

# ENMC

## Rating de Emissões

**BBB-**

Médio e Longo Prazo  
(BBB-, com tendência negativa)

(Ver detalhe na página 2)

## Período Analisado

2008 a 2013

## Metodologia

Metodologia de Empresas não Financeiras  
da ARC Ratings ([www.arcratings.com](http://www.arcratings.com))

## Painel de Rating

Emma-Jane Fulcher  
Acting Chief Ratings  
Officer

Henrique Murteira  
Analista Chefe

T. N. Arun Kumar  
CARE Ratings  
Chief General Manager

Carlos Leitão  
Analista

Milly Leong Soek Yee  
MARC  
Technical Director

## Equipa de Análise

Henrique Murteira  
Analista Chefe

Carlos Leitão  
Analista

Próximo *Follow-up*

24 de Setembro de 2015

Rating Inicial

2 de Junho de 2008

Último *Follow-up*

11 de Junho de 2013

**ENMC – Entidade Nacional para o Mercado de Combustíveis, E.P.E. (ENMC)**

**Rating de Emissões**

*Emitentes*

*Validade*

**BBB-**

Médio e Longo Prazo  
(BBB-, com tendência negativa)

Empréstimo Obrigacionista – 360,0 M€ ENMC

6 de Agosto de 2028

Notas:

M€ = Milhões de Euros

## SUMÁRIO EXECUTIVO

Pelo Decreto Lei (DL) n° 165/2013, de 16 de Dezembro, foram atribuídas pelo Estado Português à ENMC – Entidade Nacional para o Mercado de Combustíveis, E.P.E. (ENMC) as funções de planeamento e de monitorização no âmbito do sector petrolífero, incluindo a prospecção, a pesquisa, o desenvolvimento e a exploração de recursos petrolíferos, e no âmbito do sector dos biocombustíveis. De referir que, a unidade a que compete a constituição, a gestão e a manutenção das reservas de produtos petrolíferos (unidade de reservas petrolíferas (URP)) é dotada de autonomia técnica e administrativa e com regime de separação contabilística.

De acordo com os termos do referido DL continua a verificar-se o seguinte para a ENMC:

- o estatuto de entidade pública empresarial, dotada de autonomia administrativa, financeira e patrimonial;
- que, em caso de extinção da Empresa, o Estado assume eventuais perdas derivadas da liquidação de activos, bem como responsabilidades residuais;
- as atribuições em matéria de constituição, gestão e manutenção das reservas estratégicas de petróleo bruto e de produtos de petróleo;
- que os encargos associados à constituição e manutenção das referidas reservas são integralmente suportados pelos operadores obrigados à constituição de reservas de segurança;
- que, caso a ENMC tenha que efectuar vendas das referidas reservas a preços inferiores aos custos médios de aquisição para fazer face a situações de crise energética ou de perturbação grave do abastecimento, o Estado Português assume a perda equivalente à diferença entre os rendimentos apurados com as vendas e as utilizações proporcionais do fundo estatutário; e
- que Portugal apresenta elevada dependência energética do exterior, mantendo o petróleo um papel essencial na estrutura de abastecimento, o que reforça o papel estratégico da ENMC.

## 1. DEFINIÇÃO DA OPERAÇÃO SUJEITA A *FOLLOW-UP*

É sujeito a *follow-up* o empréstimo obrigacionista emitido pela EGREP - Entidade Gestora de Reservas Estratégicas de Produtos Petrolíferos, E.P.E., actual ENMC – Entidade Nacional para o Mercado de Combustíveis, E.P.E. (ENMC) (ver adiante), em 6 de Agosto de 2008, no montante de 360,0 milhões de euros (M€) nas condições descritas no Relatório de *Rating* de 2 de Junho de 2008 (Relatório de *Rating*), das quais se destacam as seguintes:

- prazo de 20 anos, com pagamento do capital de uma só vez no final do prazo, que ocorrerá em 6 de Agosto de 2028;
- possibilidade de reembolso antecipado, no todo mas não em parte, por iniciativa do emitente em 8 de Agosto de 2016 e em 7 de Agosto de 2023 ou “no caso de se verificarem, cumulativamente, as seguintes circunstâncias:
  - a) alteração, após a data da emissão, de normas de natureza fiscal com aplicação em Portugal ou alteração na aplicação ou interpretação oficiais dessas normas, que imponham ao emitente o pagamento de montantes adicionais aos previstos na documentação contratual;
  - b) a imposição referida não possa ser evitada pelo emitente através da tomada, dentro dos critérios de razoabilidade, de medidas que estejam à sua disposição para o efeito”;
- vencimento antecipado, entre outras, nas seguintes situações:
  - se o Estado português deixar de deter, directa ou indirectamente, a totalidade do capital e dos direitos de voto do emitente ou se este deixar de ter o estatuto de entidade pública empresarial;
  - se ocorrer qualquer alteração ao enquadramento legal do emitente que elimine ou restrinja a actual obrigação do Estado português em assumir as perdas derivadas da liquidação de activos, bem como as responsabilidades residuais;
  - incumprimento das cláusulas de *pari passu* ou de *negative pledge*;
  - alteração da ponderação de 0% para efeitos do cálculo do rácio de solvabilidade e dos limites dos grandes riscos atribuída pelo Banco de Portugal às responsabilidades das instituições de crédito para com o emitente.

No âmbito do método *standard* do Acordo de Basileia II, de acordo com o aviso do Banco de Portugal n.º 5/2007, “as posições em risco sobre entidades do sector público são equiparadas a posições sobre instituições”, sendo que, “em casos excepcionais, as posições em risco sobre entidades do sector público podem ser tratadas como posições em risco sobre a administração central sempre que o Banco de Portugal considere que não existem diferenças no risco destes tipos de posições, como resultado da existência de uma garantia apropriada prestada pela administração central”. Ainda de acordo com o referido aviso do Banco de Portugal, “às posições em risco sobre administrações centrais ou bancos centrais de Estados Membros da União Europeia (UE), expressas e financiadas na moeda nacional dessa administração central ou desse banco central, deve ser aplicada um ponderador de risco de 0%”.

De referir que, de acordo com a carta circular do Banco de Portugal n.º 2/2011/DSP, de 10 de Março, “casuisticamente,

mediante pedido devidamente fundamentado, o Banco de Portugal poderá considerar que entidades que não façam parte da "administração central" beneficiam de uma garantia juridicamente vinculativa da administração central que lhes permita uma ponderação mais favorável, designadamente face ao seu regime e estatutos (é o caso da Parpública - Participações Públicas, SGPS, S.A. e da EGREP – Entidade Gestora de Reservas Estratégicas de Produtos Petrolíferos, E.P.E.). De referir que em 20 de Janeiro de 2014 o Banco de Portugal confirmou a referida ponderação para a ENMC.

## 2. EVOLUÇÃO RECENTE

### ENQUADRAMENTO DA ACTIVIDADE

De acordo com a Direcção-Geral de Energia e Geologia (DGEG), Portugal é um país com escassos recursos energéticos fósseis endógenos o que conduz a uma elevada dependência energética do exterior (79,4% em 2012), nomeadamente das importações de fontes primárias de origem fóssil. De referir que a taxa de dependência energética tem vindo a decrescer desde 2005 (88,8%), o ano em que se registou o valor mais elevado da década devido à baixa produtividade das centrais hídricas resultado de um ano hidrológico muito seco. Em termos relativos, o petróleo mantém um papel essencial na estrutura de abastecimento, representando 43,3% do consumo total de energia primária em 2012 (46,8% em 2011). O gás natural contribuiu para diminuir a dependência do petróleo, e para diversificar a estrutura da oferta de energia em Portugal, sendo que em 2012 a utilização de gás natural representou 18,4% do total do consumo em energia primária.

