

ENMC

Emitente	Rating de Emissão	Tendência
ENMC – Entidade Nacional para o Mercado de Combustíveis, E.P.E.	BB+ Médio e Longo Prazo	Estável

FUNDAMENTOS DA NOTAÇÃO

A ARC Ratings, S.A. (ARC Ratings) baixou, de "BBB-", tendência Negativa, para "BB+", tendência Estável, o *rating* atribuído no dia 6 de Agosto de 2008 ao empréstimo obrigacionista no montante de 360,0 milhões de euros (M€) emitido pela EGREP - Entidade Gestora de Reservas Estratégicas de Produtos Petrolíferos, E.P.E. (EGREP), que entretanto alterou a sua denominação para ENMC – Entidade Nacional para o Mercado de Combustíveis, E.P.E. (ENMC), nas condições descritas no Relatório de *Rating* de 2 de Junho de 2008. A tendência do *rating* foi alterada para Estável.

PERFIL DA EMPRESA

Na sequência da crise petrolífera dos anos 1970, os principais países consumidores de petróleo acordaram, através de um tratado internacional, manter um volume de reservas adequadas a fim de mitigar os impactos de graves falhas na oferta no futuro. Pelo Decreto Lei (DL) nº 165/2013, de 16 de Dezembro, o Estado Português atribuiu à ENMC (uma empresa detida pelo Estado) as funções de constituição, gestão e manutenção de reservas estratégicas de produtos petrolíferos. As responsabilidades da empresa incluem ainda a prospecção, pesquisa, desenvolvimento e exploração de recursos petrolíferos, funções de monitorização do mercado de combustíveis, produtos petrolíferos, biocombustíveis e GPL canalizado, assim como o Sistema Petrolífero Nacional.

De acordo com a Directiva nº 2009/119/CE do Conselho, de 14 de Setembro de 2009, o país está obrigado a manter um nível total de reservas equivalente a 90 dias de importações líquidas diárias médias de petróleo bruto e produtos petrolíferos no ano anterior. Pela Portaria nº 126/2014, de 25 de Junho, que produziu efeitos a partir de 1 de Janeiro de 2014, "a percentagem de reservas próprias a deter pela ENMC corresponde a um terço da obrigação de constituição de reservas pelos operadores obrigados", o que obriga a ENMC a deter o correspondente a 30 dias do consumo médio diário no ano anterior. Nos termos do acima referido Decreto-Lei, o seguinte continua a aplicar-se à ENMC:

- o estatuto de entidade pública empresarial, dotada de autonomia administrativa, financeira e patrimonial;
- em caso de extinção da Empresa, o Estado assume eventuais perdas derivadas da liquidação de activos, bem como responsabilidades residuais;
- a responsabilidade da Empresa pela constituição e manutenção de reservas estratégicas de produtos petrolíferos;
- os encargos associados à constituição e manutenção das referidas reservas são integralmente suportados pelos operadores obrigados à constituição de reservas de segurança;
- caso a ENMC tenha que efectuar vendas de reservas estratégicas de produtos petrolíferos para responder a uma crise energética ou perturbação grave do abastecimento e o encaixe obtido for insuficiente para cobrir o custo médio de aquisição do produto e a utilização proporcional do fundo de provisão, o Estado assumirá a perda resultante através de uma dotação extraordinária para o fundo.

DATA DO RATING

18 de Setembro de 2015

VALIDADE DO RATING

16 de Setembro de 2016

RATING INICIAL

2 de Junho de 2008

ÚLTIMA REVISÃO

24 de Setembro de 2014

DATA DA PRÓXIMA REVISÃO

16 de Setembro de 2016

PERÍODO ANALISADO

Histórico: 2010 ao 1º

Semestre de 2015

Previsional: 2015

METODOLOGIA APLICADA

Metodologia de Empresas não Financeiras da ARC Ratings disponível em www.arcratings.com

CONTACTOS

Edward Beecroft

Analista Principal

edward.beecroft@arcratings.com

Emma-Jane Fulcher

Chief Ratings Officer &

Presidente do Painel

emma.fulcher@arcratings.com

180 Piccadilly

London, W1J 9HF

UNITED KINGDOM

Tel: +44 (0) 203 282 7594

Website: www.arcratings.com

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.

OS FACTORES CHAVE DA NOTAÇÃO DA ENMC SÃO OS SEGUINTE:

