

ENSE

Emitente	Rating de Emissão	Tendência
Entidade Nacional para o Setor Energético, E.P.E.	BB+ Médio e Longo Prazo	Positiva

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 Entidade Nacional para o Setor Energético, E.P.E. (ENSE), a 6 de Agosto de 2008. A ARC Ratings também alterou a tendência, de estável, para positiva em resultado da recuperação contínua 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 do aumento de investimentos em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português que permitiu uma melhoria da cobertura da dívida financeira líquida por essas reservas. Adicionalmente, sendo uma "entidade pública empresarial" a ARC assume que se a actividade de fiscalização de todo o sector energético não for autosustentável, a ENSE beneficiará do financiamento do Governo Português, cuja tendência do *rating* atribuído pela ARC também melhorou, de estável, para positiva, em 18 de Maio de 2018.

PERFIL DA EMPRESA

A ENSE, anteriormente designada ENMC - Entidade Nacional para o Mercado de Combustíveis, E.P.E. e EGREP - Entidade Gestora de Reserva Estratégica de Produtos Petrolíferos, EPE, 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 (a sua principal atividade).

No âmbito da recente reorganização de entidades públicas com responsabilidades no setor da energia em Portugal, a função de fiscalização da empresa foi alargada a todo o setor energético (incluindo os setores da energia eléctrica e do gás natural). A ENSE exerce ainda competências da gestão e monitorização das atividades de armazenamento de petróleo bruto e seus derivados em todo o território nacional, por forma a garantir e assegurar as condições de aprovisionamento nacionais em petróleo bruto e produtos de petróleo, em função das necessidades do consumo.

OS FACTORES CHAVE DA NOTAÇÃO DA ENSE SÃO OS SEGUINTE:

- Detida pelo Estado – o capital social da ENSE é inteiramente detido pelo Estado Português. Conseqüentemente, o *rating* atribuído à Empresa está fortemente ligado aos ratings da República Portuguesa (BBB-/Positiva/A-3), embora não exista obrigação de apoio atempado, mas o Estado Português é o responsável último pelas obrigações da ENSE, conforme está estabelecido por lei ("em caso de extinção da ENSE, o Estado assume eventuais perdas derivadas da liquidação de ativos, bem como responsabilidades residuais").

DATA DO RATING
7 de Setembro de 2018

VALIDADE DO RATING
9 de Setembro de 2019

RATING INICIAL
2 de Junho de 2008

ÚLTIMA REVISÃO
7 de Setembro de 2017

DATA DA PRÓXIMA REVISÃO
9 de Setembro de 2019

PERÍODO ANALISADO
Histórico: 2013 ao 1ºT 2018
Previsional: 2018 e 2019

INFORMAÇÃO ANALISADA
Relatórios e Contas da ENSE
Contas Intercalares da ENSE
Orçamento para 2018 e 2019 da ENSE
Detalhe das Reservas da ENSE
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

11 Hollingworth Court
Turkey Mill, Ashford Road
Maidstone, Kent ME14 5PP
UNITED KINGDOM
Tel: +44 (0) 1622 397350
Website: www.arcratings.com

- Melhoria financeira e perfil da dívida favorável – Em 2017, em resultado da recuperação do preço do petróleo, parte da imparidade em inventários foi revertida com impacto positivo nos capitais próprios da empresa. Acima de tudo, as despesas da ENSE (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 mantêm-se praticamente inalterados, consistindo no empréstimo obrigacionista que é notado no montante de 360 M€, reembolsável 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 ENSE 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 ENSE está fortemente exposto às flutuações do preço do petróleo. Contudo, a cobertura da dívida financeira pelas reservas recuperou de forma ligeira para 1,12 vezes no fim de 2017 (de 1,07 vezes no fim de 2016) e permaneceu neste nível no final de Março de 2018. Dado o montante significativo de aplicações em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português e de disponibilidades detidas pela ENSE, a cobertura da dívida financeira líquida por reservas aumentou para 1,31 vezes no fim de 2017 e no final de Março de 2018 (face a 1,20 vezes no final de 2016).
- Concentração da base de clientes – A maioria dos proveitos da ENSE continua a ser proveniente de apenas quatro empresas: Repsol (que representou 28% dos proveitos da ENSE em 2017), Galp Energia (26%), BP (19%) e CEPSA (12%).