Pela portaria 126/2014, de 25 de Junho 2014 que produziu efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2014, "a proporção de substituição parcial de reservas de segurança pela ENMC aos operadores obrigados é de 30 dias do consumo médio diário do ano anterior" e "a percentagem de reservas próprias a deter pela ENMC, corresponde a um terço da obrigação de constituição de reservas pelos operadores obrigados". De referir que, segundo orientações da Tutela da ENMC esta deverá manter as reservas estratégicas em produtos.

Pelo despacho 6967/2014, de 19 de Maio de 2014, que produziu efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2014, "podem ser constituídas e mantidas reservas de segurança de petróleo bruto e de produtos de petróleo em outros Estados-Membros, no limite máximo de 34,0 % da obrigação total nacional", sendo que: "não podem, em qualquer caso, ser inferiores a 5000 toneladas por local de armazenagem"; "a autorização para a constituição (...) fica subordinada à existência de uma coerência logística, com base na existência de relações comerciais habituais, que assegurem um fluxo constante de produtos de petróleo a partir da área onde as reservas são constituídas e mantidas"; e a ENMC "pode solicitar ao Membro do Governo responsável pela área da Energia a reapreciação do limite fixado" de 34,0% "caso demonstre que os custos de armazenamento de reservas em Portugal são excessivos e irrazoáveis, face a alternativas de armazenamento localizadas em outro Estado-Membro, verificado o cumprimento dos requisitos" referidos anteriormente. As disposições deste despacho são aplicáveis "à substituição, pela ENMC, da parte remanescente da obrigação cometida aos operadores obrigados que não disponham de armazenagem própria

suficiente para o cumprimento das suas obrigações".

---

## MERCADO DE PRODUTOS PETROLÍFEROS

---

De acordo com o Oil Market Report da International Energy Agency de Janeiro de 2014, em 2013 face ao ano anterior a oferta de petróleo bruto aumentou cerca de 0,7% enquanto que a procura aumentou cerca de 1,4%. Apesar dos preços do petróleo bruto terem permanecido estáveis entre os períodos indicados, verificaram-se em 2013 significativas oscilações de preços e um redesenho do mercado, nomeadamente devido a significativas alterações nas contribuições para os crescimentos da oferta e da procura e no volume e na direcção dos fluxos de comércio. Relativamente à oferta, de acordo com o referido Oil Market Report, destaca-se o crescimento dos Estados Unidos da América (EUA) que compensaram as quedas na Líbia e no Irão, sendo que o crescimento da oferta nos EUA está previsto continuar em 2014 e constitui uma das alterações mais significativas do mercado. Relativamente à procura em 2013 o crescimento verificado nos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) compensou o crescimento abaixo do esperado das economias emergentes. O desequilíbrio entre oferta e procura em 2013 levou a que as existências de petróleo bruto tenham baixado significativamente.

Para o período 2009 a 2013 verificaram-se em Portugal para todas as categorias de produtos petrolíferos sujeitos à constituição de reservas de segurança decréscimos médios anuais das quantidades introduzidas no consumo. O decréscimo foi mais expressivo para os produtos da categoria C (fuelóleos), tendo ascendido a 23,7%, os quais apresentaram uma significativa volatilidade de ano para ano, devido no passado à variação na utilização das centrais termoeléctricas que utilizavam fuelóleo e, com a introdução do gás natural, à progressiva substituição dos fuelóleos como combustível em unidades industriais. Para os demais produtos verificaram-se decréscimos médios anuais das quantidades introduzidas no consumo de menor magnitude, tendo ascendido a 6,8% nos produtos da categoria A (gasolinas), a 5,6% nos produtos da categoria D (gases de petróleo liquefeito) e a 3,0% nos produtos da categoria B (gasóleos), tendo este último sido menor que os demais devido, essencialmente, ao aumento da proporção de veículos movidos a gasóleo no parque automóvel nacional.

Analisando as quantidades introduzidas no consumo em 2013 verificaram-se, face ao ano anterior, decréscimos para todas as categorias de produtos, os quais, no caso dos produtos da categoria A (gasolinas), da categoria B (gasóleos) e da categoria D, foram inferiores aos respectivos decréscimos médios anuais verificados para o período de 2009 a 2013, ascendendo a diferença a 4,8 pontos percentuais (pp) no caso dos produtos da categoria A (gasolinas), a 2,1 pp no caso dos produtos da categoria B (gasóleos) a 1,6 pp no caso dos produtos da categoria D (gases de petróleo liquefeito).

---

## ACTIVIDADE DA ENMC

---

Na sequência da decisão do Governo Português de proceder à liquidação antecipada dos instrumentos financeiros derivados contratados por empresas detidas pelo Estado Português, o swap de taxa de juro contratado entre a ENMC e o JPMorgan, com valor nominal de 360 M€, vencimento a 6 de Agosto de 2028 e demais condições descritas no

Relatório de *Follow-up* de 11 de Junho de 2013, foi liquidado em Junho de 2013. A ENMC incorreu no custo desta liquidação, que ascendeu a 122,0 M€, com impacto nos seus resultados líquidos e capitais próprios, tendo este montante sido pago pelo Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública — IGCP, E.P.E. (IGCP) com a qual a ENMC ficou em dívida. No final de 2013 a ENMC pagou este montante tendo para o efeito realizado a venda de 191 mil toneladas de reservas de petróleo bruto. Para além destas, e de forma a não incorrer em resultados negativos em 2013, procedeu à venda de mais 122 mil toneladas de reservas de petróleo bruto. De referir que as reservas de petróleo bruto alienadas pela ENMC em 2013 foram adquiridas pela PETRÓLEOS DE PORTUGAL – PETROGAL, S.A. (PETROGAL), com impacto no saldo de clientes da ENMC no final de 2013.

Assim, no final de 2013 as reservas próprias de petróleo bruto detidas pela ENMC ascendiam a 503,8 mil toneladas, menos 313,3 mil toneladas do que o verificado no final do ano anterior, correspondentes a 41,7% do total de produtos acabados equivalentes detidos pela Empresa no final de 2013 (69,3% no final de 2012). Para colmatar a redução destas reservas, evitando rupturas contratuais com os operadores e desestabilizações do sistema de reservas em Portugal, foi decidido estabelecer com a PETROGAL um contrato para a manutenção, à sua ordem, de petróleo bruto propriedade de terceiros (CSO) relativo a 313,5 mil toneladas de petróleo bruto e com impacto de 0,3 M€ nos gastos do exercício de 2013. Das condições deste contrato destacam-se a possibilidade de exercer a aquisição das quantidades equivalentes de produtos acabados das categorias sujeitas à constituição de reservas ao preço de mercado que vigorar no momento da aquisição.