- Detida pelo Estado - o capital social da ENMC é inteiramente detido pelo Estado Português. Consequentemente, o *rating* atribuído à Empresa está fortemente ligado aos *ratings* da República Portuguesa. À data de publicação deste relatório, os *ratings* de emitente atribuídos à República Portuguesa pela ARC Ratings eram os seguintes: BBB-, com tendência estável, para compromissos de médio e longo prazo, e A-3 para compromissos de curto prazo. Além disso, dada a importância estratégica da ENMC e a obrigação do país de manter reservas de produtos petrolíferos, tudo leva a crer que o Estado Português irá manter o controlo total sobre a ENMC. Adicionalmente não existe a esta data qualquer indicação de que o regime jurídico irá ser alterado.
- Estabilidade financeira e perfil da dívida favorável - Embora tenha apresentado prejuízos significativos em 2014 (devido a flutuações adversas no preço do petróleo), a sua capacidade para cumprir os seus compromissos financeiros mantém-se adequada. Para além de contar com todo o apoio financeiro do Estado Português, as principais fontes de financiamento da ENMC permanecem estáveis e a empresa mantém uma forte tesouraria líquida, cumprindo simultaneamente as suas obrigações. Adicionalmente, os níveis da dívida da ENMC mantêm-se praticamente inalterados, consistindo esta essencialmente (>99%) no empréstimo obrigacionista sujeito a notação. É importante realçar que os juros deste empréstimo não são pagos pela ENMC mas sim pelas operadoras petrolíferas.
- Tendência positiva da economia (Portugal) - Para uma análise alargada dos últimos desenvolvimentos da economia portuguesa, consultar o Relatório de *Rating* Soberano publicado pela ARC Ratings relativamente à República Portuguesa, disponível para consulta em: www.arcratings.com.
- Relações estáveis e duradouras com clientes-chave - A empresa tem desenvolvido relações fortes e mutuamente vantajosas com as principais distribuidoras de produtos petrolíferos em Portugal (PETROGAL, Repsol, BP, CEPESA).
- Quadro de pessoal, instalações e evolução tecnológica - Em 2013, o Decreto Lei nº 165/2013 atribuiu novas responsabilidades à ENMC. Para dar resposta às novas funções, a empresa aumentou o seu quadro de efectivos, contratando pessoal mais qualificado, expandiu as suas instalações e actualizou o seu software. Neste contexto a empresa está bem posicionada para enfrentar o futuro.

OS PRINCIPAIS CONSTRANGIMENTOS DAS NOTAÇÕES DA ENMC SÃO:

- Manutenção da volatilidade do preço do petróleo - Devido à natureza da actividade da empresa e à concentração dos seus activos, o desempenho financeiro da ENMC está fortemente exposto às flutuações do preço do petróleo. A amplitude e significado desta exposição ficaram demonstradas em 2014, quando a empresa apresentou significativas perdas de exploração na sequência de uma forte quebra no preço do petróleo, de quase 50%. Caso ocorram novas descidas, a cobertura do empréstimo obrigacionista sujeito a revisão pelas reservas da ENMC baixará ainda mais, tendo já descido para menos de 1 (0,93 vezes).
- Ameaças à economia portuguesa - Para mais informação, consultar o Relatório de *Rating* Soberano publicado pela ARC Ratings relativamente à República Portuguesa, disponível para consulta em: www.arcratings.com.

- Concentração da base de clientes - A maioria dos proveitos da ENMC provém de apenas quatro empresas: a PETROGAL, a REPSOL, a BP e a CEPSA. Embora tal não seja considerado provável, se os proveitos da ENMC provenientes de um ou mais destes clientes cessarem (seja qual for a causa), o impacto no desempenho financeiro da empresa poderá ser significativo (sobretudo no caso da PETROGAL, que por si só contribui com 42% destes proveitos). Os compromissos financeiros da PETROGAL e da CEPSA não têm actualmente *rating* atribuído, o que torna o risco de crédito destas duas entidades pouco transparente.
- Cobertura do empréstimo obrigacionista por reservas - tendo baixado de 2,0 vezes em 2011 e 2012 para 1,6 vezes em 2013, e para apenas 0,93 vezes em 2014, o rácio de cobertura do empréstimo obrigacionista por reservas manteve uma trajectória descendente no último ano. Pela primeira vez o valor das reservas não é suficiente para, por si só, cobrir o valor do empréstimo obrigacionista.

CAPACIDADE DE GERAÇÃO DE FUNDOS E EVOLUÇÃO RECENTE

Mercado dos Produtos Petrolíferos

As evoluções no mercado dos produtos petrolíferos podem ter um impacto directo e significativo no valor das reservas da ENMC, sendo por isso de uma importância crucial.

De acordo com o Oil Market Report da Agência Internacional de Energia de Janeiro de 2015, em 2014 a oferta de petróleo bruto aumentou cerca de 2,1% face ao ano anterior, enquanto que a procura aumentou cerca de 0,7%. Depois de quase cinco anos em que se manteve estável, no segundo semestre de 2014 o preço do petróleo registou forte volatilidade, tendo baixado perto de 50% em apenas seis meses e fechando o ano 45% abaixo do seu valor no início do ano.

Diversos factores terão contribuído para a forte quebra do preço do petróleo em 2014:

- **Contração da Procura Mundial:** Continuou a assistir-se a um arrefecimento económico na China e em algumas regiões da Europa. Nos Estados Unidos da América (EUA), a cada vez maior eficiência energética dos veículos, juntamente com a crescente transição para outros combustíveis/energias têm actuado como um travão da procura, uma tendência que já se verifica há vários anos.
- **Excesso de Oferta:** A rápida expansão da China, ao provocar um grande aumento da procura entre meados e o final da década de 2000, levou a escassez no fornecimento e por sua vez aos elevados preços do petróleo verificados no período de 2010 a 2014. Estes preços elevados fizeram com que passasse a ser rentável começar a extrair petróleo de locais menos acessíveis, sobretudo nos Estados Unidos, onde a oferta registou um aumento considerável neste período. Ao mesmo tempo, o abrandamento dos conflitos geopolíticos em importantes regiões produtoras de petróleo (Líbia e Iraque), que no passado tinham causado severas interrupções na produção, permitiram que a produção global aumentasse para níveis sem precedentes.
- **Reunião da OPEP:** Na sua reunião de Novembro de 2014, a Organização de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), um grupo de países produtores de petróleo que controla cerca de 40% da produção mundial, não conseguiu chegar a acordo para diminuir a produção (como tinha acontecido no passado). Poucos dias depois da reunião o preço do petróleo (Brent) registava uma queda de mais de 10 dólares dos EUA (USD)/barril.

