

Martin Bergseth  
Kristian Hårstad  
Håkon Heines

# Verdsettelse av Kongsberg Gruppen ASA

Valuation of Kongsberg Gruppen ASA

Bacheloroppgave i Finansiell styring

Veileder: Hans Marius Eikseth

April 2023



Martin Bergseth  
Kristian Hårstad  
Håkon Heines

# **Verdsettelse av Kongsberg Gruppen ASA**

Valuation of Kongsberg Gruppen ASA



**KONGSBERG**

Bacheloroppgave i Finansiell styring  
Veileder: Hans Marius Eikseth  
April 2023

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet  
Fakultet for økonomi  
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden



## Forord

Allerede på 1800-tallet foregikk det en enorm omveltning i forsvarsteknologi, som skulle vise seg å bli en av verdens største industrier og sette dype spor i historien. Det ble tidlig slått norske røtter i utviklingen, som med tiden har skapt en helt sentral hjørnesteinsbedrift i norsk industri og næringsliv.

Dette er en oppgave som avslutter siste semester av en bachelorgrad i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. Oppgaven er finansrettet, og basert på en verdsettelse av Kongsberg Gruppen ASA. Oppgaven tilsvarer 7,5 studiepoeng, og vurderes til Bestått/ikke-bestått. Kunnskap, utregninger, modeller og den totale analysen er basert på et bredt spekter av kunnskap som vi har tilegnet oss gjennom det nevnte studieløpet, med spesialisering i finansiell styring.

Kongsberg Gruppen ASA er en av de største bedriftene i norsk næringsliv, og har gjennom årene vært del av en imponerende reise. Selskapet har gjennom forskjellige tider måttet tilpasse og utvikle seg, og resultatet har blitt en teknologigigant innen forsvar, romfart og maritim.

Vi har gjennom oppgaven tilegnet oss god kunnskap og erfaring om markedet og selskapet i sin helhet. Vi har også tilegnet oss erfaring med gruppearbeid, og ikke minst anvendelsen av kunnskapen vi har oppnådd i løpet av studiet.

Til slutt vil vi takke Hans Marius Eikseth for god veiledning underveis.



Martin Bergseth



Kristian Hårstad



Håkon Heines

## Sammendrag

I denne bacheloroppgaven er vårt mål å verdsette Kongsberg Gruppen ASA, som er et børsnotert selskap. Analysen er basert på en fundamental verdsettelse, hvor grunnlaget er bygget på en strategisk og en regnskapsbasert analyse av selskapet og markedet. Videre beveger oppgaven seg inn i en finansiell analyse med en kontantstrømbasert verdivurdering av bedriften. Vi har basert vår analyse på ferdigheter og kunnskaper som vi har tilegnet oss i løpet av de siste årene ved økonomi og administrasjon.

Vi har startet oppgaven med en kort beskrivelse av Kongsberg Gruppens historie, visjon og motivasjon. Videre har vi presentert selskapet som en helhet og dykket litt dypere inn i dets historie fra 1814 og frem til i dag. Oppgaven går videre inn i både intern og ekstern strategisk analyse av selskapet, der vi har kartlagt styrker og svakheter og identifisert faktorer som påvirker selskapet. Funnene viser et marked med økt etterspørsel, hvor Kongsberg Gruppens posisjon gjør at de kan følge veksten med potensialet til å hente enda større markedsandeler. Analysen har også inkludert betydningen av bærekraftige løsninger for å løse dagens samfunnsproblemer.

I det fjerde kapitlet har vi utført en regnskapsanalyse som inkluderer analyser av selskapets lønnsomhet, likviditet og soliditet. Dette har gitt oss et oversiktsbilde av selskapets økonomiske tilstand som har gjort det mulig for oss å foreta en veloverveid finansiell analyse. Tallene er tilfredsstillende, og det viser seg at positiviteten rundt driften fra aksjonærer og myndigheter ikke er misvisende.

Videre kombinerer vi den strategiske og regnskapsmessige analysen i en kontantstrømbasert modell som tar hensyn til selskapets langtidskontrakter. Disse kontraktene har en betydelig innvirkning på selskapets kontantstrøm og dermed på verdien av selskapet. Vi har gjennomført en fundamental verdsettelse av selskapet og har kommet frem til en verdi av egenkapitalen per aksje pålydende 439,4 kroner. Sensitivitetsanalysen vår viste oss videre at WACC har noe innvirkning på den estimerte verdien av selskapet. Verdiene beregnet på grunnlag av markedet ved bruk av multiplikatorer ga det som ser ut som et godt mål, og kan tyde på et presist sammenligningsgrunnlag. Vår estimerte selskapsverdi fra fundamental verdsettelse per 01.01.22 er 84,2 milliarder. Og den markedsbaserte verdsettelsen per 01.01.23 ga et utslag på 71,4 milliarder, som viser en enorm utvikling i markedet.

## **Abstract**

The objective of this bachelor's thesis is to value the equity of Kongsberg Gruppen ASA, a publicly traded company, through a fundamental valuation approach based on a strategic and accounting analysis of the company and the market. We also perform a financial analysis using a cash flow-based valuation of the company. Our analysis is based on skills and knowledge we have acquired in economics and administration over the past years.

We begin the thesis with a brief description of Kongsberg Gruppen's history, vision, and motivation, followed by a comprehensive overview of the company's history from 1814 to present day. The analysis then delves into both internal and external strategic analysis of the company, where we identify strengths, weaknesses, and factors that impact the company. The findings reveal an increasing demand in the market, and Kongsberg Gruppen's position allows them to follow this growth with the potential to gain even greater market share. Our analysis also includes the significance of sustainable solutions to address current societal issues.

In chapter four, we perform an accounting analysis that includes an assessment of the company's profitability, liquidity, and solvency. This provides us with a clear picture of the company's financial condition, which enables us to conduct a well-informed financial analysis. The numbers are satisfactory, and positivity surrounding the operation from shareholders and authorities is not misleading.

We then combine the strategic and accounting analysis into a cash flow-based model that considers the company's long-term contracts. These contracts have a significant impact on the company's cash flow and, therefore, the value of the company. We conduct a fundamental valuation of the company and arrive at a per-share equity value of 439,4 kroner. Further on, our sensitivity analysis shows that WACC has some impact on the estimated value of the company. Values calculated based on the market using financial multiples seem to provide a good benchmark for comparison, suggesting a precise measure. Our estimated company value based on fundamental valuation as of 01.01.22 is 84,2 billion NOK. The market-based valuation as of 01.01.23 resulted in a value of 71.4 billion NOK, indicating a significant market development.

# Innholdsfortegnelse

INNHold	1
TABELLOVERSIKT	1
FIGUROVERSIKT	2
<b>1. INNLEDNING</b>	<b>3</b>
1.1 BAKGRUNN OG MOTIVASJON	3
1.2 PROBLEMSTILLING	3
1.3 AVGRENSING	3
1.4 OPPBYGGING	3
<b>2. SELSKAPSBESKRIVELSE</b>	<b>4</b>
2.1 VISJON OG MÅL	4
2.2 VIRKSOMHETSOMRÅDER	4
2.3 HISTORIE	5
2.4 AKSJEN	6
<b>3. STRATEGISK ANALYSE</b>	<b>7</b>
3.1 STRATEGI OG AMBISJONER	7
3.2 EKSTERN ANALYSE	8
3.2. INTERN ANALYSE	15
3.3 SWOT-ANALYSE	19
<b>4. REGNSKAPSANALYSE</b>	<b>22</b>
4.1 LØNNSOMHETSANALYSE	22
4.2 LIKVIDITETSANALYSE	27
4.3 SOLIDITET	30
4.4 OPPSUMMERING REGNSKAPSANALYSE	32
<b>5. FINANSIELL ANALYSE</b>	<b>33</b>
5.1 AVKASTNINGSKRAV	33
5.2 KAPITALVERDIMODELLEN	33
5.3 RISIKOFRI RENTE	34
5.4 RISIKOPREMIE	34
5.5 AKSJBETA	34
5.6 GJELDSANDEL OG EGENKAPITALANDEL	35
5.7 GJELDSKOSTNAD	36
5.8 EGENKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV (CAPM)	36
5.9 TOTALKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV (WACC)	37
<b>6. PROGNOSE AV FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER</b>	<b>37</b>
6.1 INNTEKTER	37
6.2 KOSTNADER	39
6.3 AVSKRIVNINGER	42
6.4 ENDRING I ARBEIDSKAPITAL	43
6.5 INVESTERINGER	43
6.6 ESTIMERT KONTANTSTRØM	44
<b>7. FUNDAMENTAL VERDSETTELSE ETTER DCF-METODEN</b>	<b>45</b>
<b>8. MARKEDSBASERT VERDSETTELSE</b>	<b>46</b>
8.1 P/B – PRICE TO BOOK	47
8.2 P/E – PRICE TO EARNINGS	48
8.3 EV/EBITDA- ENTERPRISE VALUE / EARNINGS BEFORE INTEREST, TAX, DEPRECIATION AND AMORTIZATION	50
<b>9. SENSITIVITETSANALYSE</b>	<b>53</b>
<b>10. KONKLUSJON</b>	<b>53</b>
<b>11. OPPGAVEKRITIKK</b>	<b>54</b>
<b>12. REFERANSELISTE</b>	<b>56</b>



# Innhold

## Tabelloversikt

TABELL 1, SVIMA KONGSBERG GRUPPEN	16
TABELL 2, TOTALKAPITALRENTABILITET	24
TABELL 3, EGENKAPITALRENTABILITET	25
TABELL 4, DRIFTSMARGIN	26
TABELL 5, LIKVIDITETSGRAD 1	27
TABELL 6, FINANSIERINGSGRAD 1	28
TABELL 7, ARBEIDSKAPITAL	29
TABELL 8, EGENKAPITALANDEL	30
TABELL 9, GJELDSGRAD	31
TABELL 10, AKSJEBETA	35
TABELL 11, EGENKAPITAL- OG GJELDSANDEL	35
TABELL 12, GJELDSKOSTNAD	36
TABELL 13, HISTORISKE INNTEKTER	38
TABELL 14, PROGNOSE INNTEKTER	39
TABELL 15, HISTORISKE KOSTNADER	39
TABELL 16, ESTIMERT VAREKOSTNAD	40
TABELL 17, ESTIMERTE LØNNSKOSTNADER	41
TABELL 18, ESTIMERTE DRIFTSKOSTNADER	41
TABELL 19, ESTIMERTE TOTALE DRIFTSKOSTNADER	42
TABELL 20, ESTIMERTE AVSKRIVNINGER	42
TABELL 21, ENDRINGER ARBEIDSKAPITAL	43
TABELL 22, ESTIMERTE ENDRINGER ARBEIDSKAPITAL	43
TABELL 23, HISTORISKE INVESTERINGER	43
TABELL 24, ESTIMERTE INVESTERINGER	44
TABELL 25, ESTIMERT KONTANTSTRØM	44
TABELL 26, UTREGNING TERMINALVERDI	45
TABELL 27, UTREGNING SELSKAPSVERDI	45
TABELL 28, UTREGNING AKSJEVERDI	46
TABELL 29, UTREGNING P/B	48
TABELL 30, VERDIVURDERING P/B	48
TABELL 31, UTREGNING P/E	49
TABELL 32, VERDIVURDERING P/E	50
TABELL 33, UTREGNING EV/EBITDA	51
TABELL 34, VERDIVURDERING EV/EBITDA	51
TABELL 35, GJENNOMSNIITT MARKEDSBASERT VERDSETTELSE	52
TABELL 36, SENSITIVITETSANALYSE	53

## **Figuroversikt**

FIGUR 1, AKSJEKURS, HENTET FRA NORDNET	6
FIGUR 2, PESTEL, HENTET FRA PESTELANALYSIS.COM	8
FIGUR 3, PORTERS BRANSJEANALYSE, HENTET FRA GOOGLE	12
FIGUR 4, TOTALKAPITALRENTABILITET	24
FIGUR 5, EGENKAPITALRENTABILITET	26
FIGUR 6, LIKVIDITETSGRAD, HENTET FRA PROFF	28
FIGUR 7, ARBEIDSKAPITAL	29
FIGUR 8, EGENKAPITALANDEL	31
FIGUR 9, GJELDSGRAD	32

# **1. Innledning**

## **1.1 Bakgrunn og motivasjon**

Kongsberg Gruppen har en unik forhistorie i norsk og internasjonal historie, som en av de største utviklerne innen forsvarsteknologi fra begynnelsen av 1800 tallet. Kongsberg Gruppen er en av hjørnesteinsbedriftene i Norge, og vi mener at selskapet løser en ekstremt viktig samfunnsoppgave i å produsere forsvarssystemer for kontroll og overvåking. Samtidig er de også med å skape nye teknologiske løsninger innenfor maritim industri og IT som den neste generasjonen trolig vil dra nytte av. I tillegg til en unik forhistorie og utvikling, opererer Kongsberg Gruppen i en bransje med høy omsetning og gode marginer. Med en omsetning på godt over 31 milliarder, og over 11 000 ansatte verden rundt er dette et spennende selskap i en omfattende bransje.

## **1.2 Problemstilling**

Oppgavens problemstilling:

- Hva er Kongsberg Gruppen ASA verdt per 30.12.2021?

I oppgaven skal vi estimere selskapets aksjeverdi. Vår estimerte aksjeverdi vil så bli sammenlignet med aksjens markedsverdi på Oslo Børs i samme periode.

## **1.3 Avgrensing**

I vår verdsettelse av Kongsberg Gruppen ASA vil vi hovedsakelig forholde oss til tall og informasjon fra årene 2016-2022, men også noe informasjon fra 2010-2015. Vi benytter oss av offentlig informasjon om Kongsberg Gruppen ASA og selskapets omgivelser.

## **1.4 Oppbygging**

Oppgaven vil begynne med en selskapsbeskrivelse av Kongsberg Gruppen, som etterfølges av en strategisk analyse av konsernet. Deretter vil vi presentere en regnskapsanalyse i kapittel 4, før avkastningskrav blir presentert i kapittel 5. Videre kommer prognostisering av

fremtidige kontantstrømmer i kapittel 6, etterfulgt av en fundamental verdsettelse med DCF-metoden i kapittel 7. Deretter gjennomføres det en markedsbasert verdsettelse i kapittel 8, før vi ser på en sensitivitetsanalyse i kapittel 9. Vi konkluderer i kapittel 10, før vi kommer med kritikk til oppgaven i kapittel 11.

## 2. Selskapsbeskrivelse

### 2.1 visjon og mål

Kongsberg Gruppen sin visjon er formulert på engelsk, og lyder som følger: «World class – through people, technology and dedication». (Kongsberg Gruppen, 2021) Selskapets strategi inkluderer å utvikle teknologiske løsninger for forsvar og sikkerhet, sjøfart, olje og gass, romfart og industri, samt å utvikle teknologiløsninger for autonome systemer.

Kongsberg Gruppens overordnede mål er å skape verdier for sine kunder, aksjonærer, ansatte og samfunnet som helhet gjennom å utvikle teknologiske løsninger som bidrar til å møte noen av de store utfordringene verden står overfor, inkludert klimaendringer, økende urbanisering, behovet for økt sikkerhet og globalisering. For å oppnå dette målet, fokuserer Kongsberg Gruppen på å kontinuerlig investere i forskning og utvikling, bygge sterke partnerskap med andre teknologiselskaper og forskningsinstitusjoner, og ha en sterk satsing på bærekraft. (Kongsberg Gruppen, 2021)

### 2.2 virksomhetsområder

Kongsberg Gruppen ASA opererer innenfor tre forretningsområder: *Maritime, Defence & Aerospace og Digital*. Konsernet består av omtrent 11 000 ansatte over hele verden, fordelt i 37 land med hovedvekt i Norge og Europa. Mange forbinder Kongsberg Gruppen med våpenproduksjon, men konsernet har over tid skapt en større portefølje av maritime løsninger og i nyere tid satsset på IT-sikkerhet. (Kongsberg Gruppen, 2021)

Det største forretningsområdet er Kongsberg Maritime som omfatter utvikling av teknologiløsninger innenfor sjøfartssektoren. Kongsberg Maritime leverer alt fra skipssimulatorer og navigasjonsløsninger til avanserte systemer for olje- og gassindustrien.

Selskapet har en global tilstedeværelse og har samarbeidspartnere og kunder i alle deler av verden. Forretningsområdet har omtrent 7 000 ansatte og er til stede i 34 land. (Kongsberg Gruppen, 2021).

