

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) confirmou o *rating* "BB+" atribuído ao empréstimo obrigacionista no montante de 360,0 milhões de euros (M€) emitido pela ENMC - Entidade Nacional para o Mercado de Combustíveis, E.P.E. (ENMC), a 6 de Agosto de 2008. A ARC Ratings também alterou a tendência, de negativa, para estável em resultado da recuperação dos preços do petróleo, que se espera seja sustentável de acordo com previsões consensuais e, conseqüentemente, da recuperação da cobertura da dívida financeira pelas reservas de produtos petrolíferos a valor de mercado, e aumento de investimentos em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português. Adicionalmente, a ARC assume que, no processo de reorganização em estudo das entidades públicas com responsabilidades no setor energético em Portugal, a ENMC manterá a sua função principal de ser a entidade central de armazenagem, na constituição e manutenção da parcela considerada estratégica das reservas de segurança nacionais de petróleo e produtos petrolíferos e, em consequência desse papel, continuará também a ser uma "entidade pública empresarial".

PERFIL DA EMPRESA

A ENMC, fundada em 2001 e sediada em Portugal, mantém-se uma entidade detida pelo Estado e tem a função, atribuída por lei, de ser para Portugal a entidade central de armazenagem, na constituição e manutenção da parcela considerada estratégica das reservas de segurança nacionais de petróleo e produtos petrolíferos. As responsabilidades da empresa incluem também a supervisão do Sistema Petrolífero Nacional, a monitorização dos mercados de petróleo bruto, produtos de petróleo, gás de petróleo liquefeito e biocombustíveis, promoção da segurança técnica e da qualidade dos carburantes, bem como no âmbito da prospeção, pesquisa, desenvolvimento e exploração de recursos petrolíferos.

OS FACTORES CHAVE DA NOTAÇÃO DA ENMC SÃO OS SEGUINTE:

- Detida pelo Estado – o capital social da ENMC é inteiramente detido pelo Estado Português. Conseqüentemente, o *rating* atribuído à Empresa está fortemente ligado aos *ratings* da República Portuguesa (BBB-/Estável/A-3), embora não exista obrigação de apoio atempado, mas o Estado Português é o responsável último pelas obrigações da ENMC, conforme está estabelecido por lei ("em caso de extinção da ENMC, o Estado assume eventuais perdas derivadas da liquidação de ativos, bem como responsabilidades residuais").
- Estabilidade financeira e perfil da dívida favorável – Em 2016, em resultado da recuperação do preço do petróleo, a imparidade em inventários foi revertida o que teve um impacto positivo nos capitais próprios (que passaram a positivos). Acima de tudo, as despesas da ENMC (incluindo os juros do empréstimo obrigacionista) têm sido totalmente cobertas pelas receitas, provenientes sobretudo dos operadores no mercado dos produtos petrolíferos. Adicionalmente, os níveis da dívida da Empresa

DATA DO RATING
7 de Setembro de 2017

VALIDADE DO RATING
7 de Setembro de 2018

RATING INICIAL
2 de Junho de 2008

ÚLTIMA REVISÃO
15 de Setembro de 2016

DATA DA PRÓXIMA REVISÃO
7 de Setembro de 2018

PERÍODO ANALISADO
Histórico: 2012 ao 1ºT 2017
Previsional: 2017 e 2018

INFORMAÇÃO ANALISADA
Relatórios e Contas da ENMC
Contas Intercalares da ENMC
Orçamento para 2017 e 2018 da ENMC
Detalhe das Reservas da ENMC
Perspetivas para o Mercado das Mercadorias do Banco Mundial
Relatórios e Contas de Pares

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

CONTACTOS

Isabel Fernandes
Analista Principal
isabel.fernandes@arcratings.com

Emma-Jane Fulcher
Chief Ratings Officer &
Presidente do Painel
emma.fulcher@arcratings.com

Maidstone Studios
New Cut Road, Vinters Park
Maidstone, Kent ME14 5 NZ,
UNITED KINGDOM
Tel: +44 (0) 1622 684548
Website: www.arcratings.com

mantêm-se praticamente inalterados, consistindo no empréstimo obrigacionista que é notado (360 M€, reembolsáveis em 2028), os investimentos em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português aumentaram e a tesouraria permaneceu positiva.

- 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: Galp Energia, SGPS, S.A. (Galp Energia), Repsol, S.A. (Repsol), BP p.l.c. (BP) e Compañía Española de Petróleos S.A. (CEPSA).