Não obstante estes desenvolvimentos cíclicos e estruturais de curto prazo, a ARC prevê que um desequilíbrio prolongado entre a oferta e a procura e consequente baixa dos preços irá obrigar os produtores com preços de extracção mais elevados a encerrar (sobretudo nos Estados Unidos), acabando por levar à estabilização do preço

do petróleo.

Desde o início de 2015 até ao presente o preço do petróleo já baixou cerca de 10%. O Annual Energy Outlook 2015 publicado pela Energy Information Administration (EIA) dos EUA apresenta três projecções. No cenário de referência, o preço real do petróleo (a preços de 2013) aumenta de 56 USD/barril em 2015 para 141 USD/barril em 2040. Num cenário de preços mais baixos, o preço chega a 76 USD/barril em 2040, enquanto que no cenário de preços mais altos atinge 252 USD/barril (sempre a preços de 2013).

Em Portugal, em todos os anos do período de 2010 a 2014, verificaram-se decréscimos anuais consecutivos na quantidade introduzida no consumo de todos os produtos sujeitos à constituição de reservas, excepto nos produtos da categoria B entre 2013 e 2014. O decréscimo médio anual foi mais expressivo para os produtos da categoria C (fuelóleos), tendo ascendido a 22,3%. Esta volatilidade, que no passado era essencialmente devida à variação na utilização das centrais termoeléctricas a fuelóleo, reflecte cada vez mais a progressiva substituição do fuelóleo por gás natural como combustível em unidades industriais. Os restantes produtos registaram menores decréscimos médios anuais das quantidades introduzidas no consumo: 6,1% na categoria D (gases de petróleo liquefeito – GPL); 5,5% na categoria A (gasolinas); e 2,8% na categoria B (gasóleos). Como já referido anteriormente, o menor decréscimo do consumo de gasóleo comparado com o dos outros produtos reflecte essencialmente o aumento da proporção de veículos movidos a gasóleo no parque automóvel em Portugal.

No período mais recente (2014), o volume de produtos petrolíferos introduzido no consumo registou descidas em todas as categorias, excepto na categoria B, em que aumentou 2,0%. Os decréscimos verificados nas categorias A (gasolinas), C (fuelóleo) e D (GL), que atingiram 1,7%, 19,0% e 3,9%, respectivamente, foram menores do que no período de 2009 a 2013.

Actividade da ENMC

A evolução das reservas geridas pela ENMC entre 2010 e o 1º semestre de 2015 foi a seguinte:

EVOLUÇÃO DAS RESERVAS A CARGO DA ENMC (EM TONELADAS NO FINAL DO PERÍODO)

TIPO	LOCALIZAÇÃO	NATUREZA	2010	2011	2012	2013	2014	2015 Jan a Jun
QUANTIDADES E PRODUTOS EFECTIVAMENTE DETIDOS								
Petróleo Bruto			817 297	817 297	817 297	817 297	872 582	771 728
	Alemanha	Próprias	397 297	397 297	397 297	83 818	0	0
	Petrogal - Sines	Próprias	420 000	420 000	420 000	420 000	218 081	210 100
	Petrogal - Leixões	Próprias	0	0	0	0	320 000	327 982
	Portugal - Torrejana / Cimpor		0	0	0	0	10 000	
	Petrogal	CSO Tickets	0	0	0	313 479	312 501	183 646
	Holanda	CSO Tickets	0	0	0	0	12 000	0
	Alemanha	CSO Tickets	0	0	0	0	0	50 000
Produtos Acabados								
Categoria A (Gasolinas)			51 400	51 400	51 400	51 400	51 400	51 400
	Petrogal - Sines	Próprias	51 400	51 400	51 400	51 400	27 423	21 279
	Petrogal - Aveiras		0	0	0	0	4 205	7 080
	Petrogal - Matosinhos		0	0	0	0	19 406	23 041
	Petrogal - Tanquisado		0	0	0	0	366	0
Categoria B (Gasóleos)			248 768	248 338	248 338	247 880	329 744	347 791
	Holanda	CSO Tickets	0	0	0	0	30 000	50 000
	Portugal - Torrejana	CSO Tickets	0	0	0	0	1 900	0
	Petrogal - Sines	Próprias	105 768	105 064	116 153	108 386	146 290	129 615
	POL NATO - Lisboa	Próprias	143 000	143 274	132 185	139 494	139 458	139 405
	Petrogal - Matosinhos		0	0	0	0	8 371	14 201
	Petrogal - Aveiras		0	0	0	0	0	14 570
	Petrogal - Tanquisado		0	0	0	0	3 725	0