Kongsberg Defence and Aerospace omfatter utvikling av teknologiløsninger innenfor forsvars- og romfartssektoren. Kongsberg Defence and Aerospace leverer alt fra missiler og ammunisjon til avanserte satellittsystemer og romteknologi. Selskapet er en av de ledende aktørene innenfor dette området og har samarbeidspartnere og kunder over hele verden. Dette forretningsområdet sysselsetter rundt 3500 ansatte og har hovedkontor i Kongsberg, samt flere avdelinger og produksjonsanlegg rundt om i verden, totalt i 16 land. (Kongsberg Gruppen, 2021).

Det siste forretningsområdet er Kongsberg Digital, som utvikler digitale løsninger for industri og offentlig sektor. Kongsberg Digital leverer alt fra skybaserte plattformer og analyseverktøy til simulerings- og beslutningsstøttesystemer. Selskapet har en sterk satsing på autonome systemer og har utviklet teknologiløsninger for autonome skip og kjøretøy. Kongsberg Digital samarbeider med ledende teknologiselskaper og forskningsinstitusjoner over hele verden for å utvikle innovative løsninger for fremtiden. Forretningsområdet har rundt 700 ansatte og er også basert i Kongsberg, med flere avdelinger og kontorer rundt om i verden, inkludert USA, Singapore og Tyskland. (Kongsberg Gruppen, 2021).

## **2.3 Historie**

Kongsberg Gruppen ASA har en lang og stolt historie som strekker seg tilbake til 1814, da Kongsberg Våpenfabrikk ble grunnlagt. Den gang var selskapet opprettet for å produsere våpen for den norske hæren og var heleide av den norske stat. I løpet av andre verdenskrig ble Kongsberg Våpenfabrikk okkupert av tyske styrker, men fabrikken fortsatte å produsere våpen og ammunisjon for de allierte styrkene i hemmelighet. Etter krigen ble fabrikken omgjort til et teknologiselskap og begynte å utvikle avanserte våpen- og forsvarssystemer.

I 1987 ble selskapet etablert under navnet norsk forsvarsteknologi (NFT) for å videreføre forsvarsproduksjonen etter Kongsberg Våpenfabrikk. 6 år senere, ble konsernet delprivatisert og børsnotert som allmennaksjeselskap på Oslo børs. Børsnoteringen førte til større

fleksibilitet og en mulighet til å utvikle seg i takt med markedskreftene. I 1995 endret selskapet navn til Kongsberg Gruppen, for å understreke at driften ikke lenger kun handlet om produksjon til Forsvaret, men også en sivil, maritim virksomhet.

I dag er Kongsberg Gruppen et av de ledende teknologiselskapene i Norge og har en betydelig global tilstedeværelse. Selskapet leverer avanserte teknologiske løsninger innenfor maritim sektor, forsvarsindustrien og digitale tjenester og har en sterk satsing på autonome systemer og bærekraftig teknologi. (Kongsberg Gruppen, 2021)

## 2.4 Aksjen

Etter børsnotering i 1993 har selskapets aksjer hatt en variert utvikling på børsen. Aksjekursen har opplevd både perioder med sterk vekst og perioder med tilbakegang. I perioden fra 1993 til tidlig på 2000-tallet opplevde Kongsberg Gruppen en jevn vekst i aksjekursen, drevet av økt etterspørsel etter teknologiske tjenester og produktene selskapet tilbød. I årene etter finanskrisen i 2008 opplevde imidlertid selskapet en nedgang i aksjekursen, noe som reflekterte den globale økonomiske usikkerheten og tilbakegangen i olje- og gassindustrien, som er en viktig kunde for selskapet.



Figur 1, Aksjekurs, hentet fra Nordnet

I senere tid har Kongsberg Gruppens aksjekurs vært påvirket av en rekke faktorer, inkludert selskapets resultater, økonomiske situasjon, politiske og økonomiske forhold i markedene og

bransjer der selskapet opererer. Aksjen ble ikke nevneverdig påvirket av pandemien, og har siden den tid hatt en stadig økning. Krigen i Ukraina har ført til en enorm vekst for aksjekursen, som siden starten av konflikten har vokst i takt med økt etterspørsel etter forsvarsmateriell.

### **3. Strategisk analyse**

#### **3.1 Strategi og ambisjoner**

Kongsberg Gruppen er en virksomhet som produserer teknologi og systemer med strategisk betydning for sine kunder. Deres produkter bidrar til å møte viktige bærekraftige samfunnsbehov innen sikkerhet, energi, transport og klima. Kongsberg Gruppen har en ambisjon om å etablere teknologi og produkter som enten er verdensledende eller som har potensial til å bli det på sikt. Deres forretningsmessige valg og strategiske prioriteringer er basert på en forretningskultur med høy etisk standard. (Kongsberg Gruppen, 2021)

Kongsberg Gruppens strategiske mål er å utvikle bærekraftige løsninger for dagens samfunnsutfordringer ved å benytte teknologi. Deres produkter er rettet mot klimavennlige løsninger og den digitale industri-transformasjonen. Målet er å forbedre driftseffektivitet, sikkerhet og operasjonell pålitelighet hos deres kunder. De ønsker å legge til rette for et grønt skifte innen shipping, en gunstig forvaltning av havets ressurser, overvåkning av havets tilstand ved hjelp av data fra satellitter, og bedre sikkerhet for samfunnet. (Kongsberg Gruppen, 2021)

Kongsberg Gruppen er som nevnt delt inn i tre divisjoner; Kongsberg Defence & Aerospace, Kongsberg Maritime og Kongsberg Digital. Kongsberg Defence & Aerospace har som mål å sikre strategisk viktige kontrakter og oppnå vekst i utvalgte geografiske områder gjennom egen aktivitet og samarbeid med partnere. Kongsberg Maritime har som mål å sikre posisjonen som en ledende maritim teknologileverandør med bærekraftig innovasjon rettet mot grønne løsninger og banebrytende konsepter. Kongsberg Digital har som mål å ta den ledende posisjonen innen digitalisering av maritim- og energiindustri. (Kongsberg Gruppen, 2021)

## 3.2 Ekstern analyse

For å kartlegge de eksterne faktorene som påvirker Kongsberg Gruppen skal vi gjennomføre en PESTEL-analyse og bruke Porters femfaktormodell. Dette er to strategiske analysemodeller som fremhever de eksterne omgivelsene ut fra ulike perspektiver. PESTEL har til hensikt å vise de makroøkonomiske forhold som påvirker Kongsberg Gruppen, mens Porters femfaktormodell er en konkurrentanalyse som sier noe om atferden til aktører og interessenter i bransjen.

Vi har ved gjennomføringen av analysene lagt vekt på faktorer vi mener har relevans for verdsettelsen og de estimerte kontantstrømmene. Vi har også brukt analysene til å bli bedre kjent med selskapet i sin helhet

### 3.2.1 PESTEL-analyse

#### P – Politiske drivere

Kongsberg Gruppen påvirkes av politiske faktorer på flere nivåer. Kongsberg Gruppen er et norsk selskap som påvirkes av norske myndigheter og reguleringer på nasjonalt nivå. Det kan eksempelvis være faktorer knyttet til skatt, arbeidsrett, eller andre lovgivninger. Internasjonal politikk påvirker også Kongsberg Gruppen, da selskapet har virksomheter i flere land. Endringer i handelspolitikk, sanksjoner og andre internasjonale forhold kan påvirke selskapets eksportmuligheter og forretningsmuligheter. Forsvars- og sikkerhetspolitikk påvirker også Kongsberg Gruppen, som har en betydelig virksomhet innen forsvars- og sikkerhetsindustrien. Her vil endringer som økt forsvarsbudsjett, og sikkerhetsbehov være eksempler som påvirker forretningsmulighetene.



Figur 2, PESTEL, hentet fra [Pestelanalysis.com](http://Pestelanalysis.com)

Kongsberg Gruppen som våpenprodusent- og leverandør reguleres i form av kontroll fra myndighetene som også er eier med 50,004 prosent av aksjene i selskapet. Dette rammeverket eller nasjonal regulering påvirker selskapets muligheter til å drive virksomheter og delta i anbudsprosesser. Internasjonale eksportkontroll regler regulerer eksport av



teknologi og produkter som kan ha militære eller andre sikkerhetsmessige formål. Til slutt leverer Kongsberg Gruppen produkter og tjenester til offentlige myndigheter og påvirkes derfor av nasjonale og internasjonale anskaffelsesreguleringer som selskapet må forholde seg til når det konkurrerer med andre leverandører om offentlige anbudskontrakter.

Samlet sett viser disse eksemplene at politiske faktorer kan ha stor betydning for Kongsberg Gruppen. Russlands invasjon av Ukraina og den påfølgende økte spenningen i Europa har påvirket etterspørselen etter militært utstyr. Bruken av autonome våpensystem og anti luftvernraketter er eksempler på etterspurt utstyr. Dette vil påvirke selskapets forretningsmuligheter både nasjonalt og internasjonalt ved økt etterspørsel av moderne teknologi. En annen politisk driver er Norges donasjon av våpen til Ukraina. Staten har besluttet å bistå Ukraina med militært utstyr som direkte og indirekte påvirker produksjonen til Kongsberg Gruppen. Det er viktig for selskapet å være oppdatert på politiske endringer, og kunne tilpasse seg etterspørsel på en effektiv måte.

## **E – Økonomiske (economic)**

Krigen i Ukraina har ført til økt internasjonalt sikkerhetsbehov for flere land. En direkte konsekvens er økte forsvarsbudsjetter, som vil være en økonomisk driver for kunders betalingsvillighet og kjøpekraft. Kongsberg Gruppen opererer i flere land og har inntekter i forskjellige valutaer. Endring i valutakursen kan derfor ha stor innvirkning på selskapets inntekt og resultater. Kongsberg Gruppen er avhengig av å ha tilgang til kapital for å investere i forskning og utvikling, oppkjøp og ekspansjon. Tilgangen til kapital kan være påvirket av økonomiske forhold, slik som rentenivåer og kredittverdighet.

Kongsberg Gruppen produserer teknologiske produkter og tjenester, og kostnadsnivået for produksjon og utvikling kan påvirkes av råvarepriser, energipriser, arbeidskraftkostnader og andre faktorer. Endringer i skattepolitikk kan påvirke Kongsberg Gruppens inntjening og lønnsomhet. For eksempel kan endringer i skattesatser eller skatteinsentiver påvirke selskapets investeringsbeslutninger og strategi. Kongsberg Gruppen opererer i en global økonomi, og endringer i dens utvikling kan påvirke selskapets inntekter og resultater. For eksempel kan globale økonomiske kriser påvirke etterspørselen etter selskapets produkter og tjenester.

## **S – Sosiokulturelle drivere**

De sosiokulturelle driverne omhandler alt fra befolkningsvekst til endringer i livsstil, og hvordan dette påvirker bransjen. Innenfor våpenindustri nasjonalt er det regulerte utsalgssteder av våpen til personlig bruk. Kundemassen i denne bransjen består derfor av andre selskaper. Dette betyr ikke at selskapene i bransjen ikke påvirkes av trender i befolkningen, men at en er nødt til å vurdere hvilke drivere som påvirker de ulike aktørene.

Kongsberg Gruppen er avhengig av å tiltrekke seg og beholde dyktige medarbeidere. Det sosiale miljøet i selskapet kan påvirke dette, for eksempel arbeidsmiljø og arbeidslivskultur. Selskapet har også et ansvar for å bidra til samfunnet og kan påvirkes av samfunnets krav og forventninger. Et eksempel på dette er Kongsberg Gruppens støtte til Parisavtalen 2050, hvor en har en ambisjon om å endre produksjonen slik at en produserer med netto null klimagassutslipp.

## **T – Teknologi**

De teknologiske forholdene omhandler aspekter som forskning og utvikling, og hvilken påvirkning dette har for bransjen. Disse forholdene påvirker konkurransesituasjonen i bransjen, da det finnes flere inngangsbarrierer, og andre produksjonsbeslutninger for selskaper i bransjen.

Kongsberg Gruppen opererer i en teknologiintensiv bransje, og det er derfor viktig for selskapet å forstå teknologiske trender og utviklinger for å kunne holde seg konkurransedyktige. Dette er et viktig satsningsområde, og det investeres mye i forskning og utvikling (videre kalt FoU) for å beholde selskapets posisjon i markedet. Nye teknologier er viktige forskningsområder som organisasjoner som Kongsberg Gruppen er avhengig av å beskytte gjennom patentering for å opprettholde sin konkurransefordel. Endringer i lover og regler for patenter og intellektuell eiendom kan derfor påvirke Kongsberg Gruppens mulighet til å beskytte sin teknologiske kunnskap.

## **E – Miljømessige (environmental)**

Miljømessige forhold er knyttet til økologiske og miljømessige faktorer i bransjen. Det kan eksempelvis være klimaendringer, eller hvordan klima og miljøhensyn påvirker bransjenes produksjon. Kongsberg Gruppen opererer i en energiintensiv bransje, og mye av dagens teknologi er i skjæringspunktet mellom fossil og fornybar energiutvinning. Det lyder klart fra årsrapporten at selskapet ønsker å ha en ledende posisjon innen bærekraft jf. FN bærekraftsmål. (Kongsberg Gruppen, 2022)

Kongsberg Gruppen må ta hensyn til miljøkrav og bærekraft i sin virksomhet. Dette kan påvirke selskapets produksjonsprosesser og produktutvikling. Selskapet kan også påvirkes av reguleringer og krav knyttet til miljøvern og bærekraft i ulike markeder. Slik som tidligere nevnt er Parisavtalen et eksempel på en ekstern faktor som vil påvirke selskapets videre utvikling av produkter.

## **L – Juridiske (legal)**

Legale eller juridiske faktorer omhandler regulering av eksisterende og fremtidig, nasjonal og internasjonal lovgivning.

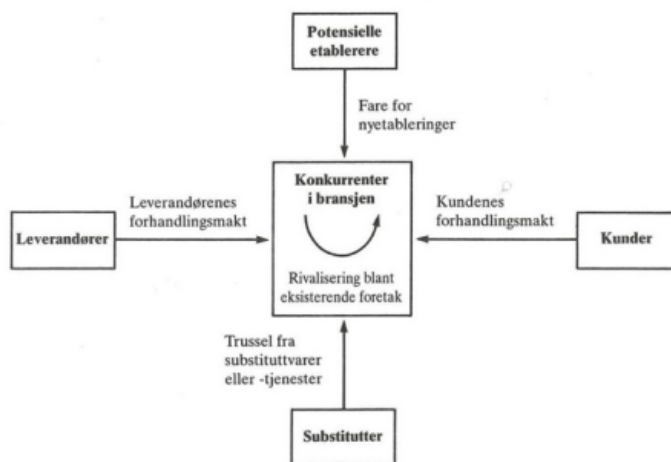
Et eksempel er den norske Eksportkontrollloven § 1 (Utenriksdepartementet, 1990). Dette hindrer norske selskaper å selge sine teknologier og produkter uten at de får særskilt tillatelse for dette. Reguleringer i bransjen er et etableringshinder for nye aktører. De etablerte aktørene må også følge strengt regulerte lover og regler som påvirker driften av virksomheten.

Kongsberg Gruppen opererer i ulike markeder og må følge nasjonale og internasjonale lover og reguleringer. Dette kan påvirke selskapets virksomhet og utvikling, som tidligere nevnt er dette for eksempel i forhold til immaterielle rettigheter, konkurransereguleringer og krav til produktsikkerhet og utvikling.

### 3.1.2 Porters femfaktormodell

Vi har valgt å inkludere Porters femfaktormodell som et verktøy for den eksterne analysen. Modellen brukes til å analysere selskapets konkurransemessige styrker og svakheter i forhold til sine konkurrenter, og har til hensikt å si noe om Kongsberg Gruppens posisjon i markedet.

De forholdene vi vil ta for oss i denne modellen vil være relevant for Kongsberg Gruppen og vil tydeliggjøre deres muligheter for å utvikle og bevare konkurransefortrinn. Modellen vil også gi innsikt i hvilke trusler og muligheter som foreligger i bedriftens omgivelser. Modellen vil være med å beskrive og visualisere informasjon som vil gi en tydeligere forståelse for bransjen og selskapet. Modellen er visualisert i figur 1.



Figur 3, Porters bransjeanalyse, hentet fra Google

#### Trusselen fra nye inntrengere i bransjen

Generelt vil en ny aktør i en bransje forsøke å vinne markedsandeler ved bruk av pris eller andre virkemidler. I en høyteknologisk bransje vil nye oppfinnelser eller utvikling av systemer være metoder for å infiltrere markedet og opprette en posisjon i bransjen. Innen den maritime industrien finnes det flere store aktører, og enda flere mindre som kjemper om markedsandeler. Den militære industrien er noe spesiell da den som tidligere nevnt i PESTEL analysen er strengt regulert av staten.