OS PRINCIPAIS CONSTRANGIMENTOS DAS NOTAÇÕES DA ENMC SÃO:

- Volatilidade do preço do petróleo e cobertura do empréstimo pelas reservas – Devido à natureza da atividade da empresa e à concentração dos seus ativos, o desempenho financeiro da ENMC está fortemente exposto às flutuações do preço do petróleo. Contudo, a cobertura da dívida financeira pelas reservas recuperou para 1,07 vezes no fim de 2016 (de 0,66 vezes no fim de 2015) e permaneceu acima de 1,0 vezes em 24 de Abril de 2017. Dado o montante significativo de aplicações em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português e de disponibilidades detidas pela ENMC, a cobertura da dívida financeira líquida por reservas aumentou para 1,20 vezes no fim de 2016.
- Concentração da base de clientes – A maioria dos proveitos da ENMC continua a ser proveniente de apenas quatro empresas: Repsol (que representou 27% dos proveitos da ENMC em 2016), Galp Energia (24%), BP e CEPSA (16% cada).

ACIONISTA E GOVERNANCE

O capital social da ENMC é totalmente detido pelo Estado Português, sendo uma “entidade pública empresarial”, dotada de autonomia administrativa, financeira e patrimonial.

À ENMC foi atribuída por lei, desde o fim de 2001, a função de entidade central de armazenagem em Portugal, na constituição e manutenção da parcela considerada estratégica das reservas de segurança nacionais de petróleo e produtos petrolíferos. As responsabilidades adicionais, incluindo a monitorização dos mercados de petróleo bruto, produtos de petróleo, gás de petróleo liquefeito e biocombustíveis, promoção da segurança técnica e da qualidade dos carburantes, bem como no âmbito da prospeção, pesquisa, desenvolvimento e exploração de recursos petrolíferos, foram atribuídas à ENMC no fim de 2013 e foram gradualmente implementadas durante 2014 e o primeiro semestre de 2015. Novas funções na supervisão do Sistema Petrolífero Nacional foram atribuídas pelo Decreto-Lei n.º 244/2015, de 19 de Outubro de 2015, com aplicação em 2016. Em 2017 foi concluído o processo de reorganização da ENMC com todas as suas novas funções. Este processo envolveu também alterações no Conselho de Administração da Empresa que ocorreram em Dezembro de 2016.

As reservas de segurança nacionais de petróleo e produtos petrolíferos compreendem a 90 dias de importações líquidas diárias médias de petróleo bruto e produtos petrolíferos no ano anterior e a sua constituição e manutenção são obrigação dos operadores do mercado de produtos petrolíferos, de acordo com a respetiva quota de mercado. A parcela das reservas a ser mantida pela ENMC (reservas estratégicas), em substituição dos operadores de mercado, corresponde a “um terço da obrigação de constituição de reservas pelos operadores obrigados”, ou seja, a 30 dias de importações líquidas diárias médias de petróleo bruto e produtos petrolíferos no ano anterior.

De acordo com os termos da lei, o seguinte continua a aplicar-se à ENMC:

- em caso de extinção da Empresa, o Estado assume eventuais perdas derivadas da liquidação de ativos, bem como responsabilidades residuais;

- os encargos associados à constituição e manutenção das reservas estratégicas são integralmente suportados pelos operadores obrigados à constituição de reservas de segurança;
- a ENMC é obrigada a constituir um fundo de provisão (registado em capitais próprios) através de dotações anuais, com objetivo de atingir pelo menos um valor correspondente a 25% do custo de aquisição das reservas (no fim de Março de 2017 o fundo de provisão correspondia a 8,0% do custo de aquisição das reservas, uma percentagem que tem vindo a aumentar desde o final de 2014);
- caso a ENMC tenha que efetuar 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 com a utilização proporcional do fundo de provisão, o Estado assumirá a perda resultante através de uma dotação extraordinária para o fundo.

Em Julho de 2016 foi nomeado, pelo Governo, o novo Revisor Oficial de Contas, Moore Stephens & Associados, SROC, S.A.. O Relatório de Auditoria de 2015 foi emitido sem reservas.

Para todos os períodos analisados a ARC Ratings considerou os custos com o fundo de provisão como não correntes, deixando de afetar o EBITDA e o resultado operacional.

A 30 de Março de 2016 foi publicada a Lei nº 7-A/2016, que aprovou o Orçamento de Estado português para 2016, e incluiu uma alteração aos Estatutos da ENMC isentando de imposto sobre o rendimento os resultados da atividade de gestão de reservas estratégicas de produtos petrolíferos.

Encontra-se em estudo uma reorganização de entidades públicas com responsabilidades no setor energético em Portugal. Espera-se que a ENMC mantenha a sua principal função de ser a entidade central portuguesa de armazenagem, na constituição e manutenção da parcela considerada estratégica das reservas de segurança nacionais de petróleo e produtos petrolíferos e, em consequência desse papel, também deverá permanecer uma "entidade pública empresarial", uma premissa assumida pela ARC Ratings.