Categoria C (Fuelóleos)		0	0	0	0	85 000	45 000
Holanda	CSO Tickets	0	0	0	0	40 000	0
Petrogal - Sines	Próprias	0	0	0	0	32 110	29 207
Petrogal - Matosinhos	Próprias	0	0	0	0	12 890	15 793
Categoria D (GPL)		9 000	9 000	9 000	9 000	6 000	6 000
Petrogal - Sines	Próprias	9 000	9 000	9 000	9 000	6 000	6 000
QUANTIDADES E PRODUTOS CORRESPONDENTES COM DISTRIBUIÇÃO DO PETRÓLEO BRUTO POR PRODUTOS ACABADOS (1)							
Produtos Acabados		1 021 118	1 032 046	1 042 318	1 066 126	872 582	771 728
Categoria A (Gasolinas)		198 148	226 302	209 956	195 442	125 333	107 958
Alemanha	Petróleo Bruto	70 308	85 022	77 076	16 428	0	0
Petrogal	Petróleo Bruto	76 440	89 880	81 480	82 320	125 333	107 958
Petrogal - Sines	Próprias	51 400	51 400	51 400	51 400	0	0
Petrogal	CSO Tickets	0	0	0	45 294	0	0
Categoria B (Gasóleos)		629 443	659 438	694 229	748 643	658 055	580 265
Holanda	CSO Tickets	0	0	0	226 686	0	0
Alemanha	Petróleo Bruto	185 140	199 840	211 362	45 597	0	0
Petrogal	Petróleo Bruto	195 720	211 260	223 440	228 480	658 055	580 265
Petrogal - Sines	Próprias	105 064	105 064	116 153	108 386	0	0
Petrogal	CSO Tickets	0	0	0	0	0	0
POL NATO - Lisboa	Próprias	143 519	143 274	143 274	139 494	0	0
Categoria C (Fuelóleos)		153 652	111 152	107 883	78 891	28 150	45 196
Holanda	CSO Tickets	0	0	0	18 433	0	0
Alemanha	Petróleo Bruto	74 692	54 032	52 443	50 400	0	0
Petrogal	Petróleo Bruto	78 960	57 120	55 440	10 058	28 150	45 196
Categoria D (GPL)		39 875	35 154	30 250	43 150	61 045	38 309
Alemanha	Petróleo Bruto	15 495	12 714	10 330	1 844	0	0
Petrogal	Petróleo Bruto	15 380	13 440	10 920	9 240	61 045	38 309
Petrogal - Sines	Próprias	9 000	9 000	9 000	9 000	0	0
Petrogal	CSO Tickets	0	0	0	23 066	0	0

Notas:

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

Fonte:

ENMC.

A análise da composição das reservas detidas pela ENMC no final de 2014 permite constatar o seguinte: que a ENMC detinha a propriedade de 70,5% das reservas a seu cargo (70,6% em 2013 e 100,0% no final de 2012), sendo o remanescente representado pelas quantidades contratadas através de CSOs; que 6,1% das reservas a cargo da ENMC estavam armazenadas fora de Portugal (14,7% no final de 2013) e eram integralmente detidas ao abrigo de CSOs; e que os produtos acabados representavam 35,1% do total de reservas, o que compara com 37,7% em 2013.

Durante os primeiros seis meses de 2014 a ENMC vendeu o remanescente das reservas de petróleo bruto que tinha armazenadas na Alemanha, não renovando o respectivo contrato de armazenagem com a IVG Logistik, GmbH (IVG), que venceu em Junho de 2014. Assim, actualmente as reservas próprias de petróleo bruto e das outras categorias de produtos petrolíferos da ENMC encontram-se armazenadas apenas em Portugal, essencialmente ao abrigo de contratos com a PETROGAL (para reservas de petróleo bruto, gasolina e gasóleo), e também com o Estado português, através da Direcção-Geral de Infra-Estruturas do Ministério da Defesa Nacional (DGIE).

O volume de negócios da ENMC continua a ter maioritariamente origem nos principais distribuidores de produtos petrolíferos em Portugal, nomeadamente: a PETROGAL, o líder de mercado, cuja holding (a GALP) não tem ratings atribuídos aos seus compromissos financeiros; a REPSOL, cuja holding tem ratings atribuídos aos seus compromissos financeiros de curto prazo de F-3 pela Fitch Ratings, Inc. (FITCH), P-3 pela Moody's Investors Service, Inc. (MOODY'S) e A-3 pela Standard & Poor's Financial Services LLC (STANDARD & POOR'S); a BP, cujos compromissos financeiros de curto prazo têm ratings atribuídos de A- pela STANDARD & POOR'S e pela FITCH; e a CEPESA, cujos compromissos financeiros não foram sujeitos a rating. Chama-se a atenção para a ausência de

ratings em dois dos casos. Dada a concentração da base de clientes da ENMC e consequente falta de transparência, a Empresa está sujeita a um nível potencialmente alto de risco de crédito, particularmente no que diz respeito à PETROGAL, que não tem *ratings* atribuídos e representa 42% dos proveitos da ENMC.

Como referido anteriormente, ocorreram várias alterações a nível organizacional na sequência da publicação do Decreto-Lei (DL) n.º 165/2013, que aumentou as funções e responsabilidades da ENMC. Nomeadamente, a empresa recrutou pessoal com novas competências e especializações, aumentando o seu quadro de pessoal para 23 colaboradores actualmente (face a 10 em 2014), a maioria dos quais contratados em 2015. O investimento em novo *software* e numa melhoria da plataforma web, referidos no anterior relatório de *rating*, foi já concluído. Finalmente, embora tivesse anteriormente comunicado a sua intenção de mudar para uma nova sede social (para albergar a sua estrutura de pessoal em crescimento), a ENMC decidiu em vez disso expandir as suas actuais instalações.