Det er relativt høye barrierer for inntreden i markeder hvor Kongsberg Gruppen opererer, spesielt i forsvarsindustrien, der selskapet har en sterk posisjon og mye erfaring. Markedet for våpenproduksjon er regulert gjennom myndigheter, og det vil være strenge standarder og krav som stilles til aktører i markedet. Konkurransesituasjonen er også noe spesiell da den reguleres av internasjonale styringsmakter, og anbud kan reguleres. For å infiltrere markedet krever det betydelige investeringer i forskning og utvikling, samt lisens fra myndighetene. Derfor er trusselen fra nye konkurrenter vurdert lav i forsvarssektoren. På grunn av høy konkurranse og mange nye innovasjoner innen maritim teknologi har vi samlet sett vurdert trusselen for nye konkurrenter til moderat.

### **Trusselen fra substitusjonsprodukter**

Substitutter er produkter eller tjenester som kan erstatte eller tilfredsstille de samme behovene hos en kunde som et annet produkt eller tjeneste. Substitutter kan påvirke et produkt eller en tjenestes etterspørsel og pris, og dermed påvirke organisasjonens lønnsomhet. Hvis det finnes mange substitutter som er tilgjengelige, kan det medføre økt konkurranse og et lavere prisnivå for produktet eller tjenesten.

Kongsberg Gruppen opererer innen flere bransjer hvor det tilbys en rekke forskjellige produkter og tjenester. Generelt er konkurrerende teknologier den største faren for bedriften. Innenfor forsvar og sikkerhet er etterspørselen behovsstyrt, hvor en statlig aktør vil foretrekke det produktet som best tilfredsstillende krav som er satt i en anbudsprosess. Det vil si at dagens teknologi av et våpensystem kan bli byttet ut av et bedre våpensystem i morgen. Det skal sies at dette er avtaler og lisenser som også er langvarige som gjør det mindre sannsynlig at det finnes slike substitutter. Avanserte våpensystemer avvikles over tid, og er ikke behovsstyrt på kort etterspørsel.

Vi har vurdert at Kongsberg Gruppen opererer i en bransje hvor det er få substitutter tilgjengelig. Kongsberg Gruppen tilbyr høyt spesialiserte teknologiske produkter og tjenester som har begrenset substitusjonsmuligheter og teknologien vernes om patenter på teknologiske løsninger. Derfor er trusselen fra substitusjonsprodukter relativt lav.

## **Forhandlingsstyrken til leverandører**

Leverandører spiller en kritisk rolle i driften av enhver virksomhet som ikke er fullstendig integrert vertikalt. For å vurdere leverandørenes makt må man vurdere antall leverandører som tilbyr samme produkt eller tjeneste. Hvis det er mange leverandører å velge mellom, vil kundene ha større forhandlingskraft når det gjelder priser og betingelser. På den annen side, hvis det er få leverandører å velge mellom, vil kundene være mer avhengige av leverandørene og deres tilbud, og dermed vil leverandørene ha mer makt. En annen faktor som påvirker en leverandørs forhandlingskraft, er om deres produkt er unikt eller ikke. Hvis en leverandør tilbyr et unikt produkt eller en tjeneste som ikke kan skaffes andre steder, vil de ha mer makt til å påvirke prisene og betingelsene for avtalen. På den annen side, hvis det tilbys flere alternativer eller substitutter for produktet eller tjenesten, vil kundene ha større forhandlingskraft.

Generelt sett vil Kongsberg Gruppen sannsynligvis ha større grad av forhandlingsmakt enn sine mindre leverandører, spesielt hvis det er flere leverandører som tilbyr samme produkt eller tjeneste. På den annen side vil større leverandører med unike produkter eller tjenester ha mer makt til å påvirke priser og betingelser. Det kan antas at innenfor en høyteknologisk bransje vil det eksistere flere små bedrifter som fungerer som nisjeleverandører av avgjørende produkter til større selskaper som Kongsberg Gruppen. Vi har også vurdert at Kongsberg Gruppens historie og posisjon har gjort at selskapet har investert mye tid og ressurser i å utvikle langsiktig samarbeid med nøkkelleverandører.

Kongsberg Gruppen tilbyr høyt spesialiserte teknologiske produkter og tjenester som har begrenset substitusjonsmuligheter. Kongsberg Gruppen samarbeider med flere konkurrenter om å utvikle nye teknologier, samt at leverandører av spesielle komponenter har en viss forhandlingsmakt. Derfor er trusselen fra leverandører relativt lav.

## **Forhandlingsstyrken til kunder**

Generelt som et stort teknologiselskap med virksomhet innen flere bransjer, er Kongsberg Gruppen avhengig av kunder for å opprettholde sin inntjening og lønnsomhet. Kunder har dermed en viss grad av forhandlingsmakt over Kongsberg Gruppen. Kunder kan utøve

forhandlingsmakt gjennom å kreve bedre priser, bedre betalingsbetingelser, høyere kvalitet og bedre leveringsfrister. Forhandlingskraften til kundene avhenger av flere faktorer, inkludert størrelsen og betydningen av kundene for Kongsberg Gruppen, kundens alternative valg og konkurransesituasjonen i markedet.

Kongsberg Gruppen har en relativt liten kundebase, hovedsakelig bestående av store og innflytelsesrike aktører som statlige myndigheter og forsvarsorganisasjoner. Disse kundene har vanligvis høye krav til kvalitet og teknologisk kompetanse, og dermed høy avhengighet av Kongsberg Gruppens produkter og tjenester.

Vi vurderer at Kongsberg Gruppen omdømme og posisjon har medført en etablerte kundegruppe. Slike relasjoner kan gi Kongsberg Gruppen bedre oversikt over kundens behov, og kan gi dem et fortrinn i forhandlinger med mindre kunder eller konkurrenter. Naturligvis vil store kunder eller større anbud påvirke selskapet, og gi kunden mer forhandlingsmakt. Totalt sett vil vi si at kunder er avhengige av Kongsberg Gruppen produkter og tjenester og at det vil være lav grad av substitutter som gjør at forhandlingsstyrken til kundene er vurdert til relativt lav.

## **Oppsummering**

Basert på Porters femfaktormodell ser det ut til at Kongsberg Gruppen har en sterk posisjon på markedet. Selskapet har en moderat trussel fra nye konkurrenter, en lav trussel for substitutter, og relativt lav forhandlingsstyrke fra leverandører og kunder. Den høye trusselen fra eksisterende konkurrenter indikerer imidlertid at Kongsberg Gruppen må være konkurranseskraftig og innovativ for å opprettholde sin posisjon i markedet.

## **3.2. Intern analyse**

### **3.1.2 SVIMA**

Vi vil i denne analysen ta i bruk SVIMA for å gjøre rede for Kongsberg Gruppen sine ressurser. SVIMA har som formål å kartlegge hvorvidt konsernet har interne ressurser som kan gi selskapet varige konkurransefortrinn. (Wikipedia, 2022) SVIMA skal i likhet med en VRIO analyse identifisere ressurser og kapabiliteter som Kongsberg Gruppen besitter, og

deretter vurdere disse skjematisk slik som vist i tabell under. I en SVIMA analyse vil man typisk undersøke organisasjonens menneskelige ressurser, finansielle ressurser, fysiske ressurser, intellektuelle ressurser og organisasjonsressurser. Gjennom en grundig analyse av disse ressursene kan man identifisere om organisasjonen har styrker og svakheter, og hvorvidt disse kan gi varige konkurransefortrinn.

Tabellen skisserer og visualiserer hvorvidt Kongsberg Gruppen interne ressurser er særegen og basert på resultatene fra analysen kan organisasjonen utvikle strategier for å utnytte sine ressurser og kapabiliteter på en optimal måte, og dermed oppnå konkurransefortrinn og overlegen ytelse i markedet. Dette er skissert i tabell 1.

Type ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Organisatoriske ressurs	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig Konkurransefortrinn
finansiell ressurs	Nei	Ja	Nei	ja	ja	Paritet
Kunnskapsbasert ressurs	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig Konkurransefortrinn

*Tabell 1, SVIMA Kongsberg Gruppen*

## **Organisatoriske ressurser**

Kongsberg Gruppen har siden sin start som Kongsberg våpenfabrikk, overlevd eller vært i gjennom skiftende tider og markeder. Industrilederen Kongsberg våpenfabrikk har hatt innovasjon og utvikling av ny teknologi som sin kjernekompetanse gjennom tidene.

Organisasjonens historiske posisjon og dens evne til å utvikle seg i dynamiske tider har gjort Kongsberg Gruppen til en svært attraktiv arbeidsplass i Norge.

Kongsberg Gruppen har en desentralisert organisasjonsstruktur med flere forskjellige forretningsområder som gjør det mulig for organisasjonen å reagere raskt på endringer i markedet. Fordelingen av forretningsområder med egne produkter, tjenester og kunder gjør at



Kongsberg Gruppen kan fokusere spesifikt på gjeldende markeder og kunder, samtidig dra nytte av synergier på tvers av divisjonene.

Organisasjonen har en sterk ledelse og en kultur som legger stor vekt på innovasjon, kvalitet, og samarbeid. Kjerneverdiene gjennomsyrrer måten bedriften jobber på, og er med på å skape et rykte i verdensklasse blant omgivelsene. Ledelsen er opptatt av å utvikle og opprettholde en kultur som fremmer innovasjon, nyskaping og læring. Dette bidrar til å skape en organisasjon som er fleksibel, tilpasningsdyktig og i stand til å takle utfordringer og endringer. (Kongsberg Gruppen, 2022)

En organisasjonsstruktur og kultur som i mange tiår har hatt som formål å drive nyskaping og samarbeid kan bli sett på som sjeldent. Ethvert selskap har en form for struktur og en kultur, og det finnes flere eksempler på ulike konfigurasjoner i markedet. Gjeldende for Kongsberg Gruppen struktur og ledelse legger dette til rette for kommunikasjon og samarbeid mellom ulike avdelinger og team. En slik organisasjonskultur kan være lett imiterbar, men vil være vanskelig å etterleve i praksis da den avhenger av flere dynamiske aspekter som kvaliteten på de ansatte, og hvordan man oppnår bedre resultater sammen i organisasjonen.

### **Finansielle ressurser**

En finansiell ressurs vil være en ressurs eller et aktiva som kan brukes til å støtte økonomiske aktiviteter eller oppfylle økonomiske forpliktelser. Kongsberg Gruppen har en solid finansiell posisjon med omsetning på 27 mrd og en stabil organisatorisk vekst over tid. Av regnskapsanalysen kan en tolke at avkastningen på totalkapitalen har økt betydelig, og en vil anta at denne økningen vil fortsette på bakgrunn av den pågående krigen i Ukraina.

Strukturer en som tidligere nevnt fordelt som gjør at hver enkelt divisjon kan dra nytte av stordriftsfordelene, også økonomisk. Bedriftens sterke likviditet gir rom for innovasjon, forskning og utvikling i de ulike avdelingene, og en kan dra nytte av konjunktorene av kort- og langtidskontrakter i konsernet.

En sterk økonomisk posisjon er en attraktiv tilstand for enhver bedrift. Det gir mulighet for å investere i nye produkter, teknologi og tjenester, og å utvikle forretningsmodeller som skaper

verdi for kundene. Det er imidlertid viktig å huske at en sterk økonomisk posisjon kan være lett imiterbar. Konkurrenter kan kopiere en bedrifts suksessformel og forsøke å utvikle lignende produkter og tjenester. Dette gjelder også for Kongsberg Gruppen, som opererer i en bransje med andre store aktører. Selv om selskapet har en sterk økonomisk posisjon, vil det kreve mye penger å opprettholde og utvikle den. Dette vil være spesielt utfordrende for andre nasjonale bedrifter som ikke har like store økonomiske muskler som Kongsberg Gruppen.

Konkurrenter kan investere betydelige summer i forskning og utvikling og andre strategiske tiltak. Dette betyr at konkurrenter kan kopiere og forbedre Kongsberg Gruppens produkter og tjenester, men det krever tilgang på mye kapital som for noen aktører vil være et stort hinder. Kongsberg Gruppen solid økonomisk posisjon er et naturlig konkurransefortrinn for. Å ha en stor kapitalbase gir Kongsberg Gruppen evnen til å ta raske beslutninger og investere i nye områder uten å måtte vente på finansiering. Det gir også selskapet muligheten til å tåle potensielle tap i vanskelige tider og opprettholde sin sterke posisjon i markedet.

I sum vil Kongsberg Gruppens sterke økonomiske posisjon være en viktig fordel i konkurransen med andre bedrifter, men det er viktig å huske at det ikke er den eneste faktoren som vil bidra til suksess. Kongsberg Gruppen må også fokusere på å utvikle innovative produkter og tjenester, bygge relasjoner med kunder og partnere, og investere i dyktige medarbeidere for å opprettholde sin posisjon i markedet.

### **Kunnskapsbasert ressurser**

Kongsberg Gruppen har over 200 år med erfaring innenfor teknologiutvikling. Selskapet har en bred og dyp teknisk ekspertise innenfor en rekke fagområder, som maskinteknikk, elektronikk, programvare og dataanalyse. (Kongsberg, 2021)

Selskapet har et omfattende forsknings- og utviklingsprogram som er en viktig kilde til innovasjon og nyskaping. Organisasjonen investerer betydelige ressurser i forskning og utvikling for å utvikle nye produkter og tjenester, samt for å forbedre eksisterende teknologier. Deres finansielle og organisatoriske ressurser kombinert med deres kunnskap har gitt en rekke patenter og teknologier som gir dem et konkurransefortrinn i flere markeder.

Selskapet investerer i sine ansatte gjennom opplæring og utviklingsprogrammer for å sikre at de har nødvendige ferdigheter og kunnskaper for å levere avanserte teknologiløsninger. Kongsberg Gruppen har en stor gruppe dyktige ansatte med bred og dyp teknisk ekspertise, som er en kjernekompetanse som er verdifull, sjelden og vanskelig å imitere.

### **3.3 SWOT-analyse**

En SWOT analyse har til hensikt å evaluere et selskaps interne og eksterne faktorer som kan bedre grunnlag for å utvikle nye strategier, og ta beslutninger som vil bidra til vekst og suksess på lang sikt . Vi vil her ta i bruk SWOT analyse for å oppsummere de vurderingene vi har fra vår interne og eksterne analyse. Vi konkretiserer Kongsberg Gruppen sine sterke og svake sider, og deres markedsmessige muligheter og trusler.

#### **Styrker**

Kongsberg Gruppen varemerke og posisjon kan være styrken til selskapet. Kongsberg Gruppen har en diversifisert portefølje av produkter og tjenester i ulike divisjoner, som reduserer risikoen ved konjunktursvingninger og endringer i kundemasse og etterspørsel etter produkter. Kongsberg Gruppen solide teknologiske kompetanse og innovasjonsevne bidrar til utvikling og vekst av selskapets økonomiske situasjon, og humankapital. Kongsberg Gruppen blir sett på som en attraktiv arbeidsplass, og har fokus på å verne om kjernekompetanse og videreutdanning som er viktig i bransjen. Ifølge tall fra Statistisk sentralbyrå (SSB) for 2020 var den gjennomsnittlige turnover raten i norske virksomheter på 15,6 prosent. Dette betyr at omtrent 15,6 prosent av de ansatte forlot sin stilling og måtte erstattes i løpet av året. Kongsberg Gruppen hadde til sammenligning 6,2 prosent (SSB, 2023). Det er imidlertid viktig å merke seg at turnover raten kan variere betydelig mellom bransjer og sektorer. Vi har vurdert Kongsberg Gruppens tall som sterke fordi konkurransen om ingeniører er så høy, og den spesifikke kompetansen er høyst ettertraktet.

Deres posisjon er også anerkjent i det globale markedet med tilstedeværelse i over 37 land. Deres finansielle posisjon, og organisatorisk utforming gjør Kongsberg Gruppen til en konkurrerende aktører internasjonalt og en hjørnesteinsbedrift nasjonalt.

## **Svakheter**

Særlig innen forsvarsindustrien er bransjen svært regulert som kan begrense selskapets evne til å oppnå sine mål, eller er til hinder for at Kongsberg Gruppen skal håndtere trusler på en effektiv måte. Kongsberg Gruppen har en stor andel av inntekter fra forsvars- og sikkerhetssektoren, og dette kan utsette selskapet for risiko ved endringer i forsvarsbudsjetter og prioriteringer.