A análise da composição das reservas detidas pela ENMC no final de 2013 permite constatar o seguinte (Quadro 2.1.): que a ENMC detinha a propriedade de 70,6% das reservas a seu cargo (100,0% no final de 2012), sendo o remanescente representado pelas quantidades contratadas através de CSO; que 10,7% das reservas a cargo da ENMC encontravam-se localizadas na Alemanha (33,7% no final de 2012); e que os produtos acabados representavam 32,0% do total de reservas, percentagem que se manteve face ao final do ano anterior.

No período já decorrido de 2014 a ENMC procedeu à alienação das restantes reservas de petróleo bruto que detinha armazenadas na Alemanha, não tendo procedido à renovação do contrato de armazenagem que detinha para o efeito com a IVG Logistik, GmbH (IVG), pelo que o mesmo venceu em Junho de 2014. Assim, actualmente as reservas de petróleo bruto e das outras categorias de produtos petrolíferos da ENMC encontram-se armazenadas apenas em Portugal ao abrigo de contratos com a PETROGAL, para reservas de petróleo bruto, gasolina e gasóleo, e com o Estado português, através da Direcção-Geral de Infra-Estruturas do Ministério da Defesa Nacional (DGIE), para reservas de gasóleo nas Zona II e III do depósito POL NATO com uma capacidade máxima de armazenagem de 178 098 m<sup>3</sup> de gasóleo.

O volume de negócios da ENMC continua a ter origem nos principais distribuidores de produtos petrolíferos em Portugal, incluindo a PETROGAL, a qual detém a maior quota de mercado, sendo que não tem *ratings* atribuído aos seus compromissos financeiros, a REPSOL (cuja casa mãe tem *ratings* atribuídos aos compromissos financeiros de curto prazo de F-3 pela Fitch Ratings, Inc. (FITCH), de P-2 pela Moody's Investors Service, Inc. (MOODY'S) e de A-3 pela Standard & Poor's Financial Services LLC (STANDARD & POOR'S)) e a BP (cuja casa mãe tem *ratings* atribuídos aos

compromissos financeiros de curto prazo de A-1 pela STANDARD & POOR'S).

**QUADRO 2.1.**  
**EVOLUÇÃO DAS RESERVAS A CARGO DA ENMC (EM TONELADAS NO FINAL DO PERÍODO)**

TIPO	LOCALIZAÇÃO	NATUREZA	2009	2010	2011	2012	2013
<b>QUANTIDADES E PRODUTOS EFECTIVAMENTE DETIDOS</b>							
<b>Petróleo Bruto</b>			<b>817 297</b>	<b>817 297</b>	<b>817 297</b>	<b>817 297</b>	<b>817 297</b>
	Alemanha	Próprias	397 297	397 297	397 297	397 297	83 818
	Petrogal - Sines	Próprias	420 000	420 000	420 000	420 000	420 000
	Petrogal	CSO Tickets	0	0	0	0	313 479
<b>Produtos Acabados</b>							
<b>Categoria A (Gasolinas)</b>			<b>51 400</b>	<b>51 400</b>	<b>51 400</b>	<b>51 400</b>	<b>51 400</b>
	Petrogal - Sines	Próprias	51 400	51 400	51 400	51 400	51 400
<b>Categoria B (Gasóleos)</b>			<b>248 768</b>	<b>248 768</b>	<b>248 338</b>	<b>248 338</b>	<b>247 880</b>
	Petrogal - Sines	Próprias	105 768	105 768	105 064	116 153	108 386
	POL NATO - Lisboa	Próprias	143 000	143 000	143 274	132 185	139 494
<b>Categoria C (Fuelóleos)</b>			<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Categoria D (GPL)</b>			<b>9 000</b>	<b>9 000</b>	<b>9 000</b>	<b>9 000</b>	<b>9 000</b>
	Petrogal - Sines	Próprias	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000
<b>QUANTIDADES E PRODUTOS CORRESPONDENTES COM DISTRIBUIÇÃO DO PETRÓLEO BRUTO POR PRODUTOS ACABADOS (1)</b>							
<b>Produtos Acabados</b>			<b>1 069 458</b>	<b>1 021 118</b>	<b>1 032 046</b>	<b>1 042 318</b>	<b>1 066 126</b>
<b>Categoria A (Gasolinas)</b>			<b>199 138</b>	<b>198 148</b>	<b>226 302</b>	<b>209 956</b>	<b>195 442</b>
	Alemanha	Petróleo Bruto	67 938	70 308	85 022	77 076	16 428
	Petrogal	Petróleo Bruto	79 800	76 440	89 880	81 480	82 320
	Petrogal - Sines	Próprias	51 400	51 400	51 400	51 400	51 400
	Petrogal	CSO Tickets	0	0	0	0	45 294
<b>Categoria B (Gasóleos)</b>			<b>666 927</b>	<b>629 443</b>	<b>659 438</b>	<b>694 229</b>	<b>748 643</b>
	Alemanha	Petróleo Bruto	192 292	185 140	199 840	211 362	45 597
	Petrogal	Petróleo Bruto	225 867	195 720	211 260	223 440	228 480
	Petrogal - Sines	Próprias	105 768	105 064	105 064	116 153	108 386
	Petrogal	CSO Tickets	0	0	0	0	226 686
	POL NATO - Lisboa	Próprias	143 000	143 519	143 274	143 274	139 494
<b>Categoria C (Fuelóleos)</b>			<b>163 290</b>	<b>153 652</b>	<b>111 152</b>	<b>107 883</b>	<b>78 891</b>
	Alemanha	Petróleo Bruto	75 090	74 692	54 032	52 443	50 400
	Petrogal	Petróleo Bruto	88 200	78 960	57 120	55 440	10 058
	Petrogal	CSO Tickets	0	0	0	0	18 433
<b>Categoria D (GPL)</b>			<b>40 103</b>	<b>39 875</b>	<b>35 154</b>	<b>30 250</b>	<b>43 150</b>
	Alemanha	Petróleo Bruto	14 303	15 495	12 714	10 330	1 844
	Petrogal	Petróleo Bruto	16 800	15 380	13 440	10 920	9 240
	Petrogal - Sines	Próprias	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000
	Petrogal	CSO Tickets	0	0	0	0	23 066

**Notas:**

(1) De acordo com os programas de produção das refinarias nacionais para o ano em causa.

**Fonte:**

ENMC.

Na sequência das funções atribuídas à Empresa no âmbito do DL 165/2013 verifica-se o seguinte: está em curso o recrutamento de recursos humanos com novas competências; a mudança para nova sede social, partilhada com outras entidades do sector público e a nível da organização foi iniciado, em Dezembro de 2013, a aquisição de serviços / desenvolvimento de *software*, com investimento estimado de 71,2 m€ no período de três anos.



---

## REPÚBLICA PORTUGUESA

---

O Estado Português esteve desde meados de 2011 até Maio de 2014 sob assistência financeira internacional (Programa de Assistência Económica e Financeira a Portugal) do Fundo Monetário Internacional (FMI), da União Europeia (UE) e do Banco Central Europeu (BCE), tendo-se obrigado a um extenso programa de medidas de consolidação orçamental e de reformas estruturais. As avaliações do cumprimento deste programa foram positivas e nos meses mais recentes o Estado Português tem vindo a financiar-se no mercado, consecutivamente com melhores condições de taxa de juro e a prazos mais alargados, constituindo uma reserva de fundos que lhe facilitou a saída do programa.