No dia 13 de Agosto de 2015 foi aprovado e implementado um novo sistema centralizado de informação sobre combustíveis que obriga todos os postos de abastecimento a reportar diariamente a quantidade de combustíveis vendidos e o respectivo preço de venda (IVA incluído) para uma base de dados na *cloud*. Adicionalmente, a ENMC constituiu uma "equipa de campo", isto é, uma equipa constituída por quatro pessoas destinada a inspeccionar as estações de serviço em todo o país. Estas inspecções incluem a recolha de amostras e dados sobre uma vasta gama de variáveis (preço, serviço ao cliente, instalações, etc.). Estes novos sistemas permitem à ENMC um melhor controlo do seu mercado doméstico, fazendo parte da sua estratégia para cumprir as novas responsabilidades que lhe foram cometidas pelo Decreto-Lei n.º 165/2013.

A Economia Portuguesa

Para uma análise alargada dos últimos desenvolvimentos da economia portuguesa, consultar o Relatório de *Rating* Soberano publicado pela ARC Ratings relativamente à República Portuguesa, disponível para consulta em: www.arcratings.com.

À data da publicação do presente relatório, os *ratings* atribuídos à República Portuguesa pela ARC Ratings eram os seguintes:

- Compromissos de médio e longo prazo: BBB-, com tendência estável; e
- Compromissos de curto prazo: A-3.

Capacidade de Geração de Fundos

O quadro abaixo apresenta os principais indicadores e rácios financeiros da ENMC no período de 2010 a 2014. O quadro inclui também os dados relativos aos primeiros seis meses de 2015, assim como as previsões para o ano completo de 2015.

PRINCIPAIS INDICADORES E RÁCIOS ECONÓMICO-FINANCEIROS DA ENMC (EM MILHARES DE EUROS)

	2010	2011	2012	2013	2014	2014 Jan a Jun	2015 Jan a Jun	2015 (P)
VOLUME DE NEGÓCIOS	32 020	31 089	37 922	219 427	79 747	61 248	12 280	25 629
EXCEDENTE BRUTO DE EXPLORAÇÃO (EBITDA (a))	9 415	8 273	16 240	126 816	32 839	27 223	4 460	3 155
RESULTADO OPERACIONAL (EBIT (b))	9 393	8 256	16 234	126 812	(21 927)	18 127	36 947	2 552
Resultado Financeiro	(8 895)	(8 242)	(16 135)	(125 300)	(859)	(838)	(458)	(329)
Resultado Corrente	498	15	99	1 511	(22 786)	17 289	36 489	2 223
Resultados Não Correntes	(47)	205	(41)	(1 509)	(4 067)	(1 196)	(1 092)	(2 182)
RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	450	220	58	3	(26 853)	16 094	35 397	41
Impostos S/ Rendimento do Exercício	134	62	31	11 896	16	0	0	689
RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	317	158	27	(11 894)	(26 869)	16 094	35 397	(648)

MEIOS LIBERTOS OPERACIONAIS (MLO)	12 356	10 470	13 495	127 852	7 208	4 174	3 760	5 232
Valor Contabilístico das Reservas	348 914	348 914	349 601	279 692	321 091	376 595	353 593	375 508
Valor de Mercado das Reservas	599 352	710 964	725 834	505 098	333 087	-	-	-
TOTAL DO ACTIVO	383 190	386 856	390 912	387 140	350 867	399 906	384 169	406 996
Fundo Maneio Líquido (FML)	381 027	373 358	377 009	359 990	335 221	386 780	369 656	382 886
Necessidades em Fundo Maneio (NFM)	350 077	349 556	351 677	350 177	321 212	376 400	353 993	375 192
Trsouraria Líquida (TRL)	30 949	23 802	25 331	9 813	14 009	10 379	15 663	7 694
Dívida Financeira	362 952	362 945	366 567	360 019	360 013	360 095	359 772	359 642
DÍVIDA FINANCEIRA LÍQUIDA	330 423	337 096	338 996	335 818	342 588	349 094	342 919	348 325
Cobertura da Dívida Financeira pelo Valor de Mercado das Reservas	1,65	1,96	1,98	1,40	0,93	-	-	-
EBITDA em % do Vol. Negócios	29,4%	26,6%	42,8%	57,8%	41,2%	44,4%	36,3%	12,3%
Rendibilidade Operacional do Volume de Negócios	29,3%	26,6%	42,8%	57,8%	-27,5%	29,6%	300,9%	10,0%
Rendibilidade Operacional do Activo	2,5%	2,1%	4,2%	32,8%	-6,2%	4,5%	9,6%	0,6%
Custo Bruto do Capital Alheio	2,5%	2,5%	4,6%	33,5%	0,4%	0,2%	0,1%	0,3%
RENDIBILIDADE LÍQUIDA DO VOLUME DE NEGÓCIOS	0,99%	0,51%	0,07%	(5,42%)	(33,69%)	26,28%	288,26%	(2,53%)
Cobertura dos Gastos Fin. de Financia/ Líq. pelo EBITDA	1,1	1,0	1,0	1,0	38,2	32,5	9,7	9,6
DÍVIDA FINANCEIRA LÍQUIDA / EBITDA (x)	35,1	40,7	20,9	2,6	10,4	12,8	76,9	110,4
AUTONOMIA FINANCEIRA	4,7%	5,4%	5,4%	2,7%	(4,7%)	7,0%	5,2%	8,4%
Endividamento	95,3%	94,6%	94,6%	97,3%	104,7%	93,0%	94,8%	91,6%
Estrut. do Endividamento (C.P. em % do Total)	0,6%	0,8%	0,9%	4,4%	1,4%	0,8%	1,2%	3,6%
Risco de Liquidez	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risco de Taxa de Juro (c)	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	99,5%	100,0%	100,0%	100,0%
LIQUIDEZ GERAL (Activo Corrente / Passivo Corrente)	17 868,9%	12 481,8%	11 117,8%	2 269,5%	6 728,0%	13 321,5%	8 793,0%	2 973,2%
LIQUIDEZ REDUZIDA ((Activo Corrente - Inventários) / Passivo Corrente)	1 597,5%	910,6%	901,0%	583,9%	379,4%	448,1%	477,7%	155,4%