Kongsberg Gruppen opererer i et svært konkurransedyktig marked, og organisasjonen kan ha problemer med å opprettholde sine markedsandeler og konkurransefortrinn. Det kan være en risiko ved en eventuell regulering nasjonalt som kan medføre høyere kostnader, og lavere innovasjonsgrad. Et annet aspekt er Kongsberg Gruppen evne til kontinuerlig forbedre seg og sin kompetanse. Høy turnover vil medføre ny og trolig bedre kompetanse, mens en lav turnover kan hemme produktiviteten og innovasjonsevnen. De ansatte til Kongsberg Gruppen innehar ferdigheter og kompetanse som er relevant knyttet til dagens situasjon. Men vi vurderer kjernekompetanse og humankapital som mulig begrensning for selskapet videre utvikling.

## **Muligheter**

På bakgrunn av krigen i Ukraina vil vi anta at det vil være en økende etterspørsel etter teknologiske løsninger innen forsvar, sikkerhet, og autonomi. En klar mulighet for Kongsberg Gruppen er videre utvinning av luftvernssystemet NASAMS og videresalg til andre nasjoner internasjonalt. Det vil trolig bli en økt etterspørsel etter autonome tjenester i forsvarssammenheng, men også i andre bransjer. Droner og ubemannede systemer har blitt stadig mer vanlig i ulike sektorer som olje og gass etc.

Kongsberg Gruppen har allerede vist sterkt engasjement for bærekraftige løsninger og miljøvennlige teknologier gjennom deres binding opp mot Parisavtalen og deres uttalte fokus på bærekraft. Vi vurderer på lang sikt at etterspørselen etter slike løsninger vil øke, og dette kan gi organisasjonen nye muligheter og en konkurransedyktig fordel.

Som en ledende aktør i forsvars- og teknologibransjen, er FoU en viktig del av Kongsberg Gruppens virksomhet. Bransjen krever stadig utvikling av nye produkter og tjenester for å møte stadig skiftende kundebehov og teknologiske fremskritt. FoU-prosessene er kapitalintensive og krever betydelige investeringer og erfaring for å lykkes. Kravene til investeringer i FoU kan være en stor hindring for nye aktører som ønsker å etablere seg i bransjen, og dette kan gi etablerte selskaper som Kongsberg Gruppen en betydelig konkurransefordel. I likhet gir den finansielle posisjonen mulighet for vekst gjennom oppkjøp av mindre selskaper innenfor strategiske områder, slik som underleverandører av kjernekomponenter eller halvledere.

## **Trusler**

I likhet med de allerede vurderte begrensningene eller svakhetene, vil reguleringen av bransjen kunne føre til forutsette og uforutsette endringer som vil påvirke driften. Vi har observert at endringer i geopolitiske forhold kan føre til endringer i driften, men denne utviklingen er ikke permanent. Kongsberg Gruppen må være forberedt på å tilpasse seg eventuelle endringer som oppstår som følge av krigen i Ukraina eller etter at konflikten er over. Det kan være endringer i tilbud eller etterspørsel, finansielle ressurser tilgjengelig hos kunder som vil diktere driften, og videre satsningsområder.

Kongsberg Gruppen har allerede etablert en sterk posisjon i bransjen og har betydelig erfaring og ressurser til å fortsette med FoU-investeringer for å utvikle nye produkter og tjenester. Bransjen krever stadig utvikling av nye produkter og tjenester for å møte stadig skiftende kundebehov og teknologiske fremskritt. Dette medfører behov for en kultur hvor ambidekstri er viktig. Det vil si at en evner å utforske og utnytte allerede eksisterende kompetanse, og fortsatt drive innovasjon og nyskapning. Det kan være ved hjelp av ny kompetanse inn, eller utstrakt bruk av kompetansebygging innad i organisasjonen. Dette er en trussel da faren for å ikke klare å tilpasse seg endringene i bransjen kan føre til tap av konkurransefortrinn og markedsandeler.

Kongsberg Gruppen som en eksportvirksomhet er svært avhengig av internasjonal handel, og kan dermed påvirkes av ulike handelsbarrierer og politiske beslutninger i ulike land. En økende trend i proteksjonisme og handelskriger mellom land kan føre til høyere tollsatser og

økte handelshindringer, noe som kan redusere Kongsberg Gruppens internasjonale markedsandel og øke konkurransen fra lokale aktører i ulike markeder. Videre kan politisk uro og konflikter i ulike regioner påvirke etterspørselen etter selskapets produkter og tjenester, og begrense mulighetene for vekst og utvidelse i visse regioner. Et siste aspekt er den finansielle situasjonen i verdensmarkedet, og hvordan norsk krone påvirker Kongsberg gruppens evne til å konkurrere på pris i anbudprosesser.

## **4. Regnskapsanalyse**

### **4.1 Lønnsomhetsanalyse**

Lønnsomhet indikerer en bedrifts evne til å skape overskudd, noe som er avgjørende for å vurdere virksomhetens fremtidige potensial. Derfor er det viktig å undersøke bedriftens historiske lønnsomhet, for å forstå hva som har bidratt til den nåværende situasjonen. En analyse av Kongsberg Gruppens historiske lønnsomhet vil bidra til å forutsi virksomhetens fremtidige utvikling.

For å få et fullstendig bilde av virksomhetens situasjon, vil vi integrere resultatene fra lønnsomhetsanalysen med den strategiske analysen. Dette vil tillate oss å tolke data på en mer omfattende måte, og gi en bedre forståelse for hva som har skjedd og hvorfor. Ved å se på både lønnsomhet og strategi, vil vi få en helhetlig vurdering av virksomhetens situasjon og muligheter for fremtiden.

Etttersom flere av Kongsberg Gruppens segment er begrenset gjennom lov til utelukkende Kongsberg Gruppen ASA og Nammo AS i Norge, vil sammenligningsgrunnlaget i hovedsak basere seg på Nammo i regnskapsanalysen. Vi har i tillegg valgt å bruke våpengiganten Lockheed Martin fra USA som en internasjonal sammenligning.

### **Rentabilitetsanalyse**

Rentabilitet er en indeks som måler avkastningen på den investerte kapitalen. Det gir en nøyaktig måling av selskapets resultat i forhold til den investerte kapitalen. For Kongsberg

Gruppen vil vi beregne rentabiliteten over en periode på ett år. Dette skyldes at regnskapsdata kun er tilgjengelig ved årets begynnelse og slutt.

Nøkkeltallene vil bli uttrykt i prosent for å gi en enklere oversikt over utviklingen over tid. Ved å sammenligne rentabiliteten over flere år, vil det gi en bedre forståelse for selskapets økonomiske utvikling og potensiale. Uttrykkelsen i prosent gjør det også enklere å sammenligne Kongsberg Gruppens resultater med andre selskapers resultater.

#### **4.1.1 Totalkapitalrentabilitet (Return on total assets)**

Totalkapitalrentabilitet, eller TKR, er en nøkkelindeks som måler selskapets evne til å generere avkastning på den totale investerte kapitalen, inkludert både egenkapital og gjeld. TKR er en viktig faktor for et selskap fordi den gir en oversikt over selskapets økonomiske ytelse og evne til å generere avkastning for investorer.

En høy totalkapitalrentabilitet indikerer at selskapet har en god evne til å generere avkastning på investert kapital, noe som kan være en indikasjon på god ledelse og en lønnsom virksomhet. På den annen side, kan en lav TKR signalisere at selskapet har utfordringer med å generere avkastning og kan være et tegn på at ledelsen ikke lykkes med å omdanne investert kapital til inntekter og overskudd. (*Finanseksperthen, 2023*)

Derfor er TKR en viktig indeks for investorer, da den gir en indikasjon på hvor godt selskapet utnytter sine investeringer og om det er et lønnsomt investeringsalternativ.

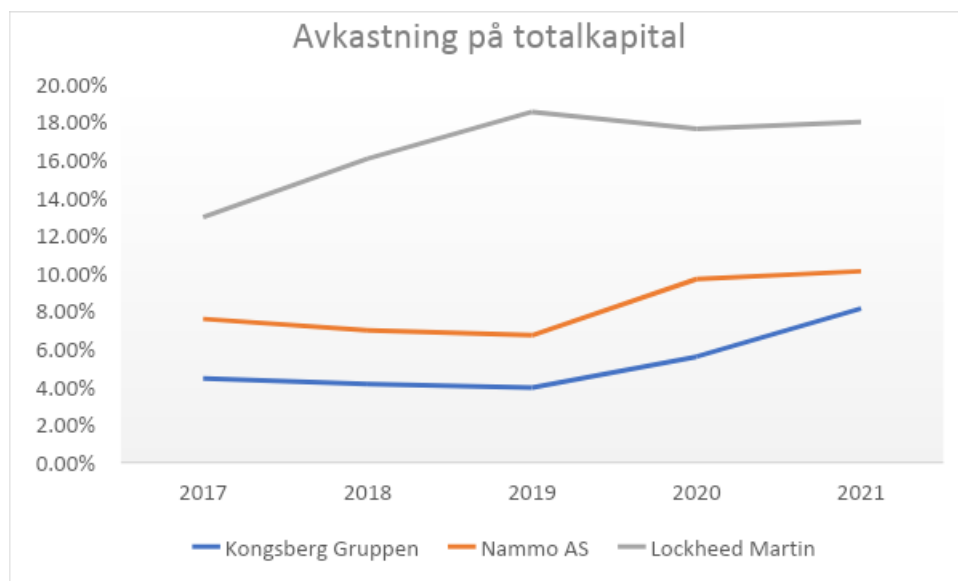
Totalkapitalrentabilitet bidrar også til å sammenligne selskapets ytelse med andre selskaper i bransjen, noe som kan være nyttig for investorer som vurderer å investere i et selskap.

Formelen en gitt ved:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100 \%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Totalkapitalrentabilitet i %	Kongsberg Gruppen	Nammo Raufoss	Lockheed Martin
2017	4,44 %	7,57 %	12,69 %
2018	4,14 %	6,97 %	16,20 %
2019	3,94 %	6,72 %	19,47 %
2020	5,58 %	9,68 %	19,42 %
2021	8,12 %	10,09 %	21,57 %

Tabell 2, Totalkapitalrentabilitet



Figur 4, Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten til Kongsberg Gruppen ASA har vært relativt jevn, med stigning siste par årene etter et bunnpunkt i 2019. I sammenligningsgrunnlaget som Nammo AS tilfører, ser vi at de med en noe jevn trend følger markedet. Det er riktignok en større økning for Kongsberg Gruppen, som kan være positivt fra en investors øyne. Ser vi på giganten Lockheed Martin hadde de et toppunkt i 2019, men det viser også en stabil trend gjennom de siste 5 årene. Det er viktig å ta hensyn til de ulike regelverkene og makroøkonomiske forholdene Lockheed Martin må forholde seg til, da de holder til i USA.

#### 4.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er et nøkkeltall som gir informasjon om avkastningen på den egenkapitalen som er investert i et selskap. Dette målet er spesielt interessant for eksisterende eiere, da det viser hvor lønnsomt selskapet er i forhold til den egenkapitalen de allerede har



investert. Samtidig kan egenkapitalrentabilitet også være viktig for potensielle nye investorer som vurderer å kjøpe seg inn i selskapet. (*Finanseksperter, 2023*) Ved å se på egenkapitalrentabiliteten kan de få en bedre forståelse av selskapets lønnsomhet og potensial for avkastning på deres investering. Og beregnes på følgende måte:

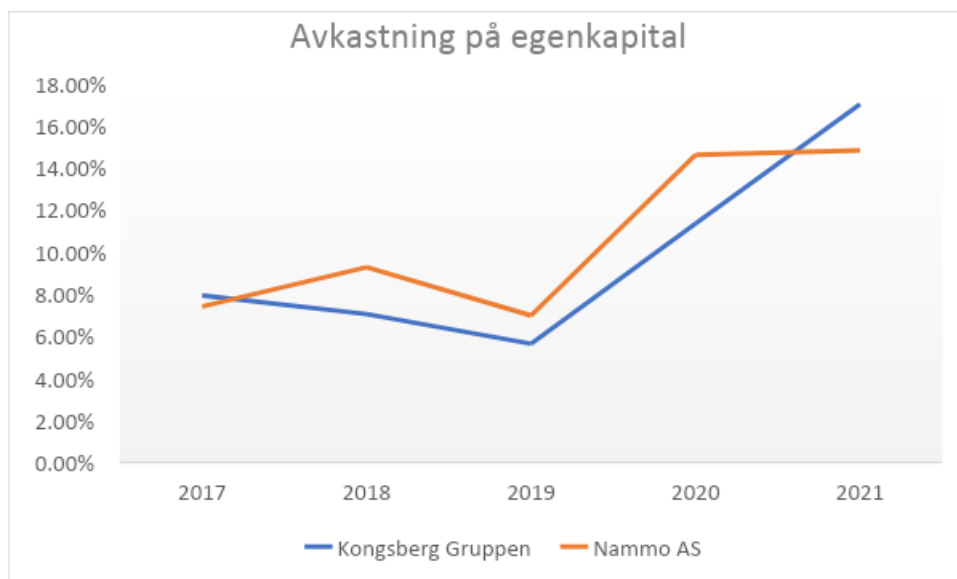
$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Egenkapitalrentabilitet blir ofte brukt når man sammenligner lønnsomheten til forskjellige selskaper. Ved å se på dette målet kan man få en mer nøyaktig sammenligning mellom selskaper med ulike størrelser, da det tar hensyn til hvor mye egenkapital som er investert i hvert selskap.

Egenkapitalrentabilitet i %	Kongsberg Gruppen	Nammo AS
2017	7,93 %	7,40 %
2018	7,04 %	9,27 %
2019	5,64 %	6,98 %
2020	11,34 %	14,60 %
2021	17,01 %	14,81 %

*Tabell 3, Egenkapitalrentabilitet*

Den største forskjellen fra total kapitalrentabilitet er at man ser bort fra avkastningen som kommer fra gjeld. Og dermed kan man normalt si at graden av avkastning på egenkapital er bra hvis den ligger noen prosent høyere enn avkastningen på total kapitalen. Og fra tallene ser man at egenkapitalen til Kongsberg Gruppen har hatt en positiv utvikling de aller siste årene, som også gjenspeiles i avkastningen for investorene, og dermed kraftig økning på aksjekursen fra 2019. Det er også verdt å merke seg at Kongsberg Gruppen ASA i 2021 viste seg som et mer lukrativt sted å ha midlene sine enn i Nammo AS. Sett bort fra utbytte, kan egenkapitalrentabilitet være et godt mål.



Figur 5, Egenkapitalrentabilitet

### 4.1.3 Driftsmargin

I en lønnsomhetsanalyse er det vanlig å analysere utviklingen av driftsmarginen i løpet av den aktuelle perioden. Driftsmarginen er et viktig nøkkeltall som viser hvor mye en bedrift har tjent på driften før de tar hensyn til de finansielle inntektene og kostnadene. Formelen er utformet på følgende måte:

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * 100\%$$

	2021	2020	2019	2018	2017
Driftsmargin i %	10,43 %	7,44 %	4,91 %	5,31 %	4,82 %

Tabell 4, Driftsmargin

Den stigende driftsmarginen er en av de mest positive indikatorene på god drift av selskapet, samt økende muligheter i markedet. Driftsmarginen bør være så høy som mulig, da det reflekterer hvor mye man får igjen per krone i driften. Den nylige marginen på 10,43 prosent kan anses som god, og trenden som meget positiv.

#### 4.1.4 Oppsummering av lønnsomhet

Vi har sett på kritiske punkter vedrørende lønnsomheten til Kongsberg Gruppen. Etter en gjennomgående analyse ser vi at de har hatt en stabil lønnsomhet frem til 2019, med en god økning de siste par årene. Sammenlignet med konkurrentene ser vi noe lavere marginer, men en noe sterkere økning. Nøkkeltallene tyder ellers på en gjennomgående god lønnsomhet, med gode fremtidsutsikter.

#### 4.2 Likviditetsanalyse

Formålet med en likviditetsanalyse av en bedrift, er å evaluere bedriftens evne til å møte betalingsforpliktelsene sine. Hensikten er å evaluere om bedriften har tilstrekkelig likviditet for å dekke sine kortsiktige forpliktelser, samt å identifisere eventuelle risikoer og utfordringer som kan påvirke bedriftens evne til å møte disse forpliktelsene.

For Kongsberg Gruppen ASA kan en likviditetsanalyse gi verdifull innsikt i selskapets evne til å betale leverandører, møte lønnsforpliktelser og betale ned gjeld. Man kan også i stor grad vurdere selskapets finansielle styrke og bærekraft på kort sikt.

