

# NorgesGruppen ASA

**Selskapsrating: A-**

**Obligasjonsrating: A-**

**Merk at DnB NOR Markets har mandat som tilrettelegger av obligasjoner og/eller sertifikater for selskapet.**

## Beskrivelse

NorgesGruppen ASA er Norges største dagligvarekonsern, og er privateid. I år 2000 ble konsernet NorgesGruppen ASA dannet gjennom en fusjon mellom virksomheten til grossist Joh. Johannson og kjøpmannseide detaljistkjeder og profilhus. I 2006 hadde NorgesGruppens kjeder 37.9% av det norske dagligvaremarkedet. NorgesGruppens grossistvirksomhet leverer til konsernets egneide og kjøpmannseide butikker, samt til storhusholding og bensinstasjoner. Konsernets omsetning var 36.6 milliarder kroner i 2006.

## Sektor

Handel

## Største eiere

Joh. Johannson AS	70.8%
Brdr. Lorentzen AS	8.7%
PETT Kjede og Ser.	6.1%
Øvrige	14.4%

## Ledelse

Konsernsjef: Sverre Leiro

Konserndirektør, Finans og Økonomi:

Sverre R. Kjær

## Web

www.norgesgruppen.no

## Kontaktpersoner

Head of Credit Research:

**ole.einar.stokstad@dnbnor.no**

Tlf: 22 01 78 37

knut.olav.ronningen@dnbnor.no

Tlf: 22 01 78 15

hakon.teigland@dnbnor.no

Tlf: 22 01 77 62

**NorgesGruppens rating reflekterer selskapets posisjon som en klar ener i det konsentrerte, stabile norske dagligvaremarkedet, samt en solid balanse og en konservativ finanspolicy. Som Norges største handelshus dekker NorgesGruppen alle segmenter innen dagligvarehandel, med ledende posisjoner innen lokalbutikker, lavprisbutikker og supermarkeder. Etableringen av konseptet "Fresh" som leverer ferskvarer til Shell Select, samt oppkjøpet av Deli de Luca, bekrefter NorgesGruppens satsing på servicehandel, i tillegg til MIX-kioskene.**

## Kredittstyrker

- Solid nummer 1 posisjon som grossist og detaljist i det stabile, norske dagligvaremarkedet
- God produktmiks med nr 1-2 posisjon innen lavpris, lokalbutikk, supermarkeder (ferskvarer) og kiosk
- Konservativ finanspolicy og lav gjeldsgrad

## Kreditrisiki

- Lite geografisk diversifisering utenfor Norge
- Relativt lave marginer i dagligvarebransjen

## Rasjonale

NorgesGruppen ASA ("NG") opererer i en ikke-syklisk og konsentrert bransje. Kun 4 etablerte aktører deler det norske dagligmarkedet mellom seg, og NG er den klart største med en markedsandel i 2006 på 37.9% (ACNielsen). Dette er en økning på hele 1.2 prosentpoeng fra 36.7% i 2005. Denne markedsandelen inkluderer både omsetning fra NGs egne butikker og omsetning fra kjøpmannseide butikker innenfor NGs ulike kjedekonsepser, i tillegg til omsetning fra assosierte butikker. For ordens skyld nevner vi at NG konsernets rapporterte omsetning (som er omtalt i denne kredittanalysen) kun omfatter NGs egen detaljistomsetning og grossistomsetning som går eksternt. Som Norges klart største grossist har NG stordriftsfordeler på sin landsomfattende logistikk. NGs butikkjedekonsepser er lavpriskjeden Kiwi, supermarkedkjedene Meny, Spar, Ultra, og Centra, nærbutikkjeden Joker og kioskjedene MIX og Deli de Luca. Den tyske lavpriskjeden Lidl har ikke fått skikkelig fotfeste i Norge. Det er liten tvil om at de 4 etablerte aktørene i Norge hadde forberedt seg godt, blant annet gjennom etableringen av sortiment med egne merkevarer til lave priser. NGs eget lavprismarked er FirstPrice. NG har også andre egne merkevarer som Eldorado, Slaktern, Fiskemannen, Unik, Seidel og Smart (dyrefôr).