CAPACIDADE DE GERAÇÃO DE FUNDOS E EVOLUÇÃO RECENTE

Em 2016, a quantidade total de produtos petrolíferos introduzida no consumo em Portugal aumentou 1,5%, para 7,8 milhões de toneladas (Mton), face a um aumento de 2,6% em 2015 e uma estabilização em 2014. Os aumentos nas categorias B (gasóleos) e C (fuelóleos) continuaram a compensar os decréscimos registados nas categorias A (gasolinas) e D (gases de petróleo liquefeito – GPL). O *mix* da quantidade de produtos petrolíferos introduzida no consumo em Portugal não se alterou, com a quantidade da categoria B a representar mais de três quartos e a da categoria A cerca de 14%. As reservas de segurança exigidas a nível nacional (90 dias) e as reservas estratégicas exigidas à ENMC (30 dias) aumentaram 1,2% em 2016, em agregado, para 1 928,2 mil toneladas (mton) e 642,7 mton, respetivamente.

Em 2016, a ENMC aumentou as suas reservas contratadas através de *CSO Tickets* ("*Compulsory Stockholding Obligation*"), de 140 mton no fim de 2015, para 249 tton no fim de 2016, enquanto as reservas próprias estabilizaram em 938 mton. Assim, a ENMC continuava a manter no fim de 2016 uma folga significativa entre as suas reservas próprias e as reservas estratégicas legalmente exigidas (642,7 mton), com significativas folgas em todas as categorias, permitindo à ENMC continuar a substituir em parte as obrigações próprias dos operadores. Os *CSO Tickets* são contratados consoante a procura no mercado para que a ENMC substitua os operadores.

A análise da composição das reservas da ENMC no fim de 2016 mostra que: a ENMC continua a deter a maioria das reservas (79%), sendo o remanescente contratado através de *CSO Tickets*; a totalidade das reservas da ENMC

estava armazenada em Portugal (enquanto que 7,4% estavam armazenadas fora de Portugal no final de 2015); e os produtos acabados representavam 42,1% do total de reservas (face a um terço legalmente exigido e a 39,9% no final de 2015).

A armazenagem das reservas próprias da ENMC em Portugal é realizada ao abrigo de contratos com a Galp Energia (armazenadas sobretudo junto às refinarias de petróleo da Galp Energia de Matosinhos, perto do Porto no Norte de Portugal, e de Sines, no Sul de Portugal) e com o Estado Português (para os depósitos POL NATO perto de Lisboa). A ENMC está a estudar a possibilidade de futuro armazenamento em cavernas em Portugal, as quais apresentam algumas vantagens decorrentes da sua localização subterrânea.

RESERVAS DE PETRÓLEO E PRODUTOS PETROLÍFEROS DA ENMC (EM TONELADAS NO FIM DO PERÍODO)

	2012	2013	2014	2015	2016
RESERVAS PRÓPRIAS	1 126 035	812 098	948 325	938 273	938 192
PETRÓLEO	817 297	503 818	548 081	538 082	538 082
GASOLINA	51 400	51 400	51 400	51 400	51 400
GASÓLEO	248 338	247 880	297 844	297 791	297 710
FUELÓLEO	0	0	45 000	45 000	45 000
GPL	9 000	9 000	6 000	6 000	6 000
CSO TICKETS	0	313 479	396 401	140 000	249 000
PETRÓLEO	0	313 479	324 501	110 000	149 000
GASOLINA	0	0	0	10 000	0
GASÓLEO	0	0	31 900	20 000	100 000
FUELÓLEO	0	0	40 000	0	0
GPL	0	0	0	0	0
TOTAL DE RESERVAS DA ENMC	1 126 035	1 125 577	1 344 726	1 078 273	1 187 192
PETRÓLEO	817 297	817 297	872 582	648 082	687 082
GASOLINA	51 400	51 400	51 400	61 400	51 400
GASÓLEO	248 338	247 880	329 744	317 791	397 710
FUELÓLEO	0	0	85 000	45 000	45 000
GPL	9 000	9 000	6 000	6 000	6 000
TOTAL DE RESERVAS DA ENMC - EQUIV. EM PRODUTOS ACABADOS	1 351 056	1 374 406	1 344 726	1 078 273	1 187 192
GASOLINA	261 356	246 842	176 733	151 883	145 073
GASÓLEO	942 567	996 523	987 799	808 510	921 356
FUELÓLEO	107 883	78 891	113 150	75 744	78 105
GPL	39 250	52 150	67 045	42 136	42 658
TOTAL DE RESERVAS DA ENMC EM DIAS DE CONSUMO					
GASOLINA	56	57	60	51	50
GASÓLEO	37	44	64	50	47
FUELÓLEO	64	57	170	75	43
GPL	17	25	46	36	55

Fonte:
ENMC.