##### 4.2.1 Likviditetsgrad 1

Vi har valgt å bruke likviditetsgrad 1 for å få et innblikk i betalingsevnen til Kongsberg Gruppen ASA. Likviditetsgrad 1 omfatter kortsiktig gjeld og omløpsmidler, som anses som bedriftens kortsiktige eiendeler, og kan beregnes med følgende formel:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

	2021	2020	2019	2018	2017
Likviditetsgrad 1	1,28	1,24	1,24	2,06	1,47

Tabell 5, Likviditetsgrad 1

Likviditetsgraden til Kongsberg Gruppen ASA har vært relativt stabil de siste årene, men noe lavere enn for fire år siden. Regnskapsmessig ser det ut til å skyldes en økning i kortsiktig gjeld, ikke en nedgang i omløpsmidler. Trenden kan dermed være noe misvisende siden betalingsevnen i bedriften synes å bli bedre og bedre. Den kortsiktige gjelden ser ut til å skyldes høy etterspørsel i markedet, og dermed økt omsetning totalt sett.

Tilfredstillelsen av likviditeten kan illustreres også ved modellen som er hentet fra proff:

## Likviditetsgrad



Tilfredsst.

(1,28)

*Figur 6, Likviditetsgrad, hentet fra Proff*

### 4.2.2 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 er et nøkkeltall som beskriver forholdet mellom langsiktige eiendeler, og langsiktig gjeld og egenkapital. Den langsiktige gjelden har en forfallsdato som strekker seg utover ett år, og egenkapitalen representerer bedriftens verdier som eies av eierne eller aksjonærene. Graden beregnes på følgende måte:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig gjeld} + \text{egenkapital}}$$

Det vil være ønskelig at disse midlene er finansiert med et langsiktig perspektiv, og dermed med en finansieringsgrad på under 1. Hadde tallet vært over 1 ville det betydd at anleggsmidlene er delvis finansiert med kortsiktig kapital, noe som ville redusert fleksibiliteten i den daglige driften.

	2021	2020	2019	2018	2017
Finansieringsgrad 1	0,73	0,76	0,78	0,48	0,71

*Tabell 6, Finansieringsgrad 1*

Som lest av verdiene har Kongsberg Gruppen en stabil finansieringsgrad på under 1, som indikerer at ikke bare anleggsmidlene, men også den mest likvide delen av omløpsmidlene er

finansiert av langsiktig kapital. Og man kan da si at bedriften har en sunn finansieringsstruktur.

### 4.2.3 Arbeidskapital

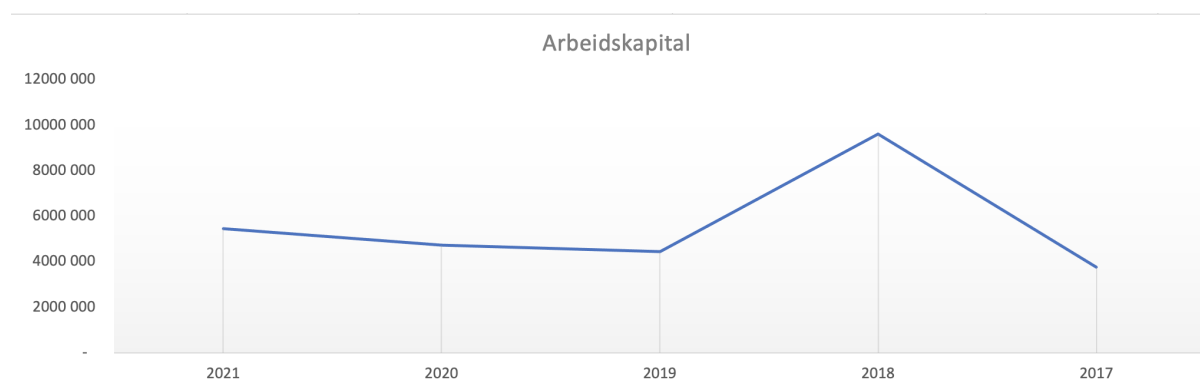
Arbeidskapitalen er differansen mellom et selskaps omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og den gir informasjon om hvorvidt selskapet har tilstrekkelig med midler for å betale sine kortsiktige gjeldsforpliktelser. Det anses som hensiktsmessig for et selskap å ha en positiv arbeidskapital. Formelen er som følger:

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{kortsiktig gjeld}$$

	2021	2020	2019	2018	2017
Arbeidskapital	5 460 000	4 726 000	4 432 000	9 608 000	3 762 000

Tabell 7, Arbeidskapital

Kongsberg Gruppen sin arbeidskapital viser seg å være positiv gjennom hele perioden. En positiv arbeidskapital kan indikere at selskapet har tilstrekkelige midler til å betale sine kortsiktige gjeldsforpliktelser. Det fremkommer en stor økning i kasse/bank/post i 2018 som fører til en markant økning i arbeidskapitalen til Kongsberg Gruppen. Imidlertid er det en stor økning i kortsiktig gjeld i 2020, noe som fører til at arbeidskapitalen faller til omtrent samme nivå som i 2017. Dette kan, i tillegg til en nylig positiv trend, sees på grafen nedenfor:



Figur 7, Arbeidskapital

### 4.3 Soliditet

Videre skal vi analysere soliditeten til Kongsberg Gruppen. Soliditet er en indikator på et selskaps økonomiske styrke og evne til å absorbere tap. Det er et viktig mål for å evaluere en virksomhets økonomiske bærekraft. Soliditet kan måles på ulike måter, men ofte refererer det til egenkapitalandelen og gjeldsgraden til selskapet, som vi dermed velger å benytte oss av.

#### 4.3.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen er forholdet mellom selskapets egenkapital og totalkapitalen. En høy egenkapitalandel indikerer at selskapet er mindre avhengig av lånefinansiering og har større evne til å tåle tap. En lav egenkapitalandel indikerer derimot at selskapet har en høyere gjeldsgrad og kan være mer sårbart for endringer i økonomiske forhold. (Proff, 2023)

Andelen beregnes etter følgende formel:

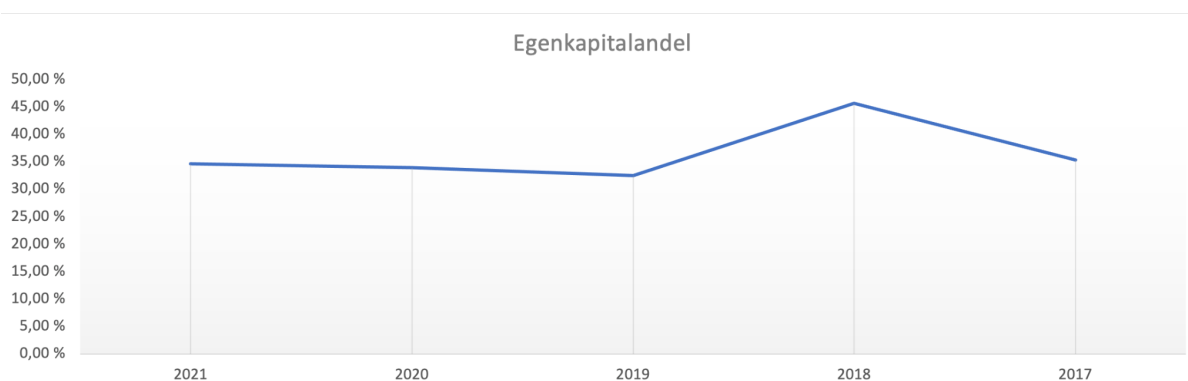
$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} * 100\%}{\text{Totalkapital}}$$

	2021	2020	2019	2018	2017
Egenkapitalandel	34,64 %	33,91 %	32,49 %	45,65 %	35,34 %

Tabell 8, Egenkapitalandel

Kongsberg Gruppen har hatt en konstant egenkapitalandel i perioden 2017-2021, med unntak av i 2018. Det fremkommer en høyere andel i 2018 da de hadde en økning i andelen, gjennom 5 milliarder i innskutt egenkapital. Som i 2019 ble jevnet ut igjen ved å påta seg en stor økning i kortsiktig gjeld for å øke omsetningen og utvide med flere prosjekter.

Dermed påvirkes totalkapitalen i stor grad og senker egenkapitalandelen. Stabiliteten vises gjennom grafen nedenfor:



Figur 8, Egenkapitalandel

### 4.3.2 Gjeldsgrad

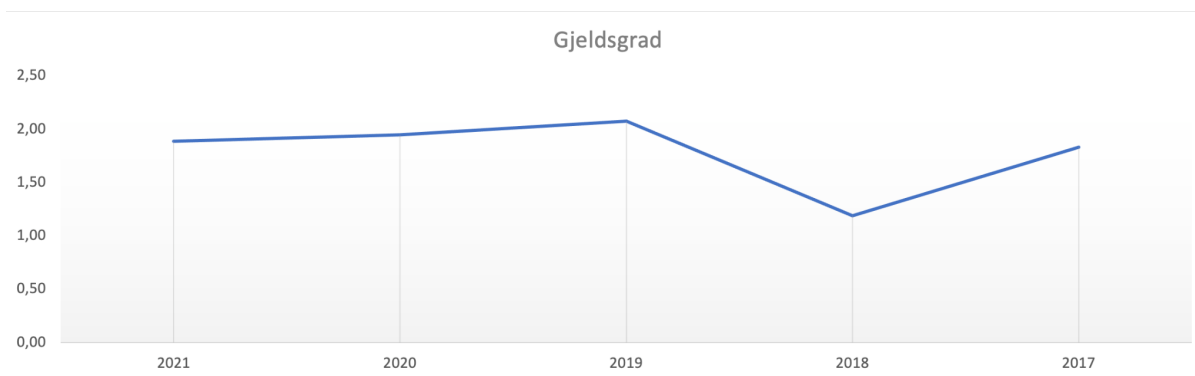
Gjeldsgraden er forholdet mellom selskapets totale gjeld og totalkapitalen. En høy gjeldsgrad kan indikere en høyere risiko for selskapet, da det vil ha større økonomiske forpliktelser i form av renter og avdrag på gjelden. En lav gjeldsgrad kan indikere at selskapet har en sterkere finansiell stilling og er mindre avhengig av lånefinansiering. Formelen for gjeldsgrad er som følgende:

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

	2021	2020	2019	2018	2017
Gjeldsgrad	1,89	1,95	2,08	1,19	1,83

Tabell 9, Gjeldsgrad

Tallene følger naturlig nok den samme trenden og de samme funnene som hos egenkapitalandelen. Det viser riktignok at selskapet har en relativt høy gjeldsgrad, men gjennom en betydelig egenkapitalandel har de en buffer mot tap. Gjeldsgraden skal helst være lavest mulig, men det kan lønne seg med mye gjeld så fremt kapitalen er godt investert. Det tyder ikke på at gjeldsgraden er urovekkende høy i Kongsberg Gruppens tilfelle.



Figur 9, Gjeldsgrad

### 4.3.3 Oppsummering av soliditet

Vi har vurdert soliditeten til Kongsberg Gruppen, og funnet gode indikasjoner på selskapets evne til å tåle tap og beholde en sunn økonomisk situasjon på lang sikt. Egenkapitalandelen er stabil, utenom et løft grunnet innskutt egenkapital i 2019, som raskt ble korrigert. De har dermed god evne til å tåle tap, og økonomien tåler usikkerhet i etterspørsel. Selskapet har en noe høy gjeldsgrad, men styret uttaler i de siste årsrapportene at de er svært fornøyd med kapitalstrukturen og ønsker å videreføre dette.

### 4.4 Oppsummering regnskapsanalyse

Totalt sett er situasjonen god, og det er mye som tyder på god drift. Kongsberg Gruppen ASA har hatt stabil og god lønnsomhet, med en meget positiv økning de siste 2 årene. Dette indikerer at selskapet har hatt en god inntjeningsevne i denne perioden. De har også en sterk likviditetsgrad og mye arbeidskapital, noe som gir dem god evne til å møte både kortsiktige og langsiktige betalingsforpliktelser.

Selskapet har finansiert anleggsmidlene og de mest likvide omløpsmidlene med langsiktig kapital, som har resultert i en finansieringsgrad på under 1,0 de siste 5 årene. Dette viser at selskapet har en god balanse mellom kortsiktig og langsiktig finansiering.

Til slutt har Kongsberg Gruppen ASA en god soliditet i kapitalstrukturen, som gjør at de kan tåle tap i fremtiden. Dette indikerer at selskapet har en sterk finansiell posisjon og evne til å absorbere eventuelle økonomiske utfordringer som kan oppstå i fremtiden.



## 5. Finansiell analyse

I denne delen av oppgaven vil vi utføre verdsettelsen av Kongsberg Gruppen ved å lage en prognose på de fremtidige kontantstrømmene og neddiskontere med et avkastningskrav som vi også skal finne fram til. Deretter vil vi gjøre en markedsbasert verdsettelse, før vi til slutt gjør en sensitivitetsanalyse for å kunne si noe om hvor sensitive verdier i selskapet er til endringer i avkastningskravet.

### 5.1 Avkastningskrav

Avkastningskravet er et sentralt verktøy for å kunne vurdere hvorvidt et prosjekt eller en investering er lønnsom. Avkastningskravet er som regel uttrykt som en prosentandel av investeringen og sier noe om den minste avkastningen en investor forventer å oppnå for å kunne rettferdiggjøre den risikoen som tas ved å investere i et prosjekt. Avkastningskravet vil variere etter en investors risikotoleranse og preferanser. Dersom en investor tar på seg mer risiko, vil den kunne kreve et høyere avkastningskrav for å kompensere for denne risikoen.

Vi har i denne oppgaven valgt å bruke tall fra slutten av 2022 fordi vi mener disse tallene er mer representative for den videre utviklingen i markedet og disse tallene tar høyde for alle de drastiske endringene som har funnet sted i 2022.

### 5.2 Kapitalverdimodellen

Denne modellen brukes til å finne avkastningskravet til investeringer med risiko. Modellen sier noe om forholdet mellom den forventede avkastningen og risiko. Investoren kompenseres både for den risikofrie renten og risikoen som følge av investeringen.

Formelen for kapitalverdimodellen ser slik ut:

$$E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f)\beta_i$$

For å beregne avkastningskravet må vi først ta for oss den risikofrie renten, markedspremien og betaen til Kongsberg Gruppen.

### **5.3 Risikofri rente**

Den risikofrie renten sier noe om den avkastningen en investor kan oppnå med en risiko som er så godt som null. Det er som oftest statsobligasjoner som brukes for å beregne den risikofrie renten. Dette er fordi sannsynligheten for at Staten ikke kan betale disse rentene er sett på som ikke-eksisterende. PwC gjør årlig en undersøkelse i samarbeid med Forening for finansfag Norge (FFN) som heter “Risikopremien i det norske markedet” hvor flere bedrifter i det norske markedet gir svar på hvilken risikopremie og risikofri rente de benytter. For 2022 fant de at rundt halvparten av de spurte bedriftene benyttet seg av renten for 10-årige statsobligasjoner for å beregne den risikofrie renten, og en fjerdedel benyttet seg av den normaliserte risikofrie renten (PWC, 2023). I vårt tilfelle velger vi å benytte oss av renten for 10-årig statsobligasjoner. Renten på disse obligasjonene var den 1.1.2023 på 3,064 prosent. (Norges Bank, 2023).

Den risikofrie renten har den siste perioden vært svært mye høyere enn den var i tidligere år. Dette grunnet de store rentehevingene som har skjedd i tiden etter COVID-19 pandemien hvor inflasjon og krigen i Ukraina har vært med å påvirke verdensøkonomien og med det også den norske økonomien. Ettersom renten i gjennomsnitt har holdt seg noe over 3 prosent, velger vi å benytte en risikofri rente på 3,1 prosent.

### **5.4 Risikopremie**

Markedets risikopremie er et uttrykk for den avkastningen som kreves for å ta på seg ytterligere risiko. Denne er beregnet ved å ta differansen i den forventede markedsrenten og den risikofrie renten. I undersøkelsen til PwC som ble nevnt i forrige kapittel, fant de at nivået på markedsrisikopremien lå på 5 prosent for 2022 (PWC, 2023).

### **5.5 Aksjebeta**

Betaen er et uttrykk for den systematiske risikoen i markedet. Aksjebeta forteller hvordan en aksje beveger seg i forhold til markedet. Dersom betaen er større enn 1 vil aksjen bevege seg i større svingninger enn markedet. En negativ beta indikerer en aksje som beveger seg motsatt av markedet.

