olarak VLCC talebini arttırma potansiyeli söz konusu. Bu durum piyasadaki tonajın absorb edilmesine ve daha istikrarlı navlun ücretlerinin elde edilmesine yardımcı olabilir. Ancak üretim ile ilgili kararsızlık, fena halde ekstra kargoya ihtiyaç duyan navlun piyasaları için durgunluk işareti niteliğine sahip. Arap üretimi ham petrol, OPEC'in resmi kararına bakmaksızın piyasaya sunulabilir. Ancak Viyana'da bu hafta görülen çekişme ve anlaşmazlık, son zamanlardaki siyasi olaylar da göz önünde bulundurulduğunda dinmeyecek görünüyor.