Na economia portuguesa o ano de 2012 manteve a situação de recessão acentuada verificada no segundo semestre de 2011, na sequência do pedido de auxílio financeiro externo, com uma tendência de agravamento ao longo de todo o ano de 2012 e até ao primeiro trimestre de 2013. Ao longo dos restantes trimestres de 2013 verificou-se uma tendência de atenuação da recessão e a passagem a crescimento homólogo no último trimestre. Assim, segundo o Instituto Nacional de Estatística (INE), o produto interno bruto (PIB) português diminuiu face aos anteriores 3,2% em 2012 e 1,4% em 2013.

A taxa de desemprego em Portugal continuou a aumentar até ao primeiro trimestre de 2013, tendo passado, segundo estimativas do INE, de 14,9% no primeiro trimestre de 2012 para 17,7% no primeiro trimestre de 2013, e baixou para 15,3% no quarto trimestre de 2013.

O sistema bancário português foi gravemente afectado pela situação da República Portuguesa e de outros Estados Soberanos e pela recessão da economia. Este facto, conjugado com o endurecimento dos requisitos de fundos próprios impostos aos bancos pelas entidades reguladoras, levou à necessidade de recapitalização dos principais bancos portugueses. Para apoiar este processo o Programa de Assistência Económica e Financeira a Portugal incluiu uma componente financeira com este fim específico.

Assim, apesar das fortes perdas registadas pelos principais bancos portugueses nos últimos anos, os processos de recapitalização já realizados (em parte com o apoio do Estado Português), a forte redução do crédito concedido (acompanhada por um reforço dos depósitos captados) e as medidas tomadas pelo BCE para a reactivação do mercado interbancário, permitiram uma tendência de estabilização do sistema bancário português nos meses mais recentes.

No entanto, de acordo com Boletim Económico do Banco de Portugal, de Junho de 2014, o crescimento futuro da economia portuguesa continuará a ser condicionado por constrangimentos estruturais, dos quais se destacam: o adiamento das decisões de investimento, que condicionou a incorporação de novas tecnologias e de qualificações no processo produtivo; o elevado nível de endividamento e a necessidade de desalavancagem tendo em consideração a prevalência de elevados níveis de endividamento nas empresas (que nas empresas privadas ascendia a 185,3% do PIB no final de 2013, face a 162,3% no final do segundo trimestre de 2008); a diminuição da população activa (que em 2013 ascendeu a 1,9%, após diminuições de 0,2% e de 0,9% em 2011 e em 2012); do elevado nível de desemprego de longa duração, representado este em 2013 60% do total). Refere ainda a necessidade de prosseguir o processo de

consolidação orçamental, apesar dos progressos verificados (tendo o défice orçamental, excluindo medidas temporárias e factores especiais, baixado de 7,1% em 2011, para 6,0% em 2012 e para 5,3% em 2013), sendo que o nível de dívida pública ascendia a 129,0% do PIB no final de 2013 e os compromissos assumidos pelas autoridades no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) e do Tratado Orçamental consideram a correcção da situação de défice excessivo até 2015, a convergência para um saldo orçamental estrutural de -0,5% do PIB a um ritmo de pelo menos de 0,5 pp do PIB por ano e a diminuição do rácio de dívida pública para o valor de referência de 60,0% do PIB, com um ritmo de redução anual que corresponde, em média, a um vigésimo da diferença entre o rácio da dívida observado em cada ano e aquele valor de referência (ou seja 3,5 pp de redução a cada ano).

Os *ratings* de emitente atribuídos à República Portuguesa por agências de *rating* registadas ou certificadas pela Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA, na sigla inglesa) são actualmente os seguintes (médio e longo prazo / tendência / curto prazo):

- A / estável, pela Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR);
- BBB low / estável / R-2 mid, pela DBRS Ratings Limited (DBRS);
- BB+ / positiva / B, pela FITCH;
- Ba1 / estável / NP, pela MOODY'S;
- BB / estável / B, pela STANDARD & POOR'S.

---

## **ANÁLISE ECONÓMICA E FINANCEIRA**

---

As contas de 2013 da ENMC possuem certificação legal pela sociedade de revisores oficiais de contas (SROC) Caiano Pereira, António e José Reimão e auditoria pela Moore Stephens & Associados, com reserva quanto à ENMC ter sido objecto em 2014 de inspecção tributária em sede de Imposto Sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas (IRC), relativa aos exercícios de 2009 a 2011, da qual resultou uma proposta de correcção da matéria colectável de tal imposto no valor de 9,1 M€, tendo a ENMC exercido o seu direito de audição, encontrando-se a aguardar decisão da autoridade tributária. Esta inspecção incidiu sobre a dedutibilidade dos gastos com a constituição do fundo de provisão e sobre o diferimento para o exercício de 2009 de encargos com juros. De referir que não se encontra constituída provisão para fazer face à correcção proposta, sendo que, segundo a reserva apresentada pelos referidos auditores, no final de Março de 2014 o desfecho do direito de audição não era possível de determinar e que caso a mesma correcção venha a ser aplicada sobre os exercícios de 2012 e 2013 teria impacto adicional de 0,4 M€.

No exercício de 2013 o volume de negócios da ENMC apresentou, face ao ano anterior, crescimento de 478,6%, devido, essencialmente, ao impacto da venda de reservas de petróleo bruto no sentido de fazer face ao gasto incorrido com a liquidação antecipada do *swap*, encontrando-se este gasto reflectido no resultado financeiro. Apesar do resultado líquido antes de impostos em 2013 ter sido quase nulo, em linha com a natureza do seu modelo de negócio, o imposto sobre o rendimento do exercício de 2013 da ENMC foi expressivo, devido à parte do gastos financeiros líquidos que excede em 70% do EBITDA não ser aceite como custo fiscal (Quadro 2.2.).

**QUADRO 2.2.**  
DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS DA ENMC (MILHARES DE EUROS)

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>VOLUME DE NEGÓCIOS</b>	36 283	32 020	31 089	37 922	219 427
<b>Gastos Variáveis</b>	23 317	20 012	20 329	22 000	92 733
Custo Merc. Vend. e Mat. Cons.	0	0	0	0	69 987
Fornecimentos e Serviços Externos Variáveis	23 317	20 012	20 329	22 000	22 746
<b>MARGEM DE CONTRIB. BRUTA</b>	12 966	12 008	10 761	15 921	126 694
Rendimentos Operacionais Diversos	453	443	414	541	458
Rendimentos Suplementares	453	441	413	541	458
Outros Rendimentos e Ganhos Operacionais	0	1	0	(0)	0
<b>MARGEM DE CONT. OPERACIONAL</b>	13 418	12 451	11 174	16 462	127 152
<b>Gastos Operac. Fixos</b>	1 601	3 036	2 901	222	336
Gastos com o Pessoal	282	281	238	222	335
Impostos	1 869	0	0	0	0
Outros Gastos Operacionais	(551)	2 755	2 664	0	0
<b>EXCEDENTE BRUTO DE EXPLORAÇÃO (EBITDA (a))</b>	11 818	9 415	8 273	16 240	126 816
Amort. de Imob. Corp. e Incorp.	6	22	16	6	5
Imputação de Subsídios para Investimento	0	0	0	0	0
Provisões	0	0	0	0	0
Imparidade e Variação de Justo Valor	0	0	1	0	0
Rendimentos e Gastos Relativos a Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO OPERACIONAL (EBIT (b))</b>	11 811	9 393	8 256	16 234	126 812
<b>RESULTADO FINANCEIRO</b>	(9 544)	(8 895)	(8 242)	(16 135)	(125 300)
Rendimentos Financeiros	828	270	921	954	766
Gastos Financeiros	10 371	9 165	9 162	17 089	126 067
<b>RESULTADO CORRENTE</b>	2 267	498	15	99	1 511
<b>RESULTADOS NÃO CORRENTES</b>	(0)	(47)	205	(41)	(1 509)
Rendimentos Não Correntes	0	0	273	0	0
Gastos Não Correntes	0	48	68	41	1 509
<b>RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS</b>	2 267	450	220	58	3
Impostos S/ Rendimento do Exercício	3	134	62	31	11 896
<b>RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO</b>	2 264	317	158	27	(11 894)
Distribuição de Resultados	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO LÍQ. RETIDO</b>	2 264	317	158	27	(11 894)

**Notas:**

Valores arredondados.