ACIONISTA E GOVERNANCE

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

À ENSE 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. Até 1 de Setembro de 2018 as responsabilidades adicionais da empresa incluíam a monitorização do Sistema Petrolífero Nacional, a monitorização dos mercados de petróleo bruto, produtos de petróleo, gás de petróleo liquefeito (GPL), biocombustíveis, promoção da segurança técnica e da qualidade dos carburantes, bem como a prospeção, pesquisa, desenvolvimento e exploração de recursos petrolíferos.

No âmbito da reorganização de entidades públicas com responsabilidades no setor energético em Portugal, pelo Decreto-Lei 69/2018 (publicado em 27 de Agosto de 2018 e em vigor desde 1 de Setembro de 2018), a ENSE (anteriormente designada ENMC - Entidade Nacional para o Mercado de Combustíveis, EPE), ficou também responsável pela fiscalização na área da energia eléctrica e do gás natural. Assim, para além da sua atividade principal, a ENSE passou também a ter por objecto a fiscalização e prevenção do cumprimento da legislação reguladora do exercício de atividades económicas no setor da energia. Por outro lado, a ENSE exerce ainda competências da gestão e monitorização das atividades de armazenamento de petróleo bruto e seus derivados em todo o território nacional, por forma a garantir e assegurar as condições de aprovisionamento nacionais em

petróleo bruto e produtos de petróleo, em função das necessidades do consumo. No âmbito desta reorganização, a prospecção, pesquisa, desenvolvimento e exploração de recursos petrolíferos foram transferidas para outra entidade.

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 ENSE (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 ENSE:

- 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 ENSE 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 2018 o fundo de provisão correspondia a mais de 10,0% do custo de aquisição das reservas, uma percentagem que tem vindo a aumentar desde o final de 2014);
- caso a ENSE 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 da ENSE, Moore Stephens & Associados, SROC, S.A.. Os Relatórios de Auditoria de 2016 e de 2017 foram emitidos 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.

CAPACIDADE DE GERAÇÃO DE FUNDOS E EVOLUÇÃO RECENTE

A quantidade total de produtos petrolíferos introduzida no consumo em Portugal aumentou 2,9% em 2017, para 8,1 milhões de toneladas (Mton), face a um aumento de 1,5% em 2016. Os aumentos nas categorias B (gasóleos) e D (gases de petróleo liquefeito – GPL) mais do que compensaram os decréscimos registados nas categorias A (gasolinas) e C (fuelóleos). O *mix* da quantidade de produtos petrolíferos introduzida no consumo em Portugal não se alterou de forma significativa, com a quantidade da categoria B a representar perto de 78% e a da categoria A cerca de 13%, enquanto as categorias C e D representaram 5% cada. No contexto de aumento da quantidade total de produtos petrolíferos introduzida no consumo em Portugal, as reservas de segurança exigidas a nível nacional (90 dias) e as reservas estratégicas exigidas à ENSE (30 dias) aumentaram 3,2% em 2017, em agregado, para 1 989,4 mil toneladas (mton) e 663,1 mton, respetivamente.

A ENSE aumentou as suas reservas para 1 088,1 mton no fim de 2017, enquanto as suas reservas contratadas através de CSO Tickets (“*Compulsory Stockholding Obligation*”) aumentaram para 303,5 mton, de

respectivamente 938 mton e 249 mton no fim de 2016. Assim, a ENSE reforçou a substancial folga entre as suas reservas próprias antes mencionadas e as reservas estratégicas legalmente exigidas (663,1 tton), com significativas folgas em todas as categorias, permitindo à ENSE continuar a substituir em parte as obrigações próprias dos operadores. Os CSO *Tickets* são contratados consoante a procura no mercado para que a ENSE substitua os operadores.