I 2006 var bokført EBITDA-margin 5.8%, opp fra 5.7% i 2005. Justert for implisitt rentekostnad for kapitaliserte husleieforpliktelser var EBITDA-marginen 6.7% i første halvår av 2006, noe som er 0.7 prosentpoeng høyere enn snittet for 2002 til 2005. Marginene er svært stabile, og svakt stigende.

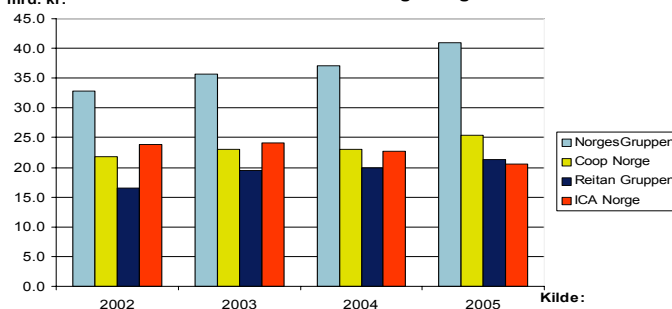
Ved utgangen av 2006 hadde NG MNOK 2,648 i bokført rentebærende gjeld. Justert for kapitaliserte leieforpliktelser og netto pensjonsforpliktelser var gjelden MNOK 6,370. Gitt historiske tall, virksomhetens stabile kontantstrøm og NGs konservative finanspolicy, har NG en meget god gjeldsbetjeningsevne. Bokført rentebærende gjeld over EBITDA var 1.4x i 2005, og 1.3x i 2006. Justert gjeld over EBITDA var 3.1x i 2005, og 2.6x i 2006. Justert EBITDA rentedekningsgrad var 5.1x i 2006.

Ved utgangen av 2006 hadde NG MNOK 199 i bankinnskudd og MNOK 1,560 i ubenyttede langsiktige lånerammer. Tilgjengelig likviditetsreserve tilsvarte på dette tidspunktet to ganger kortsiktig rentebærende gjeld. Dette er en meget solid likviditetsdekning, sett i lys av NGs svært stabile kontantstrøm. NG har meget beskjedne endringer i arbeidskapital fra år til år. Varelager og kundefordringer er finansiert med leverandørgjeld og annen kortsiktig ikke-rentebærende gjeld. Vi anser denne arbeidskapitalfinansieringen som stabil.

## Kommentar

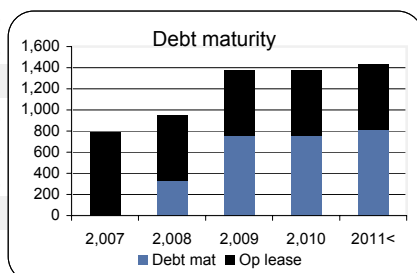
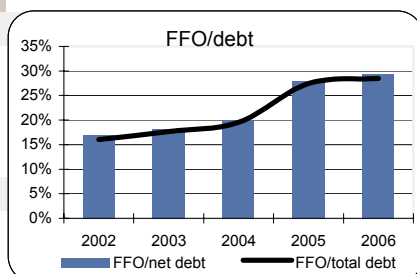
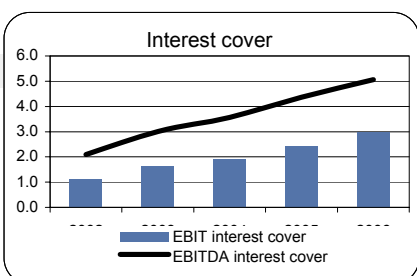
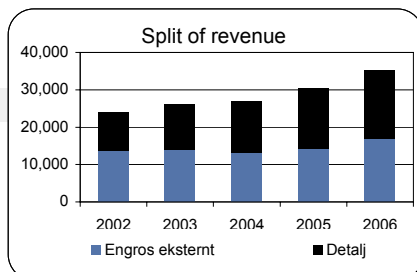
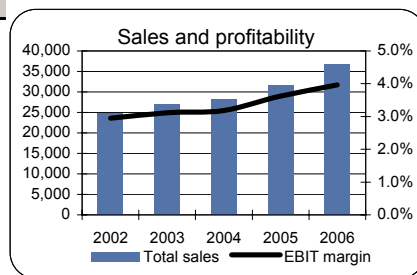
Ved utgangen av 2006 utgjorde prioritert gjeld (dvs pantsatte eiendeler og gjeld i døtre) kun MNOK 219, eller ca 1.6% av bokførte eiendeler i konsernet. Senior usikret obligasjonsrating er derfor den samme som selskapsratingen.