Contas com ajustamentos efectuados pela ARC Ratings para efeitos de análise.

Contas de 2010 a 2013 certificadas pela Caiano Pereira, António e José Reimão, S.R.O.C..

Contas de 2009 e 2013 auditadas pela Moore Stephens &amp; Associados, S.R.O.C., S.A..

(a) *Earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations.*(b) *Earnings before interests and taxes.***Fontes:**

Relatórios e Contas da ENMC.

Informações adicionais da ENMC.

No final do exercício de 2013 o activo da ENMC ascendia a 387,1 M€ (Quadro 2.5.), tendo baixado 3,7 M€ face ao final do exercício anterior, tendo o impacto da venda de reservas de petróleo bruto realizadas em 2013 no activo sido compensado em parte pelo aumento do saldo da conta de clientes. No final de 2013 o saldo desta conta ascendia a 72,7 M€, da qual 71,0 M€ relativo à PETROGAL. Os produtos petrolíferos que a ENMC detém encontram-se contabilizados em existências ao custo de aquisição, apresentando esta rubrica um saldo de 279,9 M€ no final de 2013 (349,6 M€ no final de 2012). O valor de mercado destes produtos petrolíferos no final de 2013 ascendia a 505,1 M€ (725,8 M€ no final de 2012) mais 225,4 M€ (376,2 M€ no final de 2012) que o respectivo valor contabilístico.

**QUADRO 2.3.**  
**MAPA DE FLUXOS DA ENMC (MILHARES DE EUROS)**

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>MEIOS LIBERTOS OPERACIONAIS (MLO)</b>	12 067	12 356	10 470	13 495	127 852
<b>MEIOS LIBERTOS CORRENTES (MLC)</b>	1 202	3 347	1 624	804	(4 168)
<b>MEIOS DISPON. P/ DECISÕES ESTRATÉGICAS (MDDE)</b>	1 295	3 281	1 537	976	(3 988)
<b>Actividades de Investimento</b>	0	0	10 100	4	75
<b>MEIOS LIBERTOS P/ ACC. E CREDITORES</b>	1 295	3 281	(8 563)	972	(4 063)
<b>Pagamentos de Distribuição de Res.</b>	0	0	0	0	0
<b>SALDO DE FINANCIAMENTO</b>	1 295	3 281	(8 563)	972	(4 063)
<b>Entradas de Capital</b>	0	0	0	0	0
<b>Acréscimo dos Débitos de Financiamento de Médio e Longo Prazo</b>	2 908	44	(6)	3 622	(6 548)
<b>SALDO DE FINANCIAMENTO A CURTO PRAZO</b>	4 203	3 324	(8 569)	4 594	(10 611)
<b>Acréscimo dos Débitos de Financiamento de Curto Prazo</b>	(2 908)	(44)	6	(3 622)	6 548
<b>Outros Efeitos em Caixa e Equivalentes</b>	(0)	150	119	(83)	(34)
<b>Efeito das Diferenças de Câmbio</b>	0	1	0	(0)	(0)
<b>VARIAÇÃO DAS DISPONIBILIDADES E SEUS EQUIVALENTES</b>	1 295	3 432	(8 443)	889	(4 097)

**Notas:**  
 Valores arredondados.  
 Contas com ajustamentos efectuados pela ARC Ratings para efeitos de análise.  
 Contas de 2010 a 2013 certificadas pela Caiano Pereira, António e José Reimão, S.R.O.C..  
 Contas de 2009 e 2013 auditadas pela Moore Stephens & Associados, S.R.O.C., S.A..

**Fontes:**  
 Relatórios e Contas da ENMC.  
 Informações adicionais da ENMC.

Os capitais próprios da ENMC ascendiam a 10,5 M€ no final de 2013, menos 10,4 M€ que no final do ano anterior, devido, essencialmente, ao impacto do resultado líquido negativo de 2013. O Fundo de Provisão, que se encontra incluído em outras reservas nos capitais próprios, apresentava no final de 2013 saldo de 13,8 M€ (face a 12,3 M€ no final de 2012 e de 2011, a 9,6 M€ no final de 2010 e a 6,9 M€ no final de 2009). Os capitais alheios da ENMC eram constituídos no final de 2013 quase totalmente pelos 360,0 M€ do saldo da dívida financeira, composta pelo empréstimo obrigacionista sujeito a *follow-up*.

A cobertura proporcionada pelo valor de mercado das reservas de produtos petrolíferos detidas pela ENMC face ao valor do empréstimo obrigacionista sujeito a *rating* ascendia a 1,4 vezes no final de 2013, face a 2,0 vezes no final de 2012 (cobertura igual à verificada no final de 2011, sendo que em 2010 ascendeu a 1,7 vezes e em 2009 ascendeu a 1,3 vezes). De acordo com a ENMC, entre o final de 2013 e o final do primeiro semestre de 2014 não se verificou alteração com significado no valor deste cobertura, ascendendo a 1,6 vezes nesta última data. Considerando duas das congéneres europeias da ENMC esta cobertura ascendia no final de 2013 a 2,5 vezes no caso da espanhola Corporación de Reservas Estratégicas de Productos Petrolíferos (CORES), à qual foram atribuídos *ratings* aos compromissos financeiros de médio e longo prazo de BBB+ pela FITCH e de BBB pela STANDARD & POOR'S, ambos com tendência estável e iguais aos respectivos *ratings* atribuídos pelas referidas agências aos compromissos financeiros de médio e longo prazo de Espanha, e a 2,1 vezes no caso da francesa Société Anonyme de Gestion de Stocks de Sécurité (SAGESSE), à qual foi atribuído *rating* aos compromissos financeiros de médio e longo prazo de AA com tendência estável pela STANDARD & POOR'S e igual ao respectivo *rating* atribuído pela mesma agência aos compromissos financeiros de médio e longo prazo de França.