A análise da composição das reservas da ENSE no fim de 2017 mostra que: a ENSE continua a deter a maioria das reservas (78,2%), sendo o remanescente contratado através de CSO *Tickets*; a totalidade das reservas da ENSE estava armazenada em Portugal, enquanto que 18,4% estavam armazenadas fora de Portugal (percentagem que aumentou face a anos anteriores, com vista a uma maior otimização da estrutura de custos da constituição de reservas); e os produtos acabados representavam 44,3% do total das reservas (face a um terço legalmente exigido e a 42,1% no fim de 2016).

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

	2013	2014	2015	2016	2017
RESERVAS PRÓPRIAS	812,098	948,325	938,273	938,192	1,088,078
PETRÓLEO	503,818	548,081	538,082	538,082	538,082
GASOLINA	51,400	51,400	51,400	51,400	51,400
GASÓLEO	247,880	297,844	297,791	297,710	297,597
FUELÓLEO	0	45,000	45,000	45,000	195,000
GPL	9,000	6,000	6,000	6,000	6,000
CSO TICKETS	313,479	396,401	140,000	249,000	303,500
PETRÓLEO	313,479	324,501	110,000	149,000	153,500
GASOLINA	0	0	10,000	0	0
GASÓLEO	0	31,900	20,000	100,000	0
FUELÓLEO	0	40,000	0	0	150,000
GPL	0	0	0	0	0
TOTAL DE RESERVAS DA ENSE	1,125,577	1,344,726	1,078,273	1,187,192	1,391,578
PETRÓLEO	817,297	872,582	648,082	687,082	691,582
GASOLINA	51,400	51,400	61,400	51,400	51,400
GASÓLEO	247,880	329,744	317,791	397,710	297,597
FUELÓLEO	0	85,000	45,000	45,000	345,000
GPL	9,000	6,000	6,000	6,000	6,000
TOTAL DE RESERVAS DA ENSE - EQUIV. EM PRODUTOS ACABADOS	1,374,406	1,344,726	1,078,273	1,187,192	1,249,994
GASOLINA	246,842	176,733	151,883	145,073	102,800
GASÓLEO	996,523	987,799	808,510	921,356	595,194
FUELÓLEO	78,891	113,150	75,744	78,105	540,000
GPL	52,150	67,045	42,136	42,658	12,000
TOTAL DE RESERVAS DA ENSE EM DIAS DE CONSUMO					
GASOLINA	57	60	51	50	45
GASÓLEO	44	64	50	47	45
FUELÓLEO	57	170	75	43	112
GPL	25	46	36	55	55

Fonte:
ENSE.

A armazenagem das reservas próprias da ENSE 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 ENSE está a estudar a possibilidade de futuro armazenamento em cavernas em Portugal, as quais

apresentam algumas vantagens decorrentes da sua localização subterrânea.

A utilização dos depósitos POL NATO pela ENSE 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 ENSE 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 ENSE na gestão e em investimentos de melhoria das infraestruturas. Este foi um importante acordo para a ENSE dada a falta de investimentos realizados pelo Estado Português na infraestrutura. No âmbito deste acordo a ENSE ficou também com a obrigação de realizar investimentos adicionais, iniciados em 2017. De acordo com as previsões da ENSE para 2019, no período de 2018 a 2021 este investimento poderá atingir 5,6 M€ (com um esforço anual de investimento entre 1 M€ e 2 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 ENSE planeia financiar estes investimentos com os seus fundos próprios (as suas aplicações financeiras de curto prazo situavam-se perto dos 44 M€ no fim de Março de 2018 e espera-se que estabilizem neste nível).

As receitas da ENSE provenientes 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 ENSE. Ocasionalmente a ENSE poderá vender reservas, como ocorreu em 2013 e 2014. Até ao momento, as despesas com as outras atividades (muito inferiores) devem ser cobertas pelas receitas dessas atividades.