Formelen for å beregne en aksjebeta er som følger:

$$\beta = \frac{\text{Kovarians}(R_i, R_m)}{\text{Varians}(R_m)}$$

For å estimere betaverdien til Kongsberg Gruppen har vi benyttet oss av relevante funksjoner i Excel. Vi har tatt den ukentlige aksjekursen til Kongsberg Gruppen for de 3 siste årene og funnet kovariansen mellom denne og hovedindeksen på Oslo Børs. Deretter har vi delt dette på variansen til hovedindeksen for å finne Kongsberg Gruppens aksjebeta. Vi har også inkludert en lignende bedrift, Lockheed Martin og den amerikanske indeksen S&P 500.

	<b>Kongsberg Gruppens beta</b>	<b>Lockheed Martins beta</b>
mot Hovedindeksen	0,769	0,732
mot S&P 500	0,526	0,725

Tabell 10, Aksjebeta

En aksjebeta på 0,769 vil da bety at aksjen til Kongsberg Gruppen er mindre volatil enn markedet. Dette vil videre føre til et mindre avkastningskrav ettersom risikoen til Kongsberg Gruppen er noe lavere enn resten av markedet.

## 5.6 Gjeldsandel og egenkapitalandel

For å kunne beregne WACC er vi avhengige av å vite fordelingen av gjeld og egenkapital til Kongsberg Gruppen. For å finne et tall på dette vil vi bruke gjennomsnittet av de to andelene over de siste fem årene. Det er viktig å vite vektingen av disse for å kunne si noe om hvor stor risiko selskapet tar på seg.

	<b>2021</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>gj.snitt</b>
Egenkapitalandel	34,64 %	33,91 %	32,49 %	45,65 %	35,34 %	<b>36,406 %</b>
Gjeldsandel	65,36 %	66,09 %	67,51 %	54,35 %	64,66 %	<b>63,594 %</b>

Tabell 11, Egenkapital- og gjeldsandel

Som vi ser av tabellen har Kongsberg Gruppen en gjennomsnittlig egenkapitalandel på rundt 36,41 prosent og en gjennomsnittlig gjeldsandel på 63,59 prosent.

## 5.7 Gjeldskostnad

For å finne Kongsberg Gruppens gjeldskostnad må vi ta for oss den langsiktige gjelden til selskapet. Kongsberg Gruppens langsiktige gjeld består i hovedsak av obligasjoner. Fire forskjellige obligasjoner på 450, 500, 500 og 1.000 millioner kroner, alle med sin egen rente som kan sees i tabellen under.

Størrelse på obligasjonen	450m	500m	500m	1000m
Rente	2,90 %	3M NIBOR + 1,20 %	3M NIBOR + 0,86 %	3,20%

Tabell 12, Gjeldskostnad

3M NIBOR står for “3 Month Norwegian Interbank Offered Rate” og er den rentesatsen som norske banker benytter seg av når de låner penger til andre banker over en periode på 3 måneder. NIBOR-renten er et viktig referansepunkt for de norske finansmarkedene og er brukt som grunnlag for blant annet lån, obligasjoner og derivater. Rentenivået til NIBOR varierer daglig og kan påvirkes av styringsrenta til sentralbanken, samt etterspørselen og tilbudet etter lån, og generelle makroøkonomiske forhold. Den NIBOR-renten vi vil benytte oss av i denne oppgaven er rentenivået den 1.1.2023, da den lå på 3,36 prosent. Dersom vi legger sammen de forskjellige rentene og tar høyde for vekten av den totale gjelden, får vi en kombinert lånerente på 3,63 prosent.

## 5.8 Egenkapitalens avkastningskrav (CAPM)

Vi har i de tidligere delkapitlene funnet frem til de forskjellige verdiene som trengs for å kunne regne ut egenkapitalens avkastningskrav, og får et følgende avkastningskrav for Kongsberg Gruppen:

$$E(R_i) = 3,1\% + 5\% * 0,759 \approx 6,9\%$$

## 5.9 Totalkapitalens avkastningskrav (WACC)

WACC står for “Weighted Average Cost of Capital” og er en måte å beregne kostnaden av å skaffe kapital for et selskap, både via egenkapital og ved gjeld. WACC tar høyde for kostnadene ved å låne penger og det avkastningskrav investorer har for å investere i et selskap. Formelen for WACC er som følger:

$$WACC = R_E * \frac{E}{TK} + R_G * \frac{G}{TK} * (1 - t)$$

$$WACC = 6,9 \% * 0,3641 + 3,63 \% * 0,6359 * (1 - 0,22) \approx 4,31\%$$

På bakgrunn av de faktorene som vi har presentert har vi kommet fram til et avkastningskrav på totalkapitalen på 4,31 prosent for Kongsberg Gruppen.

## 6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

For å gjøre en verdsettelse av Kongsberg Gruppen er vi avhengig av et avkastningskrav og en prognose av fremtidige kontantstrømmer. For å kunne gjøre oss en formening om hvordan de fremtidige prestasjonene til selskapet vil se ut må vi først ta for oss hvordan prestasjonene har sett ut til nå. Vi vil deretter lage en prognose for de fem neste kontantstrømmene til selskapet for årene 2022-2026.

### 6.1 Inntekter

Å anslå inntektene til et så stort og diversifisert selskap som Kongsberg Gruppen er ingen enkel sak. Spesielt når store deler av selskapet er spesialisert innenfor våpenproduksjon og forsvarsutstyr, og det er en pågående krig i Europa. Store forsvarskontrakter kan ha innvirkning på inntjeningen og det er derfor vanskelig å ta høyde for hvordan krigen vil utvikle seg, og hvordan det fremtidige behovet i blant annet Europa ser ut.

### 6.2.1 Historiske inntekter

	2021	2020	2019	2018	2017
Driftsinntekter (i millioner)	27 449	25 612	24 081	14 381	14 490
Endring i %	7,17 %	6,36 %	67,45 %	-0,75 %	-8,55 %

Tabell 13, Historiske inntekter

Som vi kan se hadde Kongsberg Gruppen to år med nedgang før driftsinntektene plutselig steg voldsomt med en over 67 prosent positiv endring i inntektene i 2019. Dette var fordi Kongsberg Gruppen den 1. april tok over en av sine store konkurrenter, Rolls-Royce Commercial Marine, og tok derfor også over de bestillingene som dette selskapet hadde. Kongsberg Gruppen fullførte også den 29. mai oppkjøpet av selskapet Aerospace Industrial Maintenance Norway AS. Veksten i driftsinntektene utenom disse oppkjøpene var på 16 prosent (Kongsberg Gruppen, 2020).

Veksten i denne femårsperioden har ikke vært konsistent med alt fra en 8 prosent nedgang til en 67 prosent økning. Dersom man tar gjennomsnittet av veksten over denne perioden får man en økning på 14,34 prosent. For å kunne estimere den fremtidige veksten vil vi derfor se på hvilke faktorer som kan være med å bidra til fortsatt vekst.

### 6.2.2 Prognose av inntekter

Slik vi konkluderte med i vår strategiske analyse av Kongsberg Gruppen er det viktig for selskapet å fortsette utviklingen av sine produkter og tjenester for å kunne opprettholde sin posisjon i markedet. Kongsberg Gruppen har som ambisjon å “forbedre lønnsomheten gjennom kontinuerlig arbeid med effektiviseringstiltak” (Kongsberg Gruppen, 2022). Samtidig har selskapet mål om å styrke sin posisjon i USA og Nord-Europa som forsvarsleverandør. Med fortsatt satsing og ved å ta i betraktning Kongsberg Gruppens sterke posisjon i markedet, vil vi legge til grunn at den veksten vi har sett de siste årene vil fortsette.

Krigen i Ukraina har ført til et økt behov for forsvarsutstyr og mange land har bidratt med donasjoner av våpen og økonomiske midler for å hjelpe med dette. USA kunngjorde i august 2022 at de hadde bestilt NASAMS til en verdi av 182 millioner dollar fra Raytheon, som

sammen med Kongsberg Gruppen produserer disse luftvernssystemene (Teknologisk ukeblad, 2022). Flere muligheter for kontrakter av dette slaget kan forventes dersom konflikten pågår over lengre tid. Dette vil selvfølgelig være avhengig av hvordan konflikten utvikler seg og om den internasjonale interessen vil opprettholdes i tiden framover. Noen eksperter mener at konflikten ikke vil vare over mange år og at den muligens vil dabbe av noe (TV2, 2023). Vi vil derfor anta at krigen vil kunne ha en innvirkning på mengden kontrakter til Kongsberg Gruppen i den umiddelbare fremtiden.

På bakgrunn av de forskjellige faktorene vi har tatt for oss vil vi anslå en fortsatt god vekst i driftsinntektene til Kongsberg Gruppen. En veldig sterk økning i den umiddelbare fremtiden, men en noe roligere vekst lengre frem i tid med tanke på de usikre momentene som vi har presentert.

	2026e	2025e	2024e	2023e	2022e
Driftsinntekter (i millioner)	39 568	37 328	35 215	32 911	30 194
Endring i %	6 %	6 %	7 %	9 %	10 %

Tabell 14, Prognose inntekter

## 6.2 Kostnader

### 6.2.1 Historiske kostnader

år	2021	2020	2019	2018	2017
Varekostnad	9 577	8 850	9 328	4 297	4 417
Lønnskostnader	9 975	9 510	8 764	5 929	5 788
Andre driftskostnader	3 810	4 001	3 710	2 942	3 177
Ordinære avskrivninger	1 213	1 234	1 078	443	353

Tabell 15, Historiske kostnader

## 6.2.2 Prognose av kostnader

Det vi kan bemerke oss er at vare- og lønnskostnadene, samt avskrivningene økte kraftig i 2019 som følge av de to oppkjøpene som vi har nevnt i tidligere i kapitlet. Vi vil derfor legge mer vekt på de trendene som er sett de siste tre årene, ettersom selskapet er blitt betydelig større etter dette og tallene fra 17/18 ikke nødvendigvis er like representative i alle tilfeller. Vi vil også i vår prognose måle de forskjellige kostnadene opp mot de driftsinntektene vi har estimert, ettersom mange av disse kostnadene har en viss korrelasjon med driftsinntektene.

## 6.2.3 Varekostnad

Historisk sett har varekostnadene målt opp mot driftsinntektene utgjort en andel mellom 30-39 prosent, og vi forventer at de fremtidige varekostnadene vil følge dette mønsteret til en viss grad. Varekostnadene i 2021 var en god del høyere enn for 2020 og økte med over 8 prosent, noe som kom som en konsekvens av økte priser og ventetider på visse komponenter som blant annet Kongsberg Defense & Aerospace er avhengige av (Kongsberg Gruppen, 2022). Den fortsatte prisveksten generelt i økonomien vil nok fortsette å ha konsekvenser i tiden framover for varekostnadene til selskapet. Det er ingen gode indikasjoner på når prisveksten vil dable av, men med de mange rentehevingene som er gjennomført over det siste året vil den trolig stabilisere seg noe i tiden som kommer. Vi forventer derfor at varekostnadene vil fortsette å øke, men veksten i disse kostnadene vil reduseres etter hvert som prisveksten roer seg og selskapet blir mer effektivt.

år	2026e	2025e	2024e	2023e	2022e
Varekostnad	14 063	13 267	12 399	11 481	10 630
endring i %	6 %	7 %	8 %	8 %	11 %

Estimerte driftsinntekter	39 568	37 328	35 215	32 911	30 194
Varekostnad som andel (%)	35,5 %	35,5 %	35,2 %	34,9 %	35,2 %

Tabell 16, Estimert varekostnad



## 6.2.4 Lønnskostnad

Lønnskostnadene til Kongsberg Gruppen har steget jevnt over de siste årene og vil nok fortsette å stige ettersom selskapet har som ambisjon å utvide driften. Historisk sett har lønnskostnadene i snitt utgjort en 38 prosent andel målt opp mot driftsinntektene. Samtidig har selskapet mål om ytterligere effektivisering i flere områder av bedriften, og dette kan ha konsekvenser for blant annet mengden ansatte i noen områder. Vi anslår derfor lønnskostnadene til å stige med mellom 5 til 7 prosent over de neste årene.

år	2026e	2025e	2024e	2023e	2022e
Lønnskostnader	13 345	12 710	12 105	11 419	10 773
endring i %	5 %	5 %	6 %	6 %	8 %

Estimerte driftsinntekter	39 568	37 328	35 215	32 911	30 194
Lønnskostnad som andel (%)	33,7 %	34,0 %	34,4 %	34,7 %	35,7 %

Tabell 17, Estimerte lønnskostnader

## 6.2.5 Andre driftskostnader

Kongsberg Gruppen har andre driftskostnader som en post i sitt regnskap, nøyaktig hva som inngår i disse kostnadene er ikke godt å si. De siste årene har disse kostnadene målt opp mot driftsinntektene utgjort en andel på 14-22 prosent, med et gjennomsnitt på 17,5 prosent. Vi regner med at denne fordelingen vil vedvare, men i likhet med varekostnaden regner vi med at det vil være en større økning i den umiddelbare fremtiden.

år	2026e	2025e	2024e	2023e	2022e
Andre driftskostnader	5 620	5 302	4 978	4 610	4 229
endring i %	6 %	6,5 %	8 %	9 %	11 %

Estimerte driftsinntekter	39 568	37 328	35 215	32 911	30 194
Driftskostnader som andel (%)	14,2 %	14,2 %	14,1 %	14,0 %	14,0 %

Tabell 18, Estimerte driftskostnader

## 6.2.6 Estimerte totale driftskostnader

år	2026e	2025e	2024e	2023e	2022e
Varekostnad	14 063	13 267	12 399	11 481	10 630
Lønnskostnader	13 345	12 710	12 105	11 419	10 773
Andre driftskostnader	5 620	5 302	4 978	4 610	4 229
<b>Totale driftskostnader</b>	<b>33 029</b>	<b>31 279</b>	<b>29 482</b>	<b>27 510</b>	<b>25 633</b>

Tabell 19, Estimerte totale driftskostnader

## 6.3 Avskrivninger

Avskrivningene til Kongsberg Gruppen økte betydelig i 2019 som følge av oppkjøpene de gjorde, men sett opp mot driftsinntektene har avskrivningene de siste årene utgjort en 2,5 - 4,8 prosent andel. Vi forventer at det nivået som er observert de siste årene vil fortsette i perioden framover med mulighet for mindre økninger.

år	2026e	2025e	2024e	2023e	2022e
Avskrivninger	1 250	1 225	1 225	1 200	1 200

Estimerte driftsinntekter	39 568	37 328	35 215	32 911	30 194
Avskrivninger som andel (%)	3,2 %	3,3 %	3,5 %	3,6 %	4,0 %

Tabell 20, Estimerte avskrivninger

## 6.4 Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital er differansen mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden til et selskap.

år	2021	2020	2019	2018	2017
Omløpsmidler	24 624	24 422	23 243	18 650	11 820
Kortsiktig gjeld	19 164	19 696	18 811	9 042	8 058
Arbeidskapital	5 460	4 726	4 432	9 608	3 762
Endring i arbeidskapital	734	294	-5 176	5 846	294
som % andel av driftsinntekter	19,9 %	18,5 %	18,4 %	66,8 %	26,0 %

Tabell 21, Endringer arbeidskapital

Slik vi kan lese av tabellen har forholdet mellom mengden arbeidskapital og driftsinntektene vært noe stabilt rundt 18-20 prosent, foruten i 2018. Vi forventer at dette forholdet rundt 20 prosent vil fortsette i tiden fremover.

år	2026e	2025e	2024e	2023e	2022e
Arbeidskapital	7 914	7 466	7 043	6 582	6 039
Endring i arbeidskapital	448	423	461	543	579
% andel av driftsinntekter	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %

Tabell 22, Estimerte endringer arbeidskapital

## 6.5 Investeringer

Investeringene vi tar for oss er kjøp og salg av varige driftsmidler, samt investeringer i immaterielle eiendeler.

år	2021	2020	2019	2018	2017
Investeringer	770	730	710	341	515
% andel av driftsinntekter	2,8 %	2,9 %	2,9 %	2,4 %	3,6 %

Tabell 23, Historiske investeringer

Som vi kan se har investeringene sett opp mot driftsinntektene utgjort en andel på mellom 2,4 og 3,6 prosent, med et snitt rundt 3 prosent. Vi anslår at denne fordelingen vil fortsette i tiden framover.