Notas:

Valores arredondados.

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

Contas de 2010 a 2014 certificadas pela Caiano Pereira, António e José Reimão, S.R.O.C.

(a) Earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations.

(b) Earnings before interests and taxes.

(c) Assumido operadoras petrolíferas, não pela ENMC.

Fontes:

ENMC.

As contas da EGREP de 2014 possuem certificação legal pela sociedade de revisores oficiais de contas (SROC) Caiano Pereira, António e José Reimão, tendo sido auditadas pela Moore Stephens & Associados (assim como no exercício de 2013).

O desempenho financeiro da ENMC em 2014 foi fortemente afectado pela significativa baixa do preço do petróleo, tendo a empresa registado uma perda por imparidade de 54,3 M€ no período. Aquando da elaboração das contas do primeiro semestre de 2015, o preço do petróleo tinha recuperado parcialmente das perdas sofridas no exercício anterior, permitindo à ENMC registar um ganho de reversão da imparidade neste período. No entanto, o preço do petróleo voltou entretanto a registar novos mínimos, pelo que se prevêem novas perdas por imparidade nos próximos períodos.

A margem EBITDA, que é calculada antes da inclusão de perdas/reversões de imparidade, baixou 16,6 pontos percentuais (pp), situando-se em 41,2% em 2014. Em termos absolutos, o EBITDA decresceu 74,1%, de 126,8 M€ em 2013 para 32,8 M€ em 2014. É de realçar que no exercício de 2013 o volume de negócios da ENMC tinha registado um significativo aumento devido à venda de reservas de petróleo bruto para fazer face ao gasto incorrido com a liquidação antecipada de um contrato de swap. Para mais informação sobre este assunto, consultar o anterior relatório de *rating*, disponível em www.acratings.com.

O EBIT, que incorpora as perdas/reversões de imparidade, baixou 117,3%, de 126,8 M€ em 2013 para -21,9 M€ em 2014. Em consequência, o resultado do exercício também baixou, de -11,9 M€ em 2013 para -26,9 M€ em 2014 (-125,9%), assim como a rendibilidade líquida do volume de negócios, que registou uma descida homóloga de 28,3 pp, para -33,7%.

POLÍTICA FINANCEIRA

De acordo com a ENMC, não se registaram alterações nas políticas contabilísticas ou na estrutura accionista desde o último relatório de revisão.

No final de 2014 os activos totais da ENMC totalizavam 350,9 M€, o que representa uma descida face ao ano anterior de 36,3 M€ (-9,4%). Esta redução reflecte essencialmente a referida imparidade das reservas. Note-se que o elevado montante do saldo de clientes no final de 2013 (72,7 M€) traduz a venda especial de reservas de petróleo bruto em 2013 (para cobrir as despesas do swap). Este saldo foi reinvestido em reservas no primeiro semestre de 2014.

No final de 2014 o saldo de clientes ascendia a 1,3 M€, enquanto o valor contabilístico dos produtos petrolíferos detidos pela ENMC ascendia a 321,1 M€ (279,9 M€ no final de 2013). Na mesma data o valor de mercado destes produtos petrolíferos era de 333,1 M€ (505,1 M€ no final de 2013), o que excede o respectivo valor contabilístico em 12,0 M€ (225,4 M€ no final de 2013). A considerável redução deste diferencial traduz uma vez mais a acentuada quebra do preço do petróleo em 2014.

Os capitais próprios da ENMC ascendiam a -16,3 M€ no final de 2014, uma descida homóloga de 26,9 M€ que reflecte essencialmente o elevado prejuízo registado nesse exercício. O Fundo de Provisão, incluído em outras reservas nos capitais próprios, apresentava no final de 2014 um saldo de 13,8 M€ (face a 13,8 M€ no final de 2013, 12,2 M€ em 2012 e 2011, e 9,6 M€ no final de 2010).