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

- a Repsol (em 2017 representou 28% dos proveitos da ENSE), que não é notada pela ARC (BBB / Estável / A-2 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 (26% dos proveitos da ENSE), o líder de mercado; a Galp Energia não tem *ratings* atribuídos; a Galp Energia é também o principal fornecedor de armazenagem de reservas da ENSE;
- a BP (19%), 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 CEPISA (12%), que não tem *ratings* atribuídos.

O desempenho financeiro da ENSE em 2017 foi positivamente afetado pela reversão de parte 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 2017 ascendeu a 5,3 M€ (apesar de ter sido menos expressiva do que 107,6 M€ em 2016), como resultado da recuperação do preço do petróleo em 2017. Assim, a ENSE registou um resultado líquido de 5,5 M€ (face a 107,5 M€ in 2016). Sem considerar o impacto da reversão de parte da imparidade o resultado líquido da Empresa teria sido ligeiramente positivo no valor de 0,2 M€, principalmente em resultado das restantes actividades, apesar da actividade de supervisão dos produtos de petróleo continuar a não gerar receitas.

ENSE - DADOS FINANCEIROS E RÁCIOS (MILHARES DE EUROS)

	2013	2014	2015	2016	2017	2017 Jan a Mar	2018 Jan a Mar	2018 (P)	2019 (P)
VOLUME DE NEGÓCIOS	219,427	79,747	24,562	24,331	25,398	6,645	5,988	24,771	26,980
EBITDA	126,816	32,839	8,519	6,857	7,722	2,541	935	3,024	2,735
RESULTADO OPERACIONAL (EBIT)	126,812	(21,927)	(76,845)	114,371	12,744	2,541	855	2,675	2,153
RESULTADO FINANCEIRO	(125,300)	(859)	(41)	625	659	172	169	647	611
RESULTADOS NÃO CORRENTES	(1,509)	(4,067)	(7,802)	(7,518)	(7,931)	(983)	(1,005)	(4,020)	(2,257)
RESULTADO LÍQUIDO	(11,894)	(26,869)	(84,707)	107,477	5,460	1,730	19	(697)	506
MEIOS LIBERTOS OPERACIONAIS (MLO)	127,852	7,208	9,425	9,825	11,912	n.av.	3,260	2,876	1,115
MEIOS LIBERTOS LÍQUIDOS (MLL)	(3,988)	(12,670)	14,605	9,417	12,086	n.av.	3,198	3,557	1,801
MEIOS LIBERTOS P/ ACC. E CREDORES	(4,063)	(12,736)	14,335	9,053	11,788	n.av.	3,089	2,568	(99)
VALOR CONTABILÍSTICO DAS RESERVAS	279,692	321,091	235,750	343,337	348,590	343,337	348,590	348,590	348,590
VALOR DE MERCADO DAS RESERVAS	505,098	333,087	237,087	385,418	403,831	355,035	399,233	403,831	403,831
TOTAL DO ACTIVO	387,140	350,867	270,790	387,783	404,310	394,632	406,915	407,412	410,218
FUNDO MANEIO LÍQUIDO (FML)	359,990	335,221	256,289	370,532	383,543	372,655	384,436	386,378	388,189
NECESSIDADES EM FUNDO MANEIO (NFM)	350,177	321,212	234,817	343,341	348,233	343,810	346,385	347,949	349,206
TESOURARIA LÍQUIDA (TRL)	9,813	14,009	21,473	27,191	35,310	28,845	38,050	38,429	38,983
DÍVIDA FINANCEIRA	360,019	360,013	359,676	359,539	359,583	359,539	359,583	359,595	359,605
DÍVIDA FINANCEIRA LÍQUIDA*	331,239	343,971	329,298	320,098	308,357	314,766	305,100	305,801	305,911
VALOR DE MERCADO DAS RESERVAS / DÍVIDA FINANCEIRA	1.40	0.93	0.66	1.07	1.12	0.99	1.11	1.12	1.12
VALOR DE MERCADO DAS RESERVAS / DÍVIDA FIN. LÍQUIDA	1.52	0.97	0.72	1.20	1.31	1.13	1.31	1.32	1.32
Margem de Contribuição (%)	57.7%	41.8%	35.7%	31.4%	34.3%	43.1%	20.8%	18.0%	15.7%
Margem EBITDA (%)	57.8%	41.2%	34.7%	28.2%	30.4%	38.2%	15.6%	12.2%	10.1%
Rend. Operacional do Volume de Negócios (%)	57.8%	(27.5%)	(312.9%)	470.1%	50.2%	38.2%	14.3%	10.8%	8.0%
Rend. Operacional do Activo (%)	32.8%	(6.2%)	(28.4%)	29.5%	3.2%	2.6%	0.8%	0.7%	0.5%
Custo Bruto do Capital Alheio (%)	33.5%	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Rend. Líquida do Volume de Negócios (%)	(5.4%)	(33.7%)	(344.9%)	441.7%	21.5%	26.0%	0.3%	(2.8%)	1.9%
Taxa de Distribuição de Resultados (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Cobertura dos Juros pelo EBITDA (x)	1.0	20.7	11.6	80.3	206.3	-	-	80.8	37.0
Cobertura dos Juros Líquidos pelo EBITDA (x)	1.0	38.2	209.8	-	-	-	-	-	-
Cobertura dos Juros Líq. Pagos pelos MEIOS LIBERTOS LÍQUIDOS (x)	1.0	(11.0)	27.2	-	-	-	-	-	-
Dívida Financeira / EBITDA (x)	2.8	11.0	42.2	52.4	46.6	35.4	96.2	118.9	131.5
Dívida Financeira Líquida / EBITDA (x)	2.6	10.5	38.7	46.7	39.9	31.0	81.6	101.1	111.8
Autonomia Financeira (%)	2.7%	(4.7%)	(34.4%)	5.6%	8.7%	6.2%	8.9%	9.4%	10.0%
NET GEARING (Div. Líquida / Capital Próprio) (x)	31.5	(21.0)	(3.5)	14.7	8.8	12.9	8.4	8.0	7.4
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%
Risco de Taxa de Juro (%)**	100.0%	99.5%	99.8%	99.9%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Liquidez Geral	2,269.5%	6,728.0%	7,162.6%	6,163.7%	4,118.9%	3,605.5%	3,542.4%	4,230.4%	4,235.8%
Liquidez Reduzida	583.9%	379.4%	666.0%	545.0%	466.3%	375.8%	421.0%	504.0%	521.9%