år	2026e	2025e	2024e	2023e	2022e
Investeringer	1 227	1 157	1 056	987	906
% andel av driftsinntekter	3,1 %	3,1 %	3 %	3 %	3 %

Tabell 24, Estimerte investeringer

## 6.6 Estimert kontantstrøm

Med alle postene satt sammen får vi en kontantstrøm som ser slik ut:

år	2026e	2025e	2024e	2023e	2022e
Driftsinntekter	39 568	37 328	35 215	32 911	30 194
Driftskostnader	-33 029	-31 279	-29 482	-27 510	-25 633
<b>EBITDA</b>	<b>6 539</b>	<b>6 049</b>	<b>5 733</b>	<b>5 401</b>	<b>4 561</b>
Avskrivninger	-1 250	-1 225	-1 225	-1 200	-1 200
<b>EBIT</b>	<b>5 289</b>	<b>4 824</b>	<b>4 508</b>	<b>4 201</b>	<b>3 361</b>
Skattekostnad (22 %)	-1 164	-1 061	-992	-924	-739
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>4 125</b>	<b>3 763</b>	<b>3 516</b>	<b>3 277</b>	<b>2 622</b>
Endring i arbeidskapital	448	423	461	543	579
Investeringer	-1 227	-1 157	-1 056	-987	-906
Avskrivninger	1 250	1 225	1 225	1 200	1 200
<b>Kontantoverskudd</b>	<b>4 597</b>	<b>4 253</b>	<b>4 145</b>	<b>4 033</b>	<b>3 495</b>

Tabell 25, Estimert kontantstrøm

## 7. Fundamental verdsettelse etter DCF-metoden

For å finne verdien av aksjen til Kongsberg Gruppen vil vi først kalkulere selskapsverdien. Den finner vi ved å legge sammen de neddiskontere verdiene av kontantoverskuddene vi har funnet i kapitlet før, med en neddiskontert terminalverdi. Formelen for selskapsverdien ser da slik ut:

$$\text{Selskapsverdi} = \sum_{t=1}^5 \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\text{Terminalverdi}}{(1+WACC)^5}$$

Vi har valgt å kalkulere terminalverdien ved et prinsipp som kalles “Exit multiple”. Denne måten å vurdere verdi tar utgangspunkt i at selskapet selges i slutten av perioden.

Terminalverdien er da EBITDA for det siste året av kontantstrømmen multiplisert med en multiplikator.

$$\text{Terminalverdi} = \text{EBITDA}_t * \text{multiplikator}$$

Vi vil bruke multiplikatoren selskapsverdi/EBITDA som gir oss en multiplikator på 12,506 ved utgangen av 2021.

Selskapsverdi	51 100 000 000	EBITDA år 5	6 539 000 000
EBITDA	4 086 000 000	Multiplikator	12,506
<b>Multiplikator</b>	<b>12,506</b>	<b>Terminalverdi</b>	<b>81 776 734 000</b>

Tabell 26, Utregning terminalverdi

år (alle tall i millioner)	2026e	2026e	2025e	2024e	2023e	2022e
Estimert kontantstrøm		4 597	4 253	4 145	4 033	3 495
Terminalverdi	81 776					
Nåverdi	66 221	3 723	3 592	3 652	3 707	3 351
Sum nåverdi (selskapsverdi)					84 246	

Tabell 27, Utregning selskapsverdi

For å finne verdien av egenkapitalen trekker vi den rentebærende gjelden fra nåverdien. Denne gjelden var ved utgangen av 2021 på 5,66 milliarder kroner for Kongsberg Gruppen.

Sum nåverdi	84 246 242 000
Rentebærende gjeld	-5 668 000 000
Verdi egenkapital	78 578 242 000
Utestående aksjer	178 833 446
<b>Verdi per aksje</b>	<b>439,39</b>

Tabell 28, Utrekning aksjeverdi

Fordeler vi verdien av egenkapitalen på de 178 millioner aksjene, får vi en verdi per aksje på 439,39 kroner. Den reelle verdien av aksjen til Kongsberg Gruppen den 30.12.2021 var på 286,00 kroner. Vi får en aksjeverdi som er nesten 54 prosent høyere enn det den reelle verdien var på det tidspunktet. Vi har derimot i vår analyse tatt høyde for den russiske invasjonen av Ukraina som ble opptrappet den 24. februar 2022. Den har som nevnt tidligere i oppgaven hatt store konsekvenser for etterspørselen av produkter som Kongsberg Gruppen er med å produsere, samt konsekvenser for økonomien som helhet.

## 8. Markedsbasert verdsettelse

I tillegg til den kontantstrømbaserte verdsettelsen, vil vi utføre en markedsbasert verdsettelse ved å se på P/B, P/E og EV/EBITDA multiplikatorene. Ved bruk av multiplikatormodeller legges markedsverdier til sammenlignbare selskaper til grunn for verdsettelsen, noe som gir en subjektiv tilnærming til viktige forhold for verdivurderingen. Den markedsbaserte verdsettelsen er et substitutt til den fundamentale verdsettelsen, og bruker tall fra 01.01.2023 for å få innsikt i den nyeste utviklingen i markedet og dermed en mer oppdatert totalverdi av selskapet. En svakhet med multiplikatorer er at sammenlignbare selskaper må ha mange likheter med det selskapet som skal verdsettes, for at relevansen skal være høy nok.

Selskapene bør ha noenlunde lik størrelse, vekst, lønnsomhet og risiko. Det kan imidlertid være vanskelig å finne selskaper som er komparative, spesielt innenfor våpenrelatert industri

i Norge. Hvis man finner lignende selskaper, kan denne metoden være en enkel og tidsbesparende måte å verdsette selskapet. Man kan se denne verdsettelsesmetoden i sammenheng med den kontantstrømbaserte verdsettelsen, da den tar høyde for kvalitative vurderinger.

Vi har forsøkt å utføre en nøyaktig vurdering av hvilke selskaper som skal benyttes til sammenligning. Kongsberg Gruppen ASA er en teknologibedrift som er involvert i flere segmenter i markedet. Grunnet den betydelige andelen av driften i forsvarsindustri har vi valgt å inkludere BAE systems, Wärtsilä, Lockheed Martin, og Saab AB. Sammenligningen vil også omfatte ABB grunnet den maritime driften til Kongsberg Gruppen.

Sammenligning av P/B, P/E og EV/EBITDA multiplikatorer kan gi verdifulle perspektiver på selskapets verdi og markedspris, men det er viktig å bruke flere verdsettelsesmetoder og å ha en helhetlig tilnærming til verdsettelsen for å få et mer nøyaktig og pålitelig estimat av selskapets verdi.

## 8.1 P/B – Price to book

P/B er en av de mest brukte multiplikatormetodene innen finansanalyse og brukes ofte til å avgjøre om en aksje er over- eller underpriset. Denne metoden er basert på prinsippet om at verdien på en aksje bør være proporsjonal med verdien på den bokførte egenkapitalen.

En P/B-multiplikator på over 1 indikerer at aksjen er overpriset, mens en P/B-multiplikator på under 1 indikerer at aksjen er underpriset. Imidlertid har denne metoden noen åpenbare svakheter, spesielt når det gjelder regnskapsmessig behandling og volatilitet i visse sektorer. For eksempel kan P/B-multiplikatoren være påvirket av ulik regnskapsmessig behandling blant sammenlignbare selskaper. *Investopedia (2022)* Videre kan visse sektorer, som våpenindustrien, ha stor volatilitet på grunn av uforutsette hendelser på internasjonalt nivå, noe som kan påvirke anskaffelseskostnaden og dermed påvirke P/B-multiplikatoren. Formelen er gitt som følger:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Book value}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

I Norge er det kun to aktører som får produsere våpen, men konkurransen er likevel høy internasjonalt. Kongsberg Gruppen har fortsatt langsiktige kontrakter på plass, som sikrer en noe mer forutsigbar situasjon, og dermed blir P/B-multiplikatoren fortsatt mulig å anvende. P/B-multiplikatoren kan dermed være en enkel og nyttig metode for å vurdere verdsettelsen av en aksje, men det er viktig å være klar over dens begrensninger og tilpasse analysemetodene til sektoren som analyseres.

Per 01.01.2023	Aksjekurs	Valutakurs	Antall aksjer	Børsverdi	Bokført egenkapital	P/B
BAE Systems (£)	10,0	11,86	3 055 946 808	NOK 362 435 291 429	NOK 135 204 000 000	2,68
Lockheed Martin (\$)	477,5	9,84	254 518 944	NOK 1 195 957 844 271	NOK 91 177 440 000	13,12
Saab AB (SEK)	416,3	0,94	133 461 944	NOK 52 226 594 850	NOK 28 083 440 000	1,86
ABB (SEK)	316,9	0,94	274 263 605	NOK 81 699 288 239	NOK 129 359 040 000	0,63
Wärtsilä (€)	8,0	10,51	591 723 390	NOK 49 938 673 016	NOK 22 554 460 000	2,21
Kongsberg Gruppen ASA (NOK)	418,4	1,00	178 833 446	NOK 74 823 913 806	NOK 13 744 000 000	5,44
Gjennomsnitt						4,32
Median						2,45

Tabell 29, Utrekning P/B

Verdivurdering basert på P/B:	Total verdi	Verdi per aksje
Kongsberg Gruppen ASA	NOK 59 435 901 554	332,4

Tabell 30, Verdivurdering P/B

Vi ser på resultatet fra P/B multiplikatoren at verdien Kongsberg Gruppen blir verdsatt til 59,4 milliarder NOK, som ligger litt i underkant av børsverdi. Dette kan skyldes svakhet i sammenligningsgrunnlaget, da andre eller flere selskaper kanskje ville gitt en mer realistisk verdi. Eller at troen på selskapet og segmentet i markedet er høy. Videre sier multiplikatoren at aksjen dermed skulle vært verdsatt av markedet til 332,4. Dette kan skyldes simpelheten i multiplikatoren, og dermed en svakhet i analyseverktøyet gjennom mangel på sammenligningsgrunnlag, eller en overpriset aksje gjennom god investeringsvilje.

## 8.2 P/E – Price to Earnings

P/E-ratio, også kjent som Price-to-Earnings-ratio, er en vanlig metode for å sammenligne selskaper innenfor samme bransje. Dette skyldes at ratioen hjelper oss med å vurdere om aksjen er underpriset eller overpriset i forhold til selskapets inntjening, og dermed kan brukes til å sammenligne ulike med selskaper i samme marked.



Kongsberg Gruppen er et stort, veletablert og stabilt selskap som har eksistert over en lang periode. Dette gir vanligvis grunn til å forvente en relativt jevn og lav P/E-ratio. Imidlertid opererer Kongsberg Gruppen i et volatilt marked med høy etterspørsel og stor avhengighet av enkeltkontrakter, noe som kan føre til store utslag på ratioen. Det er også viktig å påpeke at store enkeltkontrakter kan påvirke gyldigheten til P/E-ratioen.

P/E-ratioen tar ikke hensyn til ulike faktorer som kapitalbehovet, kapitalstrukturen til selskapet og fremtidig risiko. Formelen for P/E-ratioen er:

$$\text{Price Earnings ratio} = \frac{\text{Markedspris per aksje}}{\text{Resultat per aksje}} = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Årsresultat}}$$

For å beregne markedsprisen per aksje kan selskapets totale markedsverdi deles på antall utestående aksjer. Resultat per aksje kan beregnes ved å dele selskapets nettoresultat på antall utestående aksjer. P/E-ratio gir oss dermed en indikasjon på hvor mye markedet er villig til å betale for hver krone i resultat selskapet genererer.

Per 01.01.2023	Årsresultat	Valutakurs	Årsresultat	Børsverdi	P/E
BAE Systems (£)	£ 1 591 000 000	11,86	NOK 18 869 260 000	NOK 362 435 291 429	19,21
Lockheed Martin (\$)	\$ 5 732 000 000	9,84	NOK 56 402 880 000	NOK 1 195 957 844 271	21,20
Saab AB (SEK)	SEK 2 283 000 000	0,94	NOK 2 146 020 000	NOK 52 226 594 850	24,34
ABB (SEK)	SEK 27 070 000 000	0,94	NOK 25 445 800 000	NOK 81 699 288 239	3,21
Wärtsilä (€)	€ (59 000 000)	10,51	NOK (620 090 000)	NOK 49 938 673 016	-80,53
Kongsberg Gruppen ASA	NOK 2 809 000 000	1,00	NOK 2 809 000 000	NOK 74 823 913 806	26,64
Gjennomsnitt					2,34
Median					20,21

Tabell 31, Utregning P/E

En referanseverdi som brukes i praksis, er å dele P/E-verdien inn i fire kategorier:

- Underpriset når P/E-verdien er 0-13
- Rimelig priset når P/E-verdien er mellom 14-20 (Gjelder for de fleste bedrifter)
- Overpriset når P/E-verdien er mellom 21-28 (Kan skyldes at inntekt har økt siden siste resultatpublisering)
- Aksjer med en svært høy P/E-verdi over 28, som enten indikerer en spesielt lovende fremtid med sterk inntektsvekst eller at aksjene befinner seg i en boble av forventning.

Noterer oss at medianen for markedet ligger på 20,21, som indikerer at markedet har bra etterspørsel og leverer der etter. Det kan tyde på at fremtidsutsiktene i teknologi og forsvarsindustri er positive. Kongsberg Gruppen selv er høyest med 26,64, og kan fremstå noe overpriset. Dette skyldes antagelig flere store langtidskontrakter, og en sunn økonomisk stabilitet i driften. Ifølge P/E-ratio er aksjeprisen litt overvurdert, og en mer realistisk verdivurdering vises følgende:

<b>Verdivurdering basert på P/E:</b>	<b>Total verdi</b>	<b>Verdi per aksje</b>
Kongsberg Gruppen ASA	56 758 028 283	317,38

*Tabell 32, Verdivurdering P/E*

Det er viktig å påpeke at P/E-forholdet i seg selv ikke gir tilstrekkelig informasjon om fremtidig inntektsvekst eller årsakene til en høy/lav P/E-verdi. I bunn og grunn viser P/E verdien bare den hvor mange ganger markedet er villig til å betale resultatet per aksje, og dermed per tjente krone. Som i dette tilfellet er markedet villig til å betale 26,64 kroner per krone, mens medianen ligger nede på 20,21.

### **8.3 EV/EBITDA- Enterprise Value / Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization**

EV/EBITDA er en finansiell multiplikator som gir et mer omfattende bilde av selskapets økonomiske resultater sammenlignet med P/E forholdet. Denne multiplikatoren inkluderer både egenkapital- og gjeldskomponentene i kapitalstrukturen, og fjerner gjeldskostnader, skatter, avskrivninger og amortisering. Dette gir en mer nøyaktig presentasjon av selskapets inntjeningsevne og finansielle situasjon.

En av fordelene er at den gir et klarere bilde av selskapets inntjeningsevne ved å eliminere virkningen av ikke-operasjonelle faktorer som gjeldskostnader og skatter. Avskrivninger fjernes også fra beregningen, som kan gi et mer nøyaktig bilde av selskapets reelle inntjeningsevne. Det er imidlertid viktig å være oppmerksom på at EV/EBITDA kan gi en kunstig bra presentasjon av selskapets økonomiske resultater fordi det ikke inkluderer kapitalutgifter. Slike utgifter kan være betydelige for noen selskaper, og bør derfor vurderes.

Den andre komponenten i multiplikatoren er «enterprise value», eller «selskapsverdi», som representerer summen av selskapets egenkapitalverdi eller markedsverdi pluss gjelden, minus kontanter. Multiplikatoren beregnes ved å dele EV med EBITDA for å få en inntjeningsmultiplum som gir et mer helhetlig bilde av selskapet enn P/E forholdet, og fremstår som følgende:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{(Markedsverdi\ av\ egenkapital\ +\ gjeld\ -\ kontanter)}{Driftsresultat\ før\ avskrivninger}$$

Et selskap med en verdi på under 7.5 er generelt ansett som et godt selskap å kjøpe opp. *Nordnet (2020)* Det er viktig å påpeke at dette er kun en tilnærming og ikke noe som skal anvendes for alle bransjer. Vi fortsetter dermed å sammenligne med de samme konkurrentene i markedet for Kongsberg Gruppen ASA.

Per 01.01.2023	Benyttet valutakurs	Gjeld	EBITDA	Børsverdi	EV/EBITDA
BAE Systems (£)	11,86	kr 237 935 320 000	kr 28 274 240 000	kr 362 435 291 429	21,23
Lockheed Martin (\$)	9,84	kr 429 161 760 000	kr 82 144 320 000	kr 1 195 957 844 271	19,78
Saab AB (SEK)	0,94	kr 39 939 660 000	kr 3 077 560 000	kr 52 226 594 850	29,95
ABB (\$)	9,84	kr 265 713 456 000	kr 40 845 840 000	kr 81 699 288 239	8,51
Wärtsilä (€)	10,51	kr 46 643 380 000	kr 3 667 990 000	kr 49 938 673 016	26,33
Kongsberg Gruppen ASA	1,00	kr 29 481 000 000	kr 4 602 000 000	kr 74 823 913 806	21,81
Gjennomsnitt					21,27
Median					21,52

Tabell 33, Utregning EV/EBITDA

Ser at markedet får en høy median og et høyt gjennomsnitt ved EV/EBITDA multiplikatoren. Det kan tyde på et overpriset marked, men mye av grunnen skyldes antagelig at selskapene har høy gjeldsgrad og markedsverdi jevnt over. Gjeldsgraden skyldes mye, som nevnt tidligere, langsiktige kontrakter. Vi bemerker oss videre at det fører til en høy vurdering av selskapets verdi, men tar det med inn i helhetsvurderingen.