A utilização dos depósitos POL NATO pela ENMC é realizada ao abrigo de um novo contrato datado de 1 de Julho de 2016 pelo período de 25 anos. De acordo com as condições deste contrato, a ENMC paga uma renda anual de 1,1 M€ (atualizada anualmente pela taxa de inflação do ano anterior) que poderá ser reduzida, com um mínimo de 0,4 M€, se o remanescente for gasto pela ENMC na gestão e em investimentos de melhoria das infraestruturas. Este foi um importante acordo para a ENMC dada a falta de investimentos realizados pelo Estado Português na infraestrutura, para além de ter permitido baixar a renda anual anterior (1,7 M€). No âmbito deste acordo a ENMC ficou também com a obrigação de realizar investimentos adicionais, inicialmente estimados em 15 M€. De acordo com as estimativas mais recentes, no período de 2017 a 2020 este investimento poderá atingir 16,8 M€ (com o

maior esforço de investimento concentrado em 2020, de 12,9 M€). A realização deste plano de investimento prioritário permitirá atingir significativas melhorias nas condições dessas instalações estratégicas e visa dotá-las de maior operacionalidade, manutenção e capacidade de mobilização onde estão localizadas uma parte das reservas estratégicas. A ENMC planeia financiar estes investimentos com os seus fundos próprios (as suas aplicações financeiras de curto prazo ultrapassavam os 34 M€ no fim de Março de 2017 e deverão aumentar).

ENMC - DADOS FINANCEIROS E RÁCIOS (MILHARES DE EUROS)

	2012	2013	2014	2015	2016	2016 Jan a Mar	2017 Jan a Mar	2017 (P)	2018 (P)	2018 (P) Cenário B
VOLUME DE NEGÓCIOS	37 922	219 427	79 747	24 562	24 331	8 154	6 645	25 455	25 504	25 504
EBITDA	16 240	126 816	32 839	8 519	6 857	4 240	2 541	6 375	4 324	4 324
RESULTADO OPERACIONAL (EBIT)	16 234	126 812	(21 927)	(76 845)	114 371	18 532	2 541	6 115	3 677	(31 326)
RESULTADO FINANCEIRO	(16 135)	(125 300)	(859)	(41)	625	120	172	(136)	(154)	(154)
RESULTADOS NÃO CORRENTES	(41)	(1 509)	(4 067)	(7 802)	(7 518)	(524)	(983)	(3 931)	(4 020)	(4 020)
RESULTADO LÍQUIDO	27	(11 894)	(26 869)	(84 707)	107 477	18 128	1 730	2 048	(497)	(35 500)
MEIOS LIBERTOS OPERACIONAIS (MLO)	13 495	127 852	7 208	9 425	9 825	4 039	n.av.	8 101	3 538	3 538
MEIOS LIBERTOS LÍQUIDOS (MLL)	976	(3 988)	(12 670)	14 605	9 417	3 548	n.av.	8 372	3 617	3 617
MEIOS LIBERTOS P/ ACC. E CREDORES	972	(4 063)	(12 736)	14 335	9 053	3 452	n.av.	6 814	2 031	2 031
VALOR CONTABILÍSTICO DAS RESERVAS	349 601	279 692	321 091	235 750	343 337	251 401	343 337	343 338	343 338	308 334
VALOR DE MERCADO DAS RESERVAS	725 834	505 098	333 087	237 087	385 418	251 401	355 035	385 418	385 418	308 334
TOTAL DO ACTIVO	390 912	387 140	350 867	270 790	387 783	290 053	394 632	396 162	399 243	364 240
FUNDO MANEIO LÍQUIDO (FML)	377 009	359 990	335 221	256 289	370 532	275 671	372 655	374 794	377 378	342 374
NECESSIDADES EM FUNDO MANEIO (NFM)	351 677	350 177	321 212	234 817	343 341	251 232	343 810	342 632	342 757	307 753
TESOURARIA LÍQUIDA (TRL)	25 331	9 813	14 009	21 473	27 191	24 439	28 845	32 162	34 621	34 621
DÍVIDA FINANCEIRA	366 567	360 019	360 013	359 676	359 539	359 504	359 539	359 539	359 539	359 539
DÍVIDA FINANCEIRA LÍQUIDA*	333 689	331 239	343 971	329 298	320 098	326 047	314 766	313 113	311 253	311 253
VALOR DE MERCADO DAS RESERVAS / DÍVIDA FINANCEIRA	1,98	1,40	0,93	0,66	1,07	0,70	0,99	1,07	1,07	0,86
VALOR DE MERCADO DAS RESERVAS / DÍVIDA FIN. LÍQUIDA	2,18	1,52	0,97	0,72	1,20	0,77	1,13	1,23	1,24	0,99
Margem de Contribuição (%)	42,0%	57,7%	41,8%	35,7%	31,4%	56,0%	43,1%	28,2%	20,1%	20,1%
Margem EBITDA (%)	42,8%	57,8%	41,2%	34,7%	28,2%	52,0%	38,2%	25,0%	17,0%	17,0%
Rend. Operacional do Volume de Negócios (%)	42,8%	57,8%	(27,5%)	(312,9%)	470,1%	227,3%	38,2%	24,0%	14,4%	(122,8%)
Rend. Operacional do Activo (%)	4,2%	32,8%	(6,2%)	(28,4%)	29,5%	25,6%	2,6%	1,5%	0,9%	(8,6%)
Custo Bruto do Capital Alheio (%)	4,6%	33,5%	0,4%	0,2%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rend. Líquida do Volume de Negócios (%)	0,1%	(5,4%)	(33,7%)	(344,9%)	441,7%	222,3%	26,0%	8,0%	(1,9%)	(139,2%)
Taxa de Distribuição de Resultados (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Cobertura dos Juros pelo EBITDA (x)	1,0	1,0	20,7	11,6	80,3	77,3	-	46,9	28,1	28,1
Cobertura dos Juros Líquidos pelo EBITDA (x)	1,0	1,0	38,2	209,8	-	-	-	46,9	28,1	28,1
Cobertura dos Juros Liq. Pagos pelos MEIOS LIBERTOS LÍQUIDOS (x)	1,1	1,0	(11,0)	27,2	-	16,4	-	-	-	-
Dívida Financeira / EBITDA (x)	22,6	2,8	11,0	42,2	52,4	21,2	35,4	56,4	83,1	83,1
Dívida Financeira Líquida / EBITDA (x)	20,5	2,6	10,5	38,7	46,7	19,2	31,0	49,1	72,0	72,0
Autonomia Financeira (%)	5,4%	2,7%	(4,7%)	(34,4%)	5,6%	(25,3%)	6,2%	7,0%	7,8%	(1,0%)
NET GEARING (Div. Líquida / Capital Próprio) (x)	15,9	31,5	(21,0)	(3,5)	14,7	(4,4)	12,9	11,3	10,0	(83,0)
Estrutura da Dívida Financeira (% exigível a curto prazo)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Risco de Taxa de Juro (%)**	0,0%	100,0%	99,5%	99,8%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Liquidez Geral	11 117,8%	2 269,5%	6 728,0%	7 162,6%	6 163,7%	7 309,4%	3 605,5%	4 313,8%	4 564,4%	4 150,3%
Liquidez Reduzida	901,0%	583,9%	379,4%	666,0%	545,0%	734,7%	375,8%	453,7%	502,7%	502,7%