Notas:

Valores arredondados.

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

Contas de 2013 e de 2017 também auditadas 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 ENSE.

Fontes:

ENSE.

Desde 2016, pela Lei nº 7-A/2016, os resultados da ENSE obtidos da atividade de gestão de reservas estratégicas de produtos petrolíferos ficaram isentos de imposto sobre o rendimento.

No que respeita ao gastos operacionais da ENSE em 2017, deve ter-se em atenção o desvio favorável, em comparação com o previsto, nas despesas com subcontratos na atividade principal (em 2,7 M€), principalmente em resultado de mais baixos custos com CSO Tickets (num contexto de menor recurso a Tickets e a custos unitários mais baixos) e ausência de rotação de stocks de gásóleo nas infraestruturas da POL NATO.

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), não foram significativos em 2017. Com efeito, num contexto de Euribor a 6 meses negativa, a ENSE não pagou juros em 2017, à semelhança do que ocorreu na maior parte do ano de 2016. Nestas condições, a Empresa continuou a apresentar resultados financeiros positivos, reflectindo principalmente os ganhos com juros decorrentes dos investimentos em títulos emitidos pelo Estado Português. Assim, a cobertura dos gastos com juros pelo EBITDA aumentou para 206,3 vezes em 2017, face a 80,3 vezes em 2016.