Verdi på EV basert på EV/EBITDA	Total verdi	Verdi per aksje
Kongsberg Gruppen ASA	100 372 913 806	--
Verdivurdering basert på EV/EBITDA	Total verdi	Verdi per aksje
Kongsberg Gruppen ASA	97 878 877 980	547,32

Tabell 34, Verdivurdering EV/EBITDA

## 8.4 Oppsummering markedsbasert verdsettelse

Markedsbasert verdsettelse er en metode som brukes for å estimere verdien av et selskap ved hjelp av flere multiplikatorer. Hvorav vi har valgt å bruke P/B, P/E, og EV/EBITDA, tre ulike multiplere. Metoden er tidsbesparende og gir en subjektiv vurdering basert på markedspektivet. Imidlertid krever metoden at selskapene som brukes som sammenligningsgrunnlag er representative for bedriften som skal vurderes. Våpenindustrien og teknologisektoren er preget av etterspørsel og uforutsette internasjonale hendelser, som gir en noe høy volatilitet. Det kan være vanskelig å finne sammenlignbare bedrifter, når selv tilsynelatende like bedrifter kan ha ulike avtaler og vilkår. Videre har selskapene ulikheter når det gjelder gjeldsgrad, diversifisering og nasjonalt regelverk, som kan føre til misvisende estimater. Dette utgjør et problem for kausaliteten til metoden, men kan likevel gi nyttig informasjon om verdien av selskapet. Vi har basert vårt sammenligningsgrunnlag på BAE systems, Wärtsilä, Lockheed Martin, og Saab AB for våpenindustrien. Og ABB er deltagende for det maritime perspektivet, som vi mener har gitt et godt grunnlag for verdivurderingen. Og resultatene ble som følger:

<b>Verdivurdering 02.01.2023</b>	<b>Total verdi</b>	<b>Verdi per aksje</b>
P/E	kr 56 758 028 283	317,38
P/B	kr 59 435 901 554	332,4
EV/EBITDA	kr 97 878 877 980	547,32
Gjennomsnittlig vurdering	NOK 71 357 602 606	399,0
Verdi fra Nordnet 02.01.2023:	NOK 74 823 913 806	418,4

Tabell 35, Gjennomsnitt markedsbasert verdsettelse

Ser at de forskjellige faktorene beskrevet ovenfor har gjort sine utslag i begge retninger, i samspill med naturlige forskjeller. Ved et veid gjennomsnitt kommer vi frem til en korrekt markedsverdi på 399,0 per aksje, som ligger 19,4 kr under det verdien var på børs 02.01.2023. Konklusjonen i den markedsbaserte verdsettelsen blir dermed at aksjen og selskapet er priset litt for høyt i markedet. Det virker å skyldes en positivisme rundt driften i Kongsberg, sammen med krig i Europa og en opprustning i europeiske forsvarsbudsjett.

## 9. Sensitivitetsanalyse

I dette avsnittet vil vi gjøre bruk av en sensitivitetsanalyse for å vise hvor følsom verddivurderingen er for endringer i visse parametere. Sensitivitetsanalysen gir oss verdifull informasjon om de parametere vi har valgt å analysere. Vi vil presentere en tabell nedenfor som viser hvordan en endring på +/- 0,5 prosent i avkastningskravet vil påvirke virksomhetsverdien og aksjeprisen. Denne stresstesten vil gi oss et bedre innblikk i hvordan endringer i avkastningskravet kan påvirke verdien av virksomhetsverdien og aksjeprisen.

	3,3 %	3,8 %	4,3 %	4,8 %	5,3 %	5,8 %
Selskapsverdi	88 050 109 650	86 121 431 176	84 246 027 914	82 422 165 515	80 648 174 252	78 922 446 316
Aksjeverdi	460,7	449,9	439,4	429,2	419,3	409,6

Tabell 36, Sensitivitetsanalyse

Ser at egenkapitalen per aksje er noe sensitiv for endringer i avkastningskravet. Per 0,5 prosent endring i selskapsverdien gir et utslag på cirka 1,8 milliarder, og aksjeprisen øker eller reduseres med 10-15 kroner. Tabellen viser en tilnærming av resultatet, og man kan benytte verdiene til å vurdere hvor avkastningskravet til Kongsberg Gruppen bør ligge.

## 10. Konklusjon

Kongsberg Gruppen har en diversifisert portefølje av produkter og tjenester i ulike divisjoner, solid teknologisk kompetanse, og en attraktiv arbeidsplass med lav turnover, som er styrker for selskapet. De er en konkurransedyktig aktør internasjonalt og en hjørnesteinsbedrift nasjonalt. På den andre siden er selskapet begrenset av reguleringer og lovendringer som medfører risiko for tap av konkurransefortrinn ved å ikke ha muligheten til å reagere raskt på endringer i en dynamisk bransje.

Situasjonen til Kongsberg Gruppen ASA er god med stabil og økende lønnsomhet de siste 2 årene. Selskapet har en sterk likviditetsgrad og arbeidskapital, og finansierer anleggsmidler og omløpsmidler med langsiktig kapital. Deres solide kapitalstruktur gir dem evnen til å takle økonomiske utfordringer i fremtiden.

Vi har brukt P/B, P/E og EV/EBITDA multipler i vår markedsbaserte verdsettelse for å estimere verdien av selskapet. Denne metoden gir en subjektiv vurdering basert på markedspektivet, men krever representative sammenligningsgrunnlag. På grunn av volatilitet og ulikheter innenfor bransjer og nasjonale regelverk, kan sammenlignbare bedrifter være vanskelig å finne. Vi brukte BAE systems, Wärtsilä, Lockheed Martin, Saab AB og ABB som sammenligningsgrunnlag og kom frem til en korrekt markedsverdi på 399,0 per aksje. Dette ligger 19,4 kr under verdien på børsen 02.01.2023. Konklusjonen er at selskapet og aksjen er priset litt for høyt i markedet grunnet en positivisme rundt Kongsbergs driften, krig i Europa og økte forsvarsbudsjett.

Kongsberg Gruppen er verdsatt til 84,246 milliarder kroner etter vår fundamentale verdsettelse med DCF-metoden. Basert på en multiplikator på 12,506 er terminalverdien satt til 81,776 milliarder kroner. Vårt estimat ble at verdien per aksje er 439,39 kroner, noe som er 53,4% høyere enn den reelle verdien per aksje på 286 kroner på datoen for analysen (30. desember 2021). Vår analyse tar imidlertid hensyn til de negative konsekvensene av Russlands invasjon av Ukraina som påvirker etterspørselen etter Kongsberg Gruppens produkter i stor grad.

Sensitivitetsanalysen viser hvordan en endring på  $\pm 0,5$  prosent i avkastningskravet påvirker virksomhetsverdien og aksjeprisen. Egenkapitalen per aksje er noe sensitiv for endringer i avkastningskravet, og en endring på 0,5 prosent gir et utslag på ca. 1,4 milliarder og en endring på ca. 8 kroner i aksjeprisen. Disse verdiene kan brukes til å vurdere hvor avkastningskravet til Kongsberg Gruppen bør ligge.

## **11. Oppgavekritikk**

Vi har gjennomført en verdsettelse av Kongsberg Gruppen ASA basert utelukkende på fundamental analyse og utledning av kontantstrømmer. Vi erkjenner imidlertid at det er svakheter både i metoden og forutsetningene knyttet til denne analysen, og at dette kan føre til feil. De estimerte inntektene som er brukt i kontantstrømmene er basert på en rekke antakelser og forutsetninger, og situasjonen til selskapet er avhengig av kontrakter, driften og internasjonale politiske forhold. Vi har tatt høyde for en økning i etterspørselen, som er avgjørende for den veksten vi har estimert i prognoseperioden.

Vi erkjenner også at det er usikkerhet knyttet til beregningen av frie kontantstrømmer på grunn av avhengigheten av antakelser og forutsetninger, samt manglende tilgang på konkrete fremtidsplaner. Variasjonene i arbeidskapitalen gjør det også vanskelig å gi et realistisk estimat.

Vi har under vårt arbeid med verdsettelsen benyttet oss av de regnskapsmessige tallene som var tilgjengelige per 01.01.2022. Men har også underveis ikke kunnet ignorert konsekvensene av krigen i Ukraina, som har ført til en enorm opprustning i internasjonale forsvarsbudsjett. Som dermed påvirker resultatene gjennomgående i vår analyse.

Vi har basert vår regnskapsmessige analyse, prognose av kontantstrømmer og fundamentale verdsettelse på tall fra 01.01.2022, mens den markedsbaserte verdsettelsen er basert på tall fra 01.01.2023. Dette er fordi vi ser en styrke i de ferskeste tallene når vi verdsetter fra markedet. Imidlertid kan dette føre til svakheter i analysen, da det er utfordrende å finne klare og anvendelige tall vedrørende gjeldskostnadene.

Vi erkjenner også at diskonteringen av fremtidige kontantstrømmer ikke nødvendigvis reflekterer virkeligheten på grunn av utfordringene med å finne klare og anvendelige tall vedrørende gjeldskostnadene.

Vi har også benyttet oss av en markedsbasert verdsettelse, som sammenligner Kongsberg Gruppen med andre selskaper innenfor ulike bransjer. Imidlertid kan dette føre til utfordringer med å sammenligne selskapene på en nøyaktig måte, og det ville vært mer realistisk å dele opp Kongsberg Maritime og Kongsberg Defence and Aerospace for å gi et mer nøyaktig bilde av hvordan de står i forhold til konkurrentene innenfor de respektive områdene. Vår DCF-metode indikerte at aksjen var underpriset, men dette fordi vi i prognosene hadde tatt høyde for forhold som fant sted etter den datoen vi beregnet aksjeprisen for.

## 12. Referanseliste

- BAE Systems. (Mars 2023) *Annual report 2022*. Hentet fra: [https://investors.baesystems.com/~/\\_media/Files/B/Bae-Systems-Investor-Relations-V3/PDFs/results-and-reports/results/2022/bae-ar-complete-2022.pdf](https://investors.baesystems.com/~/_media/Files/B/Bae-Systems-Investor-Relations-V3/PDFs/results-and-reports/results/2022/bae-ar-complete-2022.pdf)
- Dagens Næringsliv. (2021) *Alle Norges aksjonærer*. Hentet fra: <https://investor.dn.no/#!/NorgesAksjer/2021/752195>
- E24 (2022) *NHO: Bedriftenes kostnader stiger kraftig*. Hentet fra: <https://e24.no/norsk-oekonomi/i/1OK9RM/nho-bedriftenes-kostnader-stiger-kraftig>
- Finanseksperter (2023). *Egenkapitalrentabilitet*. Hentet fra: <https://finanseksperter.no/egenkapitalrentabilitet/>
- Finanseksperter (2023). *Totalkapitalrentabilitet*. Hentet fra: <https://finanseksperter.no/totalkapitalrentabilitet/>
- Investopedia (2022) *Price to book ratio*. Hentet fra: <https://www.investopedia.com/terms/p/price-to-bookratio.asp>
- Kongsberg Gruppen (2020) *Årsrapport og bærekraftsrapport 2019*. Hentet fra: <https://www.kongsberg.com/globalassets/corporate/document-downloads/ir/annual-report/1739-kog-rapport-2019-no-final.pdf>
- Kongsberg Gruppen (Mars 2023) *Annual and sustainability report 2022*. Hentet fra: <https://www.kongsberg.com/globalassets/corporate/investor-relations/annual-report-2022/oppdatert-rapport3/kog-rapport-2022-gb-final-pdf-290323.pdf>
- Kongsberg gruppen. (2017). *Årsrapport og Bærekraftsrapport 2016*. Brønnøysund: Brønnøysund registrene.
- Kongsberg gruppen. (2018). *Årsrapport og Bærekraftsrapport 2017*. Brønnøysund: Brønnøysund registrene.
- Kongsberg Gruppen. (2019). *Årsrapport og Bærekraftsrapport 2018*. Brønnøysund: Brønnøysund registrene.
- Kongsberg gruppen. (2020). *Årsrapport og Bærekraftsrapport 2019*. Brønnøysund: Brønnøysund registrene.
- Kongsberg Gruppen. (2021). *Årsrapport og Bærekraftsrapport 2020*. Brønnøysund: Brønnøysund registrene.



- Kongsberg Gruppen. (2022). *Årsrapport og Bærekraftsrapport 2021*. Brønnøysund: Brønnøysund registrene.
- Kristoffersen, T. (2019). *Årsregnskapet*. 5068 Bergen: Fagbokforlaget.
- Lockheed Martin. (Mars 2023) *Annual report 2022*. Hentet fra: <https://www.lockheedmartin.com/content/dam/lockheed-martin/eo/documents/annual-reports/lockheed-martin-annual-report-2022.pdf>
- Macrotrends. (Mars 2023) *ABB financial statements 2009-202*. Hentet fra: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/ABB/abb/financial-statements>
- Nordnet (2020). *Enterprice Value og EV/EBITDA*. Hentet fra: <https://www.nordnet.no/blogg/enterprice-value-og-ev-ebitda/>
- Nordnet. (Mars 2023) *ABB*. Hentet fra: <https://www.nordnet.no/market/stocks/16100356-abb?details>
- Nordnet. (Mars 2023) *BAE Systems PLC*. Hentet fra: <https://www.nordnet.no/market/stocks/16376269-bae-systems>
- Nordnet. (Mars 2023) *KONGSBERG GRUPPEN*. Hentet fra: <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105666-kongsberg-gruppen?details>
- Nordnet. (Mars 2023) *Lockheed Martin*. Hentet fra: <https://www.nordnet.no/market/stocks/16121958-lockheed-martin>
- Nordnet. (Mars 2023) *SAAB AB*. Hentet fra: <https://www.nordnet.no/market/stocks/16100088-saab-b>
- Nordnet. (Mars 2023) *Wärtsilä Corporation*. Hentet fra: <https://www.nordnet.no/market/stocks/16100884-wartsila-corporation>
- Norges Bank (2023) *Statslån - Generiske Renter*. Hentet fra: <https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=B&startdate=2022-12-29&stopdate=2023-01-20>
- Proff (2023). *Nøkkeltall – Forklaringer og formler*. Hentet fra: <https://innsikt.proff.no/hjelp-og-tips/nokkeltall-forklaringer-og-formler/>
- Proff. (2023). *Kongsberg Gruppen ASA*. Hentet fra: <https://www.proff.no/regnskap/kongsberg-gruppen-asa/kongsberg/offshoretjenester/IFLVX0T07RY/>
- Proff. (2023). *Nammo AS*. Hentet fra: <https://www.proff.no/regnskap/nammo-as/raufoss/vapen-og-ammunisjon/IG7GH2301W5/>

- PwC (2023) *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2022.pdf>
- SSB. (2023) *turnoverrate*. Hentet fra: <https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/statistikker/arbkraft/kvartal>
- Saab. (Mars 2023) *Annual and sustainability report 2022*. Hentet fra: [https://www.saab.com/globalassets/corporate/investor-relations/pdf/saab\\_asr2022\\_en.pdf](https://www.saab.com/globalassets/corporate/investor-relations/pdf/saab_asr2022_en.pdf)
- Teknologisk Ukeblad (2022) *Zelenskyj: – Ukraina har mottatt Nasams*. Hentet fra: <https://www.tu.no/artikler/zelenskyj-ukraina-har-mottatt-nasams/522467>
- TV2 (2023). *Ekspertene svarer hvor lenge kommer krigen til å vare*. Henter fra: <https://www.tv2.no/nyheter/utenriks/ekspertene-svarer-hvor-lenge-kommer-krigen-til-a-vare/15414752/>
- Utenriksdepartementet. (1990). *Lov om kontroll med eksport av strategiske varer, tjenester og teknologi m.v. (eksportkontrollen)*. Hentet fra Lovdata: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1987-12-18-93>
- Wartsila. (Mars 2023) *Annual report 2022*. Hentet fra: <https://mb.cision.com/Main/15003/3714367/1846636.pdf>
- Wikipedia. (2023). SVIMA. Hentet fra Wikipedia: <https://no.wikipedia.org/wiki/SVIMA>