**QUADRO 2.4.**  
CAPACIDADE DE GERAÇÃO DE FUNDOS DA ENMC

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Crescimento</b>					
do Capital Próprio	-	20,2%	15,5%	0,1%	(49,7%)
do Volume de Negócios	-	(11,7%)	(2,9%)	22,0%	478,6%
<b>Rendibilidade</b>					
(1) Margem Cont. Bruta em % do Vol. Neg.	35,7%	37,5%	34,6%	42,0%	57,7%
(2) Efeito de Rendimentos Operac. Diversos	1,035	1,037	1,038	1,034	1,004
(3) Efeito de Gastos Operacionais Diversos	0,880	0,754	0,739	0,986	0,997
(4) REND. OPERAC. VOL. NEG. = (1)x(2)x(3)	32,6%	29,3%	26,6%	42,8%	57,8%
(5) Rotação do Activo	0,095	0,084	0,080	0,097	0,567
(6) REND. OPERAC. DO ACTIVO = (4)x(5)	3,1%	2,5%	2,1%	4,2%	32,8%
(7) Custo Bruto do Capital Alheio	2,8%	2,5%	2,5%	4,6%	33,5%
(8) "Spread" = (6)-(7)	0,3%	(0,1%)	(0,4%)	(0,5%)	(0,7%)
(9) Debt to Equity Ratio	24,320	20,178	17,514	17,684	35,777
(10) EFEITO ADITIVO DE ALAV. FIN. = (8)x(9)	6,5%	(1,2%)	(6,5%)	(8,2%)	(25,7%)
(11) EFEITO ADITIVO DOS RENDIMENTOS FINANCEIROS	5,5%	1,5%	4,4%	4,6%	7,3%
(12) REND. COR. CAP. PRÓP. = (6)+(10)+(11)	15,1%	2,8%	0,1%	0,5%	14,4%
(13) Efeito Resultados Não Correntes	1,000	0,905	14,969	0,586	0,002
(14) Efeito Fiscal = (1-t)	0,999	0,703	0,717	0,471	(4 756,368)
(15) REND. CAP. PRÓPRIO = (12)x(13)x(14)	15,0%	1,7%	0,8%	0,1%	(113,0%)
<b>Estrutura dos Fluxos</b>					
EBITDA em % do Vol. Negócios	32,6%	29,4%	26,6%	42,8%	57,8%
Margem da Tesouraria Operacional	28,3%	30,4%	28,2%	30,2%	80,6%
MDDE em % dos Receb. de Clientes	3,0%	8,1%	4,1%	2,2%	(2,5%)
Taxa de Distribuição de Resultados	0	0	0	0	0
Cobertura dos Pagamentos de Juros e Similares pelos MLO	1,1	1,4	1,1	1,0	1,0
Cobertura dos Gastos Fin. de Financia/ Liq. pelo EBITDA + Res. Não Correntes	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0
Cobertura dos Gastos Fin. de Financia/ Liq. pelo EBITDA	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0
Cobertura dos Gastos Fin. de Financia/ Liq. pelo EBIT	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0
Prazo Médio de Paga/ das Dívidas de Fin.	280,2	110,6	236,1	375,6	-
Dívidas de Fin./(Res. Liq. Retido + Amort.)	159,8	1 070,5	2 096,4	10 865,7	(30,3)
Dívidas de Financ./Vol. Negócios	10,0	11,3	11,7	9,7	1,6
<b>Risco</b>					
Margem de Segurança Operacional	87,6%	74,5%	72,9%	98,6%	99,7%
Margem de Segurança Total	14,0%	0,5%	-3,7%	-2,8%	0,8%
(1) Grau de Alavanca Operacional	1,14	1,33	1,35	1,01	1,00
(2) Grau de Alavanca Financeira	5,21	18,87	562,65	163,93	83,90
(3) Grau de Alavanca Não Corrente	1,00	1,11	0,07	1,71	604,43
(4) Grau Comb. de Alavanca = (1)x(2)x(3)	5,92	27,65	50,87	283,67	50 848,04

**Notas:**

Valores arredondados.

Contas com ajustamentos efectuados pela ARC Ratings para efeitos de análise.

Contas de 2010 a 2013 certificadas pela Caiano Pereira, António e José Reimão, S.R.O.C..

Contas de 2009 e 2013 auditadas pela Moore Stephens &amp; Associados, S.R.O.C., S.A..

**Fontes:**

Relatórios e Contas da ENMC.

Informações adicionais da ENMC.

No final de 2013 a tesouraria activa incluía disponibilidades de 1,2 M€, quase na totalidade aplicado em depósitos junto da Direcção-Geral do Tesouro, e activos financeiros de 17,1 M€, aplicados na totalidade em CEDIC – Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo, aplicações realizadas junto do Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P. (IGCP), à semelhança do verificado em exercícios anteriores e seguindo as orientações da Tutela. Para além destes a ENMC detinha no final de 2013 10,1 M€ de investimentos financeiros, aplicados na totalidade em CEDIM – Certificados

Especiais de Dívida de Médio / Longo Prazo, aplicações realizadas também junto do IGCP.

**QUADRO 2.5.**  
**ESTRUTURA FINANCEIRA DA ENMC**

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Estrutura do Balanço</b>					
Autonomia Financeira	3,9%	4,7%	5,4%	5,4%	2,7%
Endividamento	96,1%	95,3%	94,6%	94,6%	97,3%
Estrut. do Endividamento (C.P. em % do Total)	0,9%	0,6%	0,8%	0,9%	4,4%
Div. Financeira / Total do Activo	95,2%	94,7%	93,8%	93,8%	93,0%
Div. de Fin./(Div. de Fin. + Cap. Próp.)	96,0%	95,3%	94,6%	94,6%	97,2%
Div. de Fin. Líquida / (Div. de Fin. Líquida + Cap. Próp.)	95,7%	94,8%	94,2%	94,3%	97,0%
Risco de Liquidez	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risco de Taxa de Juro	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
Liquidez Geral	11 905,1%	17 868,9%	12 481,8%	11 117,8%	2 269,5%
Liquidez Reduzida	1 006,4%	1 597,5%	910,6%	901,0%	583,9%
<b>Balanço Funcional</b>					
<b>TOTAL DO ACTIVO</b>	<b>381 163</b>	<b>383 190</b>	<b>386 856</b>	<b>390 912</b>	<b>387 140</b>
Capitais Permanentes	377 962	381 045	383 841	387 490	370 546
Activo Não Corrente	29	19	10 483	10 481	10 556
<b>FUNDO MANEIO LIQUIDO (FML)</b>	<b>377 933</b>	<b>381 027</b>	<b>373 358</b>	<b>377 009</b>	<b>359 990</b>
Necessidades Cíclicas	351 411	350 642	350 524	352 860	352 382
Recursos Cíclicos	1 322	565	968	1 182	2 205
<b>NECESSIDADES EM FUNDO MANEIO (NFM)</b>	<b>350 089</b>	<b>350 077</b>	<b>349 556</b>	<b>351 677</b>	<b>350 177</b>
Tesouraria Activa	29 724	32 529	25 849	27 571	24 201
Tesouraria Passiva	1 880	1 579	2 047	2 240	14 388
<b>TESOURARIA LIQUIDA (TRL)</b>	<b>27 844</b>	<b>30 949</b>	<b>23 802</b>	<b>25 331</b>	<b>9 813</b>
Em % do Vol. Negócios	76,7%	96,7%	76,6%	66,8%	4,5%
Défice de TRL (em meses)	-	-	-	-	-
Varição do FML	-	3 094	(7 669)	3 651	(17 019)
Varição das NFM	-	(12)	(522)	2 122	(1 501)
Varição da TRL	-	3 105	(7 148)	1 530	(15 518)
Em % do Vol. Negócios	-	9,7%	(23,0%)	4,0%	(7,1%)
<b>Ciclo Financeiro de Exploração (Em Dias do Vol. de Negócios)</b>					
Necessidades Cíclicas em Dias do Vol. de Negócios	3535	3997	4115	3396	586
Recursos Cíclicos em Dias do Vol. de Negócios	13	6	11	11	4
<b>CICLO FINANCEIRO DE EXPLORAÇÃO</b>	<b>3 522</b>	<b>3 991</b>	<b>4 104</b>	<b>3 385</b>	<b>582</b>
<b>Prazos Médios (em Dias)</b>					
De Recebimentos	25	20	17	29	121
De Pagamentos	0	0	0	0	10
De Permanência de Matérias e Mercadorias e Activos Biológicos	-	-	-	-	1 459

**Notas:**

Valores arredondados.