Handelshusenes butikkomsetning i Norge ekskl mva



Kilde: Handelsbladet FK

<b>Profit &amp; Loss (adjusted figures MNOK)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Total sales	24,814	26,919	28,148	31,531	36,632
Total cost	23,676	25,716	26,689	29,719	34,524
Book EBITDA	1,138	1,203	1,459	1,812	2,108
Adjusted EBITDA	1,380	1,534	1,687	2,042	2,458
Depr./amort	618	686	766	862	981
Book EBIT	491	508	669	913	1,102
Adjusted EBIT	733	839	897	1,143	1,452
Interest expense	371	223	185	150	135
Interest expense adjusted	659	511	473	468	485
Tax	161	91	184	270	312
Book net income	249	366	438	716	884
Net income from continuing op.	203	409	378	628	884
<b>Balance sheet</b>					
Goodwill	2,356	2,918	2,851	2,695	2,764
Tangible fixed assets	2,733	3,276	4,141	4,632	5,324
Cash and securities	288	174	152	133	199
Book total assets	9,525	10,836	11,755	12,442	14,091
Lease adjusted total assets	12,402	13,713	14,632	15,933	17,609
Equity	3,095	3,879	4,174	4,563	5,156
Book interest bearing debt	2,552	3,060	3,342	2,604	2,648
Lease and pension adj debt	5,506	6,009	6,280	6,236	6,370
<b>Cash flow</b>					
Adjusted EBITDA	1,380	1,534	1,687	2,042	2,458
Net interest	454	447	432	433	455
Tax payable	58	91	112	25	261
Funds from operations (FFO)	884	1,060	1,226	1,712	1,815
Increase in working capital	-415	165	-8	-163	171
Capex	813	907	915	1,063	1,433
Free operating cash flow	486	-12	319	812	211
<b>Key ratios (adjusted)</b>					
<b>Interest coverage</b>					
EBITDA interest coverage (x)	2.1	3.0	3.6	4.4	5.1
EBIT interest coverage (x)	1.1	1.6	1.9	2.4	3.0
(EBITDA-CAPEX)/interest coverage (x)	0.9	1.2	1.6	2.1	2.1
FFO interest coverage (x)	1.7	2.2	2.7	3.7	3.8
<b>Financial gearing</b>					
Net debt/EBITDA (x)	3.8	3.8	3.6	3.0	2.5
Total debt/EBITDA (x)	4.0	3.9	3.7	3.1	2.6
FFO/net debt (%)	17%	18%	20%	28%	29%
FFO/total debt (%)	16%	18%	20%	27%	28%
Free operating cash flow/net debt (%)	9%	0%	5%	13%	3%
Free operating cash flow/total debt (%)	9%	0%	5%	13%	3%
<b>Solidity</b>					
Total debt/(total debt+book value equity) (%)	64%	61%	60%	58%	55%
Equity/total assets (%)	25%	28%	29%	29%	29%
(Equity-goodwill)/(total assets-goodwill) (%)	7%	9%	11%	14%	16%
<b>Performance</b>					
Sales growth (%)	na	8.5%	4.6%	12.0%	16.2%
EBITDA margin (%)	5.6%	5.7%	6.0%	6.5%	6.7%
EBIT margin (%)	3.0%	3.1%	3.2%	3.6%	4.0%
Net income from continuing op./sales (%)	0.8%	1.5%	1.3%	2.0%	2.4%
Increase in working capital/sales (%)	-1.7%	0.6%	0.0%	-0.5%	0.5%
Days in receivables	15	14	13	15	14
Days in payables	34	31	35	41	36
Days in inventory	29	30	33	33	28