Notas:

Valores arredondados.

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

Contas de 2012 a 2014 certificadas pela Caiano Pereira, António e José Reimão, S.R.O.C., Contas de 2015 certificadas pela Moore Stephens & Associados, S.R.O.C., S.A.

*Dívida financeira líquida de disponibilidades e aplicações financeiras em instrumentos de dívida do Estado Português.

**Assumido operadoras petrolíferas, não pela ENMC.

Fontes:

ENMC.

As receitas da ENMC da sua atividade principal (detenção e gestão de reservas de petróleo e produtos petrolíferos) correspondem à recuperação dos operadores de mercado das suas despesas nesta atividade, de forma a ter um

resultado líquido a tender para zero (exceto quanto aos ganhos e perdas na valorização ou na venda de reservas), e os montantes a receber são calculados anualmente a partir das previsões de despesas da ENMC. Ocasionalmente a ENMC poderá vender reservas, como ocorreu em 2013 e 2014. As despesas com as outras atividades (muito inferiores) devem ser cobertas pelas receitas dessas atividades.

Assim, o volume de negócios da ENMC continua a ter maioritariamente origem nos principais distribuidores de produtos petrolíferos em Portugal, nomeadamente:

- a Repsol (em 2016 representou 27% dos proveitos da ENMC), que não é notada pela ARC (BBB-/Positiva/A-3 pela Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Baa2/Estável pela Moody's Investors Service, Inc. (Moody's); e BBB/Estável/F3 pela Fitch Ratings, Inc. (Fitch));
- a Galp Energia (24% dos proveitos da ENMC), o líder de mercado; a Galp Energia não tem *ratings* atribuídos; a Galp Energia é também o principal fornecedor de armazenagem de reservas da ENMC;
- a BP (16%), que não é notada pela ARC (A-/Estável/A-2 pela S&P; A1/Positiva pela Moody's; e A/Estável pela Fitch); e
- a CEPSA (16%), que não tem *ratings* atribuídos.