Contas com ajustamentos efectuados pela ARC Ratings para efeitos de análise.

Contas de 2010 a 2013 certificadas pela Caiano Pereira, António e José Reimão, S.R.O.C..

Contas de 2009 e 2013 auditadas pela Moore Stephens & Associados, S.R.O.C., S.A..

**Fontes:**

Relatórios e Contas da ENMC.

Informações adicionais da ENMC.

De acordo com o enquadramento legal, as reservas detidas pela ENMC têm que ser obrigatoriamente protegidas por seguros. Os produtos petrolíferos propriedade da ENMC armazenados na PETROGAL encontram-se abrangidos por apólice de seguro de riscos múltiplos, com capital seguro por sinistro de 250,0 M€. Os produtos petrolíferos propriedade da ENMC armazenados no depósito POL NATO encontram-se abrangidos por apólices de seguro de

riscos múltiplos, com capitais seguros que correspondem à totalidade dos produtos armazenados mas em que os limites máximos de indemnização ascendem a 57,2 M€.

De acordo com a ENMC, está a ser preparado concurso público nacional para os referidos seguros, sendo que, devido ao elevado risco de sismo no local onde se encontram armazenadas as suas reservas de produtos petrolíferos na Zona II e III do depósito POL NATO, pretende contratar também apólice para a cobertura de riscos ambientais decorrentes de sismo para estas reservas.

### 3. PERSPECTIVAS

O International Energy Outlook 2013 (IEO 2013) elaborado pela Energy Information Administration (EIA) dos Estados Unidos da América (USA), datado de Julho de 2013, prevê que o consumo mundial de energia aumente 56% entre 2010 e 2040. Para o efeito assume no caso base que o Produto Interno Bruto (PIB) aumentará, em termos médios, 3,6% ao ano durante o referido período, sendo de 4,7% ao ano para os países não pertencentes à OCDE. No entanto, muitas circunstâncias económicas e políticas colocam elevada incerteza quanto a qualquer previsão relativa à evolução dos mercados de energia.

Segundo o referido relatório, as energias renovável e nuclear serão as que apresentarão maiores taxas de crescimento, cada uma aumentado 2,5% ao ano no período 2010 a 2040, mas os combustíveis fósseis continuarão a ser a principal fonte para a geração de energia, representando cerca de 80% da geração de energia em 2040. Dadas as expectativas que os preços do petróleo continuarão a níveis elevados quando comparados com o período histórico, o petróleo e outros combustíveis líquidos apresentarão no período de 2010 a 2040 as mais lentas taxas de crescimento das fontes de energia, ascendendo a 0,9% ao ano, face ao crescimento anual de 1,5% previsto para a procura de energia no mesmo período.

As expectativas quanto à evolução futura dos preços de petróleo são outro dos factores de incerteza quanto às previsões consideradas no IEO 2013. No cenário base o preço do barril de petróleo, a preços constantes de 2011, aumenta de 110 USD em 2012 para 163 USD em 2040. No cenário em que o crescimento anual do PIB nos países não pertencentes à OCDE ascende a 4,3%, menos 0,4 pp que o considerado no cenário base, o preço do barril de petróleo ascende, a preços constantes de 2011, a 75 USD em 2040. No cenário em que o crescimento anual do PIB nos países não pertencentes à OCDE ascende a 5,1%, mais 0,4 pp que o considerado no cenário base, o preço do barril de petróleo ascenderá, a preços constantes de 2011, a 237 USD por barril em 2040.

O orçamento da ENMC para 2014, datado de 15 de Maio de 2014, considera para a URP, entre outros, o seguinte: taxa de inflação de 0,9%, que corresponde à considerada no Relatório do Orçamento de Estado para 2014; a redução de 2,0% face ao ano anterior na introdução ao consumo nos produtos da Categoria A, a manutenção face ao ano anterior na introdução ao consumo nos produtos da Categoria B e a redução de 4,0% face ao ano anterior na introdução ao consumo das demais categorias de produtos sujeitos à constituição de reservas; a manutenção dos gastos de armazenagem das reservas de produtos petrolíferos, devido ao efeito combinado da taxa de inflação e da variação das quantidades armazenadas; o aumento dos restantes fornecimentos e serviços externos em cerca de 39%,

a dotação para o fundo de provisão de 2,3 M€. Para as demais unidades da ENMC o referido orçamento considera que tenham impacto no resultado líquido de -51,5 m€ em 2014.

O plano de actividades da ENMC para 2014, datado de 1 de Novembro de 2013, contempla para a URP, entre outros, os seguintes aspectos: a revisão das condições dos contratos de armazenagem de produtos petrolíferos que detêm com terceiros, a qual já se verificou com redução do gasto a incorrer pela ENMC; e o estudo de formas de financiamento suplementar para a aquisição de mais reservas.

## 4. NOTAÇÃO

A ARC Ratings é da opinião que a capacidade de pagamento pela ENMC das obrigações decorrentes do empréstimo obrigacionista sujeito a *follow-up* é adequada, embora eventuais modificações adversas, de conjuntura ou outras, poderão levar a um enfraquecimento desta capacidade, pelo que mantêm a notação em BBB-, alterando a tendência para negativa. A alteração da tendência reflecte essencialmente a redução verificada na cobertura da dívida financeira da Empresa pelo valor de mercado das reservas de produtos petrolíferos detidas.

A ARC Ratings manterá sob observação os seguintes aspectos:

- as evoluções das cotações internacionais do petróleo e dos produtos petrolíferos e do consequente valor de mercado das existências de produtos petrolíferos detidas pela ENMC (e da respectiva mais-valia potencial);
- a evolução do saldo do fundo de provisão da ENMC e da sua cobertura por disponibilidades e títulos de dívida pública portuguesa detidos pela ENMC;
- eventuais transações com as existências de produtos petrolíferos detidas pela ENMC que venham a implicar a sua valorização a preços de mercado e posterior possibilidade de distribuição de resultados gerados; e
- a manutenção da relação de domínio total da ENMC pelo Estado Português e a evolução da capacidade deste lhe prestar apoio em caso de necessidade.



Esta página foi propositadamente deixada em branco.

Esta página foi propositadamente deixada em branco.

## NOTAÇÕES DE MÉDIO E LONGO PRAZO DE EMISSÕES

### Grau de Risco Baixo

**AAA**

Um compromisso financeiro com notação "AAA" apresenta a notação mais elevada atribuída pela ARC Ratings. A capacidade futura do emitente de gerar fundos para cumprir o compromisso financeiro é extremamente forte. O pagamento atempado e integral do serviço da dívida do compromisso financeiro notado está apenas remotamente sujeito à influência negativa de uma força externa ou de evento futuro.