Beneficiando de um contexto favorável, em 2017, como ocorreu em 2016, a ENSE fez um aumento extraordinário do fundo de provisão no valor de 7,9 M€ (face a 3,9 M€ previstos e a 7,5 M€ realizados em 2016), 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 2017 os ativos da ENSE ascendiam a 404,3 M€, o que representa um aumento de 16,5 M€, equivalente a 4,3% face ao fim de 2016. As reservas de petróleo da Empresa, após a reversão de imparidade de 5,3 M€, estavam contabilizadas pelo valor de 348,6 M€, situando-se 55,2 M€ abaixo do seu valor de mercado no fim de 2017. O montante total de disponibilidades e aplicações de curto prazo em títulos de dívida emitidos pelo Governo Português aumentou em 11,8 M€, para 40,8 M€ no fim de 2017, enquanto o montante investido em títulos de dívida de médio e longo prazo emitidos pelo Governo Português foi mantido em 10,5 M€.

No primeiro trimestre de 2018 os ativos da ENSE aumentaram ligeiramente para 406,9 M€, reflectindo principalmente o aumento do montante total de disponibilidades e investimentos de curto prazo em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português para 43,8 M€.

A ENSE realizou investimentos em ativos fixos no valor total de 0,4 M€ em 2017 (o mesmo nível do realizado em 2016), incluindo vários investimentos em sistemas informáticos. No primeiro trimestre de 2018 o montante de investimentos realizados em ativos fixos não foi significativo.

Os capitais próprios da ENSE foram reforçados para 35,1 M€ no fim de 2017 e para 36,2 M€ no fim de Março de 2018, face a 21,8 M€ no fim de 2016, na sequência principalmente do resultado líquido positivo e do aumento do fundo de provisão. O fundo de provisão aumentou de 29,1 M€ no fim de 2016 para 37 M€ no final de 2017 e para 38,1 M€ no fim de Março de 2018 (correspondente a 10,1% do custo de aquisição das reservas, em comparação com 7,8% no fim de 2016). Nesta data, o fundo de provisão encontrava-se totalmente coberto (130,5%) por uma carteira de títulos de dívida emitidos pelo Estado Português (os títulos de dívida de médio e longo prazo cobriam 28% do fundo de provisão).

O rácio de autonomia financeira da ENSE mantém-se positivo e aumentou para 8,7% no fim de 2017 (8,9% no fim de Março de 2018), face a 5,6% no fim de 2016. Num contexto de redução da dívida financeira líquida e de reforço dos capitais próprios da ENSE, o rácio *net gearing* melhorou para 8,8 vezes no fim de 2017 (8,4 vezes no fim de Março de 2018), face a 14,7 vezes no final de 2016.

No fim de Março de 2018, os capitais alheios da ENSE continuavam a estar na quase totalmente relacionados com a dívida financeira da Empresa (359,6 M€), referente ao valor contabilístico do empréstimo obrigacionista de 360 M€ que se vence em 2028. Conforme referido acima, este empréstimo foi contratado para financiar o investimento nas reservas petrolíferas e, assim, os respectivos custos com juros são recuperados dos operadores do mercado. A cobertura da dívida financeira pelo valor de mercado das reservas petrolíferas detidas pela ENSE melhorou para 1,12 vezes no final de 2017 (e estabilizou nesse nível no fim de Março de 2018), face a 1,07 vezes

no fim de 2016. Considerando o valor da dívida financeira líquida, este rácio de cobertura melhorou para 1,31 vezes no fim de 2017 e no fim de Março de 2018, face a 1,20 vezes no fim de 2016.

Para uma melhor compreensão e para efeitos comparativos, foram também avaliados os rácios de cobertura de duas congéneres europeias da ENSE. A entidade espanhola, Corporación de Reservas Estratégicas de Productos Petrolíferos (CORES), apresentava um rácio de cobertura de 1,46 vezes no fim de 2017 (1,84 vezes considerando a dívida líquida), face a 0,93 no fim de 2015. A CORES não é notada pela ARC, sendo notada A- / Positiva / A-2 pela S&P (o mesmo nível que é atribuído ao soberano) e A- / Estável / F1 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 1,45 vezes no fim de 2017 considerando a dívida financeira e a dívida financeira líquida). 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 ENSE, e o montante significativo de disponibilidades e investimentos de curto prazo em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português, o risco de liquidez da ENSE 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 ENSE não tem qualquer contrato de cobertura em vigor. No entanto, como 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 ENSE. Adicionalmente, devido aos valores negativos assumidos por este índice, a ENSE não pagou juros desde Fevereiro de 2016.