O desempenho financeiro da ENMC em 2016 foi positivamente afetado pela reversão de parte significativa das perdas por imparidade registadas nos anos anteriores (85,3 M€ em 2015 e 54,3 M€ em 2014). A reversão da perda por imparidade em 2016 ascendeu a 107,6 M€, como resultado da recuperação do preço do petróleo desde Janeiro de 2016, embora com flutuações. Assim, a ENMC registou um resultado líquido de 107,5 M€ em 2016, revertendo os prejuízos registados em 2015 (84,7 M€) e em 2014 (26,9 M€, em que a imparidade de 54,3 M€ foi parcialmente compensada por um ganho de 27,3 M€ obtido na venda de reservas).

Em 2016 a ENMC registou um aumento dos gastos operacionais em resultado das novas funções de supervisão do Sistema Petrolífero Nacional. Porém, estes gastos foram inferiores aos estimados devido principalmente à não necessidade de efetuar a prevista rotação de stocks de gasóleo, a custos mais baixos de manutenção e segurança das infraestruturas POL NATO e a redução de custos com CSO Tickets (num contexto de maior número de *tickets* contratado, mas a custos unitários inferiores).

Os gastos com juros, que estão afetos à atividade de gestão de reservas petrolíferas (a dívida financeira foi contratada para financiar a aquisição de reservas), ascenderam 0,1 M€ em 2016 (face a 0,7 M€ em 2015) refletindo a tendência de redução da taxa Euribor a seis meses. Com efeito, num contexto de taxa Euribor a seis meses negativa, a ENMC não pagou juros a maior parte do ano de 2016. Nestas condições, os gastos com juros foram mais que compensados pelos ganhos com juros, provenientes das suas aplicações em títulos emitidos pelo Estado Português. Assim, a cobertura dos gastos com juros pelo EBITDA aumentou, de 11,6 vezes em 2015, para 80,3 vezes em 2016.

Beneficiando de um contexto favorável, em 2016, como ocorreu em 2015, a ENMC fez um aumento extraordinário do fundo de provisão no valor de 7,5 M€ (face a 2,0 M€ previstos e a 7,8 M€ realizado em 2015), compensando os menores aumentos realizados nos últimos anos (incluindo nenhum reforço em 2014) e por forma a apresentar um resultado antes de impostos nulo antes do registo da reversão da perda por imparidade em inventário.

POLÍTICA FINANCEIRA

No fim de 2016 os ativos da ENMC ascendiam a 387,8 M€, o que representa um aumento de 117 M€, ou de 43%, face ao fim de 2015, refletindo principalmente a referida reversão da perda por imparidade das reservas de

produtos petrolíferos, valorizando-as nas contas da empresa em 343,3 M€ (o qual é 42,1 M€ inferior ao seu valor de mercado no final de 2016). Adicionalmente, merece destaque o aumento de 9,1 M€, para 29,0 M€, do valor total de disponibilidades e de investimentos de curto prazo em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português. O montante investido em títulos de dívida de médio e longo prazo emitidos pelo Estado Português foi mantido em 10,5 M€.

Em 2016 a ENMC realizou investimentos em ativos fixos no montante total de 0,4 M€, face a 0,3 M€ em 2015, incluindo nomeadamente os custos com o *dossier* de preços de transferência e vários investimentos em sistemas de informação.

Os capitais próprios da ENMC voltaram a assumir um valor positivo no final de 2016, de 21,8 M€ (face a -93,2 M€ no fim de 2015), maioritariamente decorrente do resultado líquido de 2016. O fundo de provisão, incluído em capitais próprios, aumentou de 21,6 M€ no fim de 2015 para 29,1 M€ no fim de 2016 e para 30,1 M€ no final de Março de 2017 (correspondendo a 8,0% do custo de aquisição das reservas, face a 5,8% no fim de 2015). Nesta data, o fundo de provisão estava totalmente coberto (114,5%) pelos investimentos em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português (os investimentos em títulos de dívida de médio e longo prazo cobriam 35,4% do fundo de provisão).

O rácio de autonomia financeira da ENMC, assim como, o rácio *net gearing*, voltaram a assumir valores positivos, de respetivamente 5,6% e 14,7 vezes no final de 2016, e continuaram positivos no final de Março de 2017.

No final de Março de 2017, os capitais alheios da ENMC continuavam a estar quase totalmente relacionados com a sua dívida financeira (359,5 M€), composta pelo empréstimo obrigacionista de 360 M€ sujeito a *rating* e que se vence em 2028. Conforme referido, este empréstimo foi contratado para financiar o investimento nas reservas petrolíferas e, assim, os respetivos custos com juros são recuperados dos operadores de mercado. A cobertura da dívida financeira pelo valor de mercado das reservas petrolíferas detidas pela ENMC recuperou, de 0,66 vezes no fim de 2015, para 1,07 vezes no fim de 2016 (e continuou acima de 1,0 vezes em 24 de Abril de 2017).