**AA**

Um compromisso financeiro com notação "AA" difere da anterior notação apenas em pequeno grau. A capacidade do emitente para cumprir o compromisso financeiro permanece muito forte.

**A**

Um compromisso financeiro com notação "A" é um pouco mais vulnerável a modificações adversas, de conjuntura ou outras, quando comparado com compromissos financeiros com notações mais elevadas. No entanto, a capacidade do emitente para cumprir o compromisso financeiro em causa ainda é bastante forte.

### Grau de Risco Moderado

**BBB**

Um compromisso financeiro com notação "BBB" apresenta sempre um conjunto adequado de parâmetros de protecção. No entanto, condições económicas adversas ou alteração repentina de circunstâncias poderão levar a uma capacidade mais enfraquecida do emitente para cumprir o compromisso financeiro em causa.

**BB**

Um compromisso financeiro com notação "BB" apresenta um conjunto razoável de parâmetros de protecção. Contudo, o emitente poderá se defrontar com a deterioração da sua capacidade de pagamento devido a condições adversas do negócio, financeiras ou económicas, que poderão levar a uma deterioração imprevista nas possibilidades de fazer face, atempadamente e na íntegra, ao serviço da dívida do compromisso financeiro.

### Grau de Risco Elevado

**B**

Um compromisso financeiro com notação "B" é mais vulnerável que os compromissos financeiros com notação "BB", na medida em que, apesar do emitente apresentar actualmente uma capacidade limitada de honrar os seus compromissos financeiros, alterações adversas do negócio, financeiras ou económicas deverão provavelmente prejudicar a capacidade ou a vontade do emitente em cumprir o compromisso financeiro em causa.

**CCC**

Um compromisso financeiro com notação "CCC" é muito vulnerável a incumprimento, e está estritamente dependente de condições favoráveis do negócio, financeiras e económicas para que consiga cumprir o compromisso financeiro em causa. No caso destas condições serem adversas, o mais provável é que o emitente não tenha capacidade para cumprir o serviço da dívida do compromisso financeiro em causa.

### Incumprimento Iminente ou Verificado

**CC**

Um compromisso financeiro com notação "CC" é altamente vulnerável a atrasos de pagamento e / ou a incumprimento parcial, apesar de actualmente não estar em incumprimento, devido às suas próprias limitações endógenas, não obstante as condições exógenas com que o emitente do compromisso se depara.

**C**

Um compromisso financeiro com notação "C" depara-se com um incumprimento iminente. Uma notação "C" poderá ser atribuída numa situação em que se encontra a decorrer um processo de falência ou similar, mas em que os pagamentos do compromisso financeiro em causa ainda não foram suspensos.

**D**

Um compromisso financeiro com notação "D" encontra-se em incumprimento.

Os ratings de "AA" a "CCC" podem ser complementados com a adição de "+" ou "-", que indicam a posição relativa em cada notação.

Complementarmente à notação é apresentada a tendência: indicação da possível evolução da notação (**positiva, estável, negativa** ou **indefinida**) durante um ano, embora tal não implique necessariamente uma alteração futura da notação ou um *follow-up* antecipado.

\* A ARC Ratings procedeu à actualização das suas tabelas de notações em 18 de Junho de 2013, mantendo-se a equivalência entre as notações das tabelas anteriores e as das mais recentes.

## ARC Ratings, S.A.

Rua Luciano Cordeiro, 123 – R/C Esq.

1050-139 Lisboa

PORTUGAL

Tel: +351 213 041 110

Fax: +351 213 041 111

E-mail: [arcratings@arcratings.com](mailto:arcratings@arcratings.com)

Site: [www.arcratings.com](http://www.arcratings.com)



A ARC Ratings, S.A. está registada como Agência de Notação de Risco (CRA) junto da European Securities and Markets Authority (ESMA), de acordo com o REGULAMENTO (CE) N° 1060/2009 DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO, de 16 de Setembro de 2009, e reconhecida como External Credit Assessment Institution (ECAI) para Empresas pelo Banco de Portugal.

Este Relatório de *Follow-up* deve ser preferencialmente lido em conjunto com o Relatório de *Rating* inicial e com os respectivos relatórios de *Follow-up*.

As notações de *rating* atribuídas pela ARC Ratings são opiniões sobre a capacidade e vontade de uma entidade honrar, atempadamente e na íntegra, os compromissos financeiros sujeitos a *rating*.

O(s) *rating*(s) atribuído(s) pela ARC Ratings neste relatório foi(ram) solicitado(s) pela entidade cujos compromissos são sujeitos a *rating*.

As taxas de incumprimento históricas da ARC Ratings são publicadas na European Securities and Markets Authority Central Repository (CEREP) e podem ser consultadas no website [cerep.esma.europa.eu/cerep-web/](http://cerep.esma.europa.eu/cerep-web/). A ARC Ratings define taxa de incumprimento como a probabilidade de o devedor não realizar o pagamento integral e atempado do capital ou dos juros dos compromissos sujeitos a *rating*, ou da ocorrência de qualquer facto que indique explicitamente que o pagamento integral e atempado destes compromissos não irá acontecer no futuro (por exemplo, no caso de insolvência).

Posteriormente à atribuição da notação de *rating* pelo Painel de *Rating* cabe à entidade cujos compromissos são sujeitos a *rating* a decisão de publicação ou não da mesma, não havendo possibilidade de qualquer alteração da mesma por parte da ARC Ratings. Constituem excepções a esta opção os casos previstos legalmente e a divulgação da contratação de qualquer trabalho de *rating* sobre produtos estruturados.

Os *ratings* não constituem recomendações de compra ou venda, sendo apenas um dos elementos a ponderar pelos investidores.

A ARC Ratings procede, ao longo de todo o período em que as notações de *rating* se encontram válidas, a um acompanhamento constante da evolução do emitente, podendo, inclusivamente, antecipar a data de realização do *follow-up*. Assim, previamente à utilização da notação do *rating* pelo investidor a ARC Ratings recomenda a sua confirmação, nomeadamente através da consulta da lista de *ratings* públicos no *web site* [www.arcratings.com](http://www.arcratings.com).

Os *ratings* baseiam-se em informação recolhida junto de um conjunto alargado de fontes de informação, com destaque para a prestada pela entidade cujos compromissos financeiros são sujeitos a *rating*, incluindo informação confidencial, a qual é utilizada e trabalhada, com todo o cuidado, pela ARC Ratings. Não obstante os cuidados na obtenção, cruzamento e tratamento da informação para efeitos da análise de *rating*, a ARC Ratings não se pode responsabilizar pela sua veracidade, sendo exigível a percepção por parte da ARC Ratings de um nível mínimo de qualidade da informação para que se proceda à atribuição das notações de *rating*.

No processo de *rating* a ARC Ratings adopta procedimentos e metodologias no sentido de assegurar a transparência, a credibilidade, a independência, e que a atribuição de notações de *rating* não seja influenciada por situações de conflito de interesse. Excepções quanto a estes princípios são divulgadas pela ARC Ratings em conjunto com a notação de *rating* do compromisso financeiro.