De acordo com a legislação em vigor as reservas detidas pela ENSE têm que ser obrigatoriamente protegidas por seguros. Os produtos petrolíferos propriedade da ENSE e que se encontram armazenados nos depósitos POL NATO estão devidamente cobertos por uma apólice de seguro de multiriscos 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 ENSE 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 ENSE que se encontram armazenados na Galp Energia é contratada pela Galp Energia, sendo o respetivo custo incluído nos custos de armazenagem pagos pela ENSE. A ENSE também mantém apólices de seguro que cobrem a sua responsabilidade civil de exploração e a responsabilidade ambiental. A Empresa pretende reforçar as suas coberturas de seguro, nomeadamente dos riscos relacionados com as infraestruturas da POL NATO, tendo lançado um novo concurso público internacional.

PERSPECTIVAS

A ENSE preparou o seu orçamento para 2019 baseado nas suas estimativas para 2018 (que já incorporam dados reais para o primeiro semestre e uma extrapolação até ao final do ano).

O orçamento da ENSE para 2019 foi preparado antes da publicação do Decreto-Lei 69/2018, pelo que considera as competências atribuídas à Empresa até ao final de Agosto de 2018.

Relativamente à atividade principal, a ENSE assumiu a manutenção do valor de inventários de 2017 (348,6 M€) no fim de 2018 e no fim de 2019. Assim, sem incluir qualquer impacto de alterações no valor de mercado das reservas petrolíferas, considerando gastos com juros não significativos e um aumento de 4 M€ do fundo de provisão, a ENSE prevê um resultado líquido de 0,4 M€ em 2018 para a sua atividade principal. Globalmente, dado que a

atividade de monitorização do mercado de produtos petrolíferos ainda não gera receitas, a ENSE estima um resultado líquido de -0,7 M€ em 2018.

De acordo com o orçamento da ENSE para 2019, sem incluir qualquer impacto de alterações no valor de mercado das reservas petrolíferas e assumindo gastos com juros de 0,1 M€ (considerando alguma recuperação da taxa de juro Euribor a 6 meses) e um aumento de 2,3 M€ do fundo de provisão, o resultado líquido da atividade principal será de 0,2 M€ (ou seja tendencialmente nulo conforme previsto na lei). Globalmente, a empresa prevê um resultado líquido de 0,5 M€ em 2019, assumindo que a atividade de monitoramento do mercado de produtos petrolíferos continuará a não gerar receita, a atividade de biocombustíveis continuará a gerar resultado positivo, assim como a actividade de pesquisa, desenvolvimento e exploração de recursos petrolíferos. Esta última atividade foi transferida, desde 1 de Setembro de 2018, para outra entidade no âmbito da reorganização de entidades públicas com responsabilidades no setor energético em Portugal.

Os pressupostos assumidos pela Empresa (no cenário base) levam a melhorias no rácio de autonomia financeira, para 10%, e no rácio *net gearing*, para 7,4 vezes, no fim de 2019. A cobertura da dívida financeira líquida pelas reservas (a valor de mercado, assumindo uma estabilização face ao final de 2017) estabilizará em 1,32 vezes, dado as estimativas da ENSE para as disponibilidades e investimentos em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português no montante de 53,7 M€ no final de 2019 (próximo do nível já alcançado no final de Março de 2018).

É de salientar que, na sequência da reorganização das entidades públicas com responsabilidades no sector energético em Portugal, a ENSE, mantendo as suas previsões para a actividade principal, irá reformular as suas previsões globais para 2019. A sua principal atividade é auto-sustentável por lei. Embora ainda se encontre por definir, a ARC assume que se a actividade de fiscalização de todo o sector energético não for auto-sustentável, a ENSE beneficiará do financiamento do Governo Português, o seu único accionista e, em última instância, responsável pelas suas responsabilidades.