Para uma melhor compreensão e para efeitos comparativos, foram também avaliados os rácios de cobertura de duas congéneres europeias da ENMC. A entidade espanhola, Corporación de Reservas Estratégicas de Productos Petrolíferos (CORES), apresentava um rácio de cobertura de 1,66 vezes no final de 2016 (1,72 vezes considerando a dívida líquida), face a 0,93 no fim de 2015. A CORES não é notada pela ARC, sendo notada BBB+/Positiva/A-2 pela S&P (o mesmo nível que é atribuído ao soberano), Baa3/Estável pela Moodys (uma nota abaixo do *rating* soberano) e BBB+/Positiva/F2 pela Fitch (também o mesmo nível que é atribuído ao soberano). A entidade francesa, a Société Anonyme de Gestion de Stocks de Sécurité (SAGESS), tinha um rácio de cobertura de 1,28 vezes no final de 2016 (1,39 vezes considerando a dívida líquida), face a 0,97 vezes no fim de 2015. A SAGESS também não é notada pela ARC, sendo notada AA/Estável/A-1+ pela S&P (o mesmo nível que é atribuído ao soberano).

Refletindo a maturidade a longo prazo do empréstimo obrigacionista (vence-se em 6 de Agosto de 2028), a única dívida financeira da ENMC, e o montante significativo de disponibilidades e investimentos de curto prazo em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português, o risco de liquidez da ENMC é praticamente nulo. Por outro lado, o indicador de risco de taxa de juro é de 100%, refletindo o facto de que a totalidade da dívida financeira (empréstimo obrigacionista) vence juros a taxa indexada à Euribor a 6 meses e presentemente a ENMC não tem qualquer contrato de cobertura em vigor. No entanto, conforme referido, os custos com juros do empréstimo obrigacionista são recuperados dos operadores do mercado de produtos petrolíferos e, portanto, este risco não é assumido pela ENMC. Adicionalmente, devido aos valores negativos assumidos por este índice, a ENMC não pagou juros desde Fevereiro de 2016.

De acordo com a legislação em vigor as reservas detidas pela ENMC têm que ser obrigatoriamente protegidas por seguros. Os produtos petrolíferos propriedade da ENMC e que se encontram armazenados nos depósitos POL NATO estão devidamente cobertos por uma apólice de seguro de riscos múltiplos contratada com a AIG. Devido ao elevado risco de sismo no local onde se encontram armazenadas as suas reservas de produtos petrolíferos (depósitos POL NATO), a ENMC contratou, também com a AIG, uma apólice para a cobertura dos riscos ambientais decorrentes de sismo para estas reservas. A cobertura de seguros para os produtos petrolíferos propriedade da ENMC que se encontram armazenados na Galp Energia é contratada pela Galp Energia, sendo o respetivo custo incluído nos custos de armazenagem pagos pela ENMC. Em 2015 a ENMC preparou e apresentou ao Governo um plano de emergência energético para a área dos combustíveis e está a preparar um plano de avaliação e minimização de riscos sobre reservas petrolíferas. A ENMC pretende reforçar a cobertura de seguros de alguns riscos, nomeadamente dos riscos ambientais.

PERSPECTIVAS

A ENMC preparou o seu orçamento para 2018 baseado nas suas estimativas para 2017 (que já incorporam dados reais para o primeiro semestre e uma extrapolação até ao final do ano).

O orçamento da ENMC para 2018 inclui várias ações direcionadas para a sustentabilidade organizacional da Empresa e que potenciam sinergias decorrentes da integração das suas diversas competências.

Relativamente à atividade principal, a ENMC assumiu a manutenção do valor de inventários de 2016 (343,3 M€) no fim de 2017 e no fim de 2018. Assim, sem incluir qualquer impacto de alterações no valor de mercado das reservas petrolíferas, considerando gastos com juros de 0,1 M€ e um aumento de 3,9 M€ do fundo de provisão, a ENMC prevê um resultado líquido de 2,8 M€ em 2017 para a sua atividade principal. O desvio favorável de 2,6 M€, face ao orçamento para 2017 deve-se principalmente a menores custos de aquisição de *Tickets*, a amortizações inferiores (em resultado do diferimento do início do investimento no POL NATO) e a menores gastos com juros. Globalmente, dado que a atividade de monitorização do mercado de produtos petrolíferos ainda não gera receitas, a ENMC estima um resultado líquido de 2,0 M€ em 2017.

De acordo com o orçamento da ENMC para 2018, o resultado líquido da atividade principal, sem incluir qualquer impacto de alterações no valor de mercado das reservas petrolíferas e assumindo gastos com juros de 0,2 M€ e um aumento de 4,0 M€ do fundo de provisão, será quase nulo (conforme previsto na lei). Globalmente, a empresa prevê um resultado líquido de -0,5 M€ em 2018, assumindo que a atividade de monitoramento do mercado de produtos petrolíferos continuará a não gerar receita.