O rácio da dívida sobre o activo da ENMC aumentou 9 pp no período, para 102,6%, embora deva ser salientado que este aumento resultou de uma redução do activo (especificamente do saldo de clientes) e não do aumento da dívida. No final de 2014 os capitais alheios da ENMC eram constituídos quase totalmente por dívida financeira (360,0 M€), composta pelo empréstimo obrigacionista sujeito a *rating*. É de salientar que o pagamento de juros do referido empréstimo está a cargo das operadoras petrolíferas e não da ENMC. No final de 2014 a cobertura proporcionada pelo valor de mercado das reservas de produtos petrolíferos detidas pela ENMC face ao valor do empréstimo era de 0,93 vezes, o que compara com 1,4 vezes no final de 2013 e 2,0 vezes no final de 2012 e 2011. Pela primeira vez o valor das reservas não foi suficiente para cobrir integralmente o valor do empréstimo obrigacionista. Para uma melhor compreensão e para efeitos comparativos, foram também avaliados os rácios de cobertura de duas congéneres europeias da ENMC. No final de 2014 a espanhola Corporación de Reservas Estratégicas de Productos Petrolíferos (CORES) apresentava um rácio de cobertura de 1,5 (2,5 em 2013). Nesta data, os *ratings* atribuídos aos compromissos financeiros de médio e longo prazo da CORES eram de BBB+ pela FITCH e BBB pela STANDARD & POOR's, ambos com tendência estável e iguais aos *ratings* atribuídos por estas agências aos compromissos financeiros de médio e longo prazo de Espanha. No caso da francesa Société Anonyme de Gestion de Stocks de Sécurité (SAGESS), o seu rácio de cobertura no final de 2014 era de 1,41 (2,1 em 2013). Na mesma data, o *rating* atribuído aos compromissos financeiros de médio e longo prazo da SAGESS pela STANDARD & POOR's era de AA, com tendência negativa, o mesmo *rating* atribuído por esta agência aos compromissos financeiros de médio e longo prazo de França.

No final de 2014 a tesouraria activa incluía disponibilidades de 2,7 M€ (1,2 M€ em 2013), aplicadas quase na totalidade em depósitos junto da Direcção-Geral do Tesouro, e activos financeiros de 2,9 M€ (17,1 M€ em 2013), inteiramente aplicados em CEDIC – Certificados Especiais de Dívida de Curto Prazo, emitidos pelo Instituto de Gestão do Crédito Público, I.P. (IGCP), à semelhança do verificado em exercícios anteriores e seguindo as orientações da Tutela. Adicionalmente, a ENMC detinha no final de 2014 investimentos financeiros no montante de 10,5 M€ (10,5 M€ em 2013), aplicados na totalidade em CEDIM – Certificados Especiais de Dívida de

Médio / Longo Prazo, também emitidos pelo IGCP. Note-se que a redução dos activos financeiros reflecte o pagamento do imposto sobre o rendimento de 2013 (11,9 M€) assim como o pagamento antecipado de impostos (7,2 M€), conforme exigido pela legislação portuguesa. De referir que a ENMC espera recuperar esse valor de impostos pagos antecipadamente (uma vez que o imposto sobre o rendimento de 2014 foi praticamente nulo), o que terá um impacto positivo nas contas.

De acordo com a legislação em vigor as reservas detidas pela ENMC têm que ser obrigatoriamente protegidas por seguros. Na sequência de um concurso público nacional realizado em 2014, os produtos petrolíferos propriedade da ENMC que se encontram armazenados no depósito POL NATO estão devidamente cobertos por uma apólice de seguro de riscos múltiplos contratada com a AIG. A cobertura de seguros para os produtos petrolíferos propriedade da ENMC que se encontram armazenados na PETROGAL é contratada pela PETROGAL, sendo o respectivo custo incluído nos custos de armazenagem pagos pela ENMC.

Devido ao elevado risco de sismo no local onde se encontram armazenadas as suas reservas de produtos petrolíferos (Zonas II e III do depósito POL NATO), a ENMC contratou, também com a AIG, uma apólice para a cobertura dos riscos ambientais decorrentes de sismo para estas reservas.

PERSPECTIVAS

As perspectivas da ENMC para 2015 encontram-se na última coluna da direita do quadro dos indicadores financeiros e rácios, apresentado nas páginas 6 e 7. Para o ano completo de 2014 as previsões da ENMC são de atingir um volume de negócios de 25,6 M€ (79,7 M€ em 2014, que incluía a venda de reservas), EBITDA de 3,2 M€ (32,8 M€ em 2014), EBIT de 2,6 M€ (-21,9 M€ em 2014) e um resultado líquido de -0,6 M€ (-26,9 M€ em 2014).

Chama-se a atenção para os ganhos de reversões de imparidade de 32,5 M€ registados no primeiro semestre de 2015. Uma vez que este ganho foi registado depois da elaboração das previsões, o desempenho financeiro real da ENMC deverá diferir significativamente do previsto. Concretamente, o ganho de reversão de imparidade implicará um resultado líquido em 2015 superior ao previsto. No entanto, desde a dada da elaboração das contas semestrais de 2015 o preço do petróleo tem vindo a atingir novos mínimos, o que poderá levar à revisão em baixa do valor dos activos antes do final de 2015.

O orçamento da ENMC para 2015, datado de Dezembro de 2014, prevê, para a unidade de reservas petrolíferas (URP), uma significativa redução nos preços de armazenagem dos produtos petrolíferos (-16,9%, ou -3,8 M€, para 18,9 M€), devido a alterações na armazenagem das reservas e a renegociações de contratos já concluídas, e a duplicação dos custos com pessoal e com os restantes fornecimentos e serviços externos (para 2,0 M€), para fazer face a novas obrigações. O orçamento considera também uma dotação de 2,2 M€ para o Fundo de Provisão. Quanto à introdução ao consumo de produtos petrolíferos, são previstas reduções de 2,0% nas gasolinas e GPL, de 0,5% no gasóleo e de 10,0% no fuelóleo. O orçamento assume também que as restantes unidades de negócio da ENMC terão um impacto positivo de 17 mil euros nos resultados de 2015. A ARC estima que o impacto líquido destes pressupostos na situação da ENMC em 2015 será relativamente pequeno.

ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

Para efeitos desta análise, é conveniente considerar o impacto das flutuações do preço do petróleo no valor das reservas da ENMC, e consequentemente na cobertura do empréstimo pelas reservas (rácio de cobertura).

O quadro seguinte apresenta o impacto que vários graus de flutuação do preço do petróleo teriam no rácio de

cobertura do empréstimo de 360,0 M€.

COBERTURA DO EMPRÉSTIMO OBRIGACIONISTA POR RESERVAS (EM MILHARES DE EUROS)

<i>Flutuação dos Preços do Petróleo:</i>	40%	20%	10%	5%	0%	-5%	-10%	-20%	-40%
Valor Contabilístico das Reservas (Final de 2014)	321 091	321 091	321 091	321 091	321 091	321 091	321 091	321 091	321 091
Valor de Mercado das Reservas	466 322	399 704	366 396	349 741	333 087	316 433	299 778	266 470	199 852
Dívida Financeira (Final de 2014)	360 013	360 013	360 013	360 013	360 013	360 013	360 013	360 013	360 013
Cobertura do Empréstimo (Valor de Mercado das Reservas / Dívida Financeira)	1,30	1,11	1,02	0,97	0,93	0,88	0,83	0,74	0,56

Como seria de esperar, este quadro permite concluir que flutuações moderadas no preço do petróleo não influenciariam significativamente o rácio, mas que o impacto seria cada vez mais relevante à medida que os desvios face ao preço actual fossem cada vez maiores (10%, 20%, etc.). Pressupondo que o apoio total do Estado Português se mantém, mesmo as maiores descidas no preço do petróleo acima referidas não sujeitariam o *rating* a uma grande pressão no sentido da baixa. No entanto, caso esse apoio seja retirado, o impacto no *rating* poderia ser considerável.

Como já foi referido, o empréstimo obrigacionista sujeito a revisão representa praticamente a totalidade da dívida financeira da ENMC, vencendo juros a uma taxa indexada à Euribor a seis meses. Uma vez que o pagamento de juros está a cargo das operadoras petrolíferas, a ENMC não está directamente exposta a flutuações adversas nas taxas de juro, sendo este risco suportado pelas operadoras.

CONDIÇÕES DA EMISSÃO

O *rating* atribuído aplica-se especificamente ao empréstimo obrigacionista no montante de 360,0 M€ emitido pela EGREP - Entidade Gestora de Reservas Estratégicas de Produtos Petrolíferos, E.P.E. (EGREP), que entretanto alterou a sua denominação para ENMC – Entidade Nacional para o Mercado de Combustíveis, E.P.E. (ENMC), em 6 de Agosto de 2008, nas condições descritas no Relatório de *Rating* de 2 de Junho de 2008, das quais salientamos as seguintes:

- prazo de 20 anos, com pagamento do capital de uma só vez no final do prazo, que ocorrerá a 6 de Agosto de 2028;
- possibilidade de reembolso antecipado, no todo mas não em parte, por iniciativa da emitente, em 8 de Agosto de 2016 e em 7 de Agosto de 2023 ou: “no caso de se verificarem, cumulativamente, as seguintes circunstâncias:
 - 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 à emitente o pagamento de montantes adicionais aos previstos na documentação contratual;
 - a imposição referida não possa ser evitada pela 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 da emitente ou se esta deixar de ter o estatuto de entidade pública empresarial;
 - se qualquer alteração ao enquadramento legal da emitente eliminar ou restringir 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 a emitente.

Para mais informação sobre a emissão do empréstimo obrigacionista, consultar o Relatório de *Rating* de 2 de Junho de 2008, disponível em: www.arcratings.com.

AVISO LEGAL

Note-se que a ARC Ratings não é um consultor legal, fiscal ou financeiro, apenas atribui uma opinião de crédito dos títulos notados. Por exemplo, a notação não cobre uma potencial mudança nas leis, nem pode ser considerada como uma auditoria. Além disso, a ARC Ratings não é parte nos contratos das emissões. Os utilizadores dos nossos *ratings* devem ter conhecimento dos contratos das emissões e do respectivo funcionamento, devem formar os seus próprios pontos de vista a esse respeito, não devem depender na ARC Ratings para aconselhamento legal, fiscal ou financeiro, e são incentivados a entrar em contacto com os consultores relevantes.

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

Site: 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 Revisão deve ser preferencialmente lido em conjunto com o Relatório de Rating inicial e com os respectivos relatórios de Revisão.

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*.

Previamente à atribuição ou revisão de uma notação de *rating*, a ARC Ratings faculta à entidade cujos compromissos financeiros são sujeitos a *rating* documentação que suporta a notação a atribuir (relatório preliminar de *rating*), dando-lhe, assim, oportunidade para clarificação ou correcção factual da mesma, para que a notação atribuída seja o mais correcta possível. Os comentários da entidade cujos compromissos financeiros são sujeitos a *rating* são tidos em conta pela ARC Ratings na atribuição da notação.

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 cerrep.esma.europa.eu/cerrep-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).

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 da revisão, excepto se trate de um *rating* pontual. 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.

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, verificação e tratamento da informação para efeitos da análise de *rating*, a ARC Ratings não se pode responsabilizar pela sua exactidão, 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.