Os preços do petróleo (Brent) recuperaram desde o mínimo de 27,88 USD/bbl no final de 20 de Janeiro de 2016, quebraram o nível dos 60 USD/bbl no último trimestre de 2017 e flutuaram na banda de 70 a 80 USD/bbl desde Abril de 2018. De acordo com o relatório do Banco Mundial emitido em Abril de 2018, o preço do petróleo bruto deverá subir para um preço médio de 65 USD / bbl em 2018 e em 2019 (ou seja, um aumento de 23% em comparação com a média de 54,4 USD/bbl em 2017 e perto dos 64,6 USD/bbl em termos médios no primeiro trimestre de 2018), no contexto de uma procura robusta e contínua contenção da produção por parte dos países produtores da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) e não-OPEP, apesar dos aumentos na produção de petróleo de xisto dos EUA. Os riscos de aumento de preço face às previsões incluem as perdas potenciais de fornecimento decorrentes de eventos geopolíticos, uma deterioração na República Bolivariana da Venezuela, cortes mais significativos pelos países da OPEP e não-OPEP ou uma extensão do acordo por um horizonte de longo prazo. Por outro lado, um enfraquecimento do acordo, ou ganhos adicionais de eficiência entre os produtores de xisto dos EUA poderão conduzir à redução dos preços.

A taxa de câmbio EUR/USD é também relevante para a valorização das reservas de petróleo da ENSE. A tendência de apreciação do EUR face ao USD desde o início de 2017, em que a taxa de câmbio média USD/EUR do primeiro semestre de 2018 se situou em 1,21 USD/EUR (face a 1,13 USD / EUR no ano completo de 2017 e 1,11 USD / EUR no ano completo 2016) tem um significativo impacto negativo no valor denominado em euros das reservas de petróleo da ENSE. Contudo, esta tendência de apreciação inverteu-se ligeiramente desde Maio de 2018 para uma banda entre 1,16 e 1,17 USD/EUR. Nas previsões para 2019, a ENSE assumiu 1,199 USD/EUR em 2018 e em 2019.

Conforme antes referido, a ENSE prevê investir 5,6 M€ nas infraestruturas da POL NATO no período 2018-2021

(num montante anual entre 1,0 M€ e 2,0 M€), para melhorar as suas condições de funcionamento e assegurar o cumprimento das normas de segurança, monitorização e operação mais exigentes do sector. Adicionalmente, deve ser destacado o investimento a realizar na área das Tecnologias de Informação, no valor de 1,6 M€ no período de 2018-2020. Estes investimentos deverão ser financiados através de disponibilidades e investimentos de curto prazo em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português.

ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

A qualidade de crédito da ENSE está sobretudo dependente da qualidade de crédito do Estado Português, dado ser o acionista único da ENSE e responsável último pelas obrigações da ENSE 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 ENSE 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.

ARC Ratings considerou um cenário alternativo para 2019, construído a partir do cenário base, considerando uma eventual redução de 20% no valor de mercado das reservas petrolíferas (equivalente a -80,8 M€). Dado que, no cenário de base, o valor contabilístico das reservas de petróleo é 55,2 M€ inferior ao seu valor de mercado (à semelhança do fim de 2017), o possível impacto no capital da ENSE seria de -25,5 M€. Assim, mesmo nessas circunstâncias desfavoráveis, mantendo tudo o resto constante, a Empresa continuaria a apresentar capitais próprios positivos e apresentaria no fim de 2019 um rácio de autonomia financeira de 4,1% (face a 10% no cenário base). Neste cenário, as coberturas de dívida financeira e dívida financeira líquida por reservas de petróleo seriam, respectivamente, de 0,90 vezes e de 1,06 vezes (face a 1,12 vezes e 1,32 vezes no cenário base).

CONDIÇÕES DA EMISSÃO

O *rating* atribuído aplica-se especificamente ao empréstimo obrigacionista no montante de 360,0 M€ emitido pela ENSE (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.