Os pressupostos assumidos pela Empresa levam a melhorias no rácio de autonomia financeira, para 7,8%, e no rácio *net gearing*, para 10,0 vezes, no fim de 2018. A cobertura da dívida financeira líquida pelas reservas (a valor de mercado) aumentará ligeiramente, para 1,24 vezes, através da redução da dívida líquida. Com efeito, a ENMC prevê um aumento de disponibilidades e de investimentos em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português para 48,3 M€ no fim de 2018. O aumento de 8,8 M€, face ao final de 2016, decorre principalmente do montante recebido de cauções no primeiro trimestre de 2017 (4,5 M€).

Os preços do petróleo (Brent) recuperaram desde o mínimo de 27,88 dólares por barril (USD/bbl) no fim de 20 de Janeiro de 2016, tem flutuado numa banda de 40 e 50 USD/bbl. De acordo com o relatório do Banco Mundial emitido em Abril de 2017, o preço do petróleo bruto deverá subir para um preço médio de 55 USD/bbl em 2017 (ou seja, um aumento de 28,5% em relação à média de 43 USD/bbl em 2016) e para um preço médio de 60 USD/bbl em 2018 (+9,1%), num contexto de cortes de produção acordados pelos países produtores da

Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e não-OPEP, e de pressão para descida dos preços decorrente de stocks persistentemente elevados, suportada pela recuperação mais rápida do que o esperado da indústria de petróleo de xisto dos EUA. A tendência positiva dos preços do petróleo começou em 2016, encerrando o ano em 57 USD/bbl.

A taxa de câmbio EUR / USD é também relevante para a valorização das reservas de petróleo da ENMC. A recente apreciação do EUR, que encerrou 2016 num nível de 1,05 USD e que recentemente passou o nível de 1,20 USD, tem um impacto negativo significativo sobre o valor denominado em euros das reservas de produtos petrolíferos da ENMC.

Conforme acima referido, a ENMC prevê investir 16,8 M€ nas infraestruturas da POL NATO no período 2017-2020 (num montante anual inferior a 1,5 M€ de 2017 a 2019 e de cerca de 13 M€ em 2020). Este investimento deverá ser financiado por disponibilidades e investimentos de curto prazo em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português.

ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

A qualidade de crédito da ENMC está sobretudo dependente da qualidade de crédito do Estado Português, dado ser o acionista único da ENMC e responsável último pelas obrigações da ENMC conforme está estabelecido por lei, e dos preços de mercado de petróleo que determinariam a receita da possível venda de reservas petrolíferas para reembolsar atempadamente a dívida financeira (num cenário hipotético da ENMC não ter capacidade para contratar nova dívida financeira para reembolsar o empréstimo obrigacionista e manter as reservas petrolíferas). No entanto, note-se que não existe qualquer garantia formal. Assim, a ARC Ratings elaborou um cenário B para as previsões para 2018 considerando uma redução de 20% no valor de mercado das reservas petrolíferas face ao valor considerado no cenário base (igual ao verificado no fim de 2016).

Neste cenário alternativo a ENMC apresentaria no fim de 2018 uma autonomia financeira de -1,0% (face a 7,8% no cenário base) e coberturas da dívida financeira e da dívida financeira líquida pelas reservas petrolíferas de, respetivamente, 0,86 vezes e 0,99 vezes (1,07 vezes e 1,24 vezes no cenário base).

CONDIÇÕES DA EMISSÃO

O *rating* atribuído aplica-se especificamente ao empréstimo obrigacionista no montante de 360,0 M€ emitido pela ENMC (sob a sua anterior designação de EGREP - Entidade Gestora de Reservas Estratégicas de Produtos Petrolíferos, E.P.E.), em 6 de Agosto de 2008, com as seguintes condições principais:

- 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 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, direta ou indiretamente, 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 atual obrigação do Estado português em assumir as perdas derivadas da liquidação de ativos, 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.

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 respetivo 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 de São José, 35 – 1º B

1150-321 Lisbon 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) Nº 1060/2009 DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO, de 16 de Setembro de 2009, e reconhecida como *External Credit Assessment Institution* (ECAI).

Este Relatório de Revisão deve ser preferencialmente lido em conjunto com o Relatório de Rating inicial e com os respetivos 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 *rating* atribuído pela ARC Ratings neste relatório foi solicitado 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 correção factual da mesma, para que a notação atribuída seja o mais correta 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, exceto 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 exatidão, sendo exigível a perceção 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 adota 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. Exceções quanto a estes princípios são divulgadas pela ARC Ratings em conjunto com a notação de *rating* do compromisso financeiro.