Net income from continuing operations=	Net income after tax excluding nonrecurring items
Total debt =	Total interest bearing debt including financial lease obligations, plus present value of operating lease liabilities, tax adjusted underfunded pension liabilities and guarantees to associated companies
EBIT interest coverage =	$\frac{\text{Earnings from continuing operations* before interest and taxes}}{\text{Gross interest incurred before subtracting (1) capitalized interest and (2) interest income}}$
EBITDA interest coverage =	$\frac{\text{Adjusted earnings from continuing operations** before interest, taxes, depreciation and amortization}}{\text{Gross interest incurred before subtracting (1) capitalized interest and (2) interest income}}$
Funds from operations(FFO)/total debt =	$\frac{\text{Net income from continuing operations plus depreciation, amortization, deferred income taxes, and other noncash items}}{\text{Total debt}}$
Free operating cash flow/total debt =	$\frac{\text{Funds from operations (FFO) minus capital expenditures, minus (plus) increase (decrease) in working capital (excluding changes in cash, marketable securities, and short-term debt)}}{\text{Total debt}}$
Discretionary cash flow/total debt =	$\frac{\text{Funds from operations (FFO) minus capital expenditures, minus (plus) increase (decrease) in working capital (excluding changes in cash, marketable securities, and short-term debt), minus common and preferred dividends}}{\text{Total debt}}$
Operating income/sales =	$\frac{\text{Sales minus cost of goods manufactured (before depreciation and amortization), selling, general and administrative, and research and development costs}}{\text{Sales}}$
Total debt/capitalization =	$\frac{\text{Total debt}}{\text{Total debt plus shareholders' equity (including preferred stock) plus minority interest}}$
Total debt/EBITDA =	$\frac{\text{Total debt}}{\text{Adjusted earnings from continuing operations before interest, taxes, depreciation and amortization}}$

\*Including interest income and equity earnings; excluding nonrecurring items.

\*\*Excludes interest income, equity earnings, and nonrecurring items; also excludes rental expense that exceeds the interest component of capitalized operating leases. Including amounts for operating lease debt equivalent, and debt associated with accounts receivable sales/ securitization programs.

#### Disclaimer

This report is issued subject to the General Business Terms for DnB NOR Markets. The report is based on information believed to be reliable, but DnB NOR Markets does not represent that the information in the report is accurate or complete, and it should not be relied upon as such. Confidentiality rules and internal rules restricting the exchange of information between different parts of DnB NOR Bank ASA may prevent employees of DnB NOR Markets who are preparing this report from utilising or being aware of information available in DnB NOR Bank ASA and/or affiliated companies and which may be relevant to the recipients decisions. Any opinions expressed reflect DnB NOR Markets' judgment at the time the report was prepared and are subject to change without notice. The report is not to be construed as a representation or solicitation to buy or sell any financial instrument or participate in any investment strategy. No liability whatsoever is accepted for any direct or indirect (including consequential) loss or expense arising from the use of this report.

DnB NOR ASA and/or its affiliated companies and/or its officers, directors and employees may be a market maker or hold a position in any instrument or related instrument discussed in this report, and may perform or seek to perform financial advisory and investment banking services related to such instruments. DnB NOR Markets Corporate Finance may act as manager or co-manager for this company in private and/or public placement and/or resale not publicly available or commonly known.

Distribution of analyses is in certain jurisdictions restricted by law. Persons into whose possession this analysis may come are required to inform themselves about and to observe such restrictions. Any U.S. recipient of this report (other than a registered broker-dealer or a bank acting in a broker-dealer capacity) that would like to effect any transaction in any security discussed herein should contact and place orders in the United States with DnB NOR Markets, Inc., which, without in any way limiting the foregoing, accepts responsibility (solely for the purposes of and within the meaning of Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934) for this report and its dissemination in the United States.

This report is for clients only, and not for publication. DnB NOR Markets - a division of DnB NOR Bank ASA registered in Norway number NO 810 506 482 (the Register of Business Enterprises), under supervision of the Financial Supervisory Authority of Norway (Kredittilsynet). © DnB NOR Markets.