



ESCUELA TÉCNICA SUPERIOR DE INGENIERÍA  
(ICAI)

MÁSTER EN TECNOLOGÍAS FINANCIERAS

**Análisis de la Capacidad Industrial y Valoración  
Financiera de Indra ante el Nuevo Paradigma de  
la Defensa Europea y los Programas Especiales  
de Modernización**

Autor  
Cristina Gimeno Noguera

Dirigido por  
Ricardo Seixas

Madrid  
Julio 2026



### Declaración de originalidad

Declaro bajo mi responsabilidad que el Proyecto presentado con el título **Análisis de la Capacidad Industrial y Valoración Financiera de Indra ante el Nuevo Paradigma de la Defensa Europea y los Programas Especiales de Modernización** de la ETS de Ingeniería – ICAI de la Universidad Pontificia Comillas en el curso académico 2025-2026 es de mi autoría y no ha sido presentado con anterioridad a otros efectos. El Proyecto no es plagio de otro, ni total ni parcialmente y la información que ha sido tomada de otros documentos está debidamente referenciada.

### Uso de Inteligencia Artificial<sup>1</sup>

Declaro bajo mi responsabilidad que (indicar la opción correcta):

- No he utilizado Inteligencia Artificial en la elaboración del presente documento.
- He utilizado Inteligencia Artificial en la elaboración del presente documento y/o del Anexo B siempre en las condiciones permitidas por la Universidad Pontificia Comillas, es decir, aplicando el Nivel 2 de la [Escala de Evaluación de Perkins et al. \(2024\)](#): *“La IA puede utilizarse para actividades previas a la tarea, como la lluvia de ideas, la descripción y la investigación inicial. Este nivel se centra en el uso de la IA para la planificación, las síntesis y la generación de ideas, pero las evaluaciones deben hacer hincapié en la capacidad de desarrollar y refinar estas ideas de forma independiente”*. En concreto, las Inteligencia Artificial ha sido empleada para:


- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>- Planificación de índice general del trabajo</li><li>- Ayuda a investigación inicial recopilando tendencias generales del mercado y la estructuración del marco teórico</li></ul> |
|--|



Firmado (alumno): Cristina GIMENO NOGUERA

Fecha: 6/07/2026

### Autorización para la entrega del Proyecto

El Director del Proyecto	El co-Director del Proyecto (si aplica)
	
Fdo: Ricardo SEIXAS	Fdo:
Fecha: 6/07/2026	Fecha:

<sup>1</sup> Esta declaración se refiere al uso de la Inteligencia Artificial generativa para realizar los documentos del Proyecto (Anexo B y Memoria). No aplica a Proyectos donde, por su naturaleza, deban emplear inteligencia artificial como parte de los mismos (aplicación de técnicas de aprendizaje automático, redes neuronales, análisis de datos...)



# Índice

<b>1. Introducción y Contexto de la Defensa Europea y Española</b>	<b>2</b>
<b>2. Perfil Corporativo y Estrategia de Ejecución de Indra</b>	<b>3</b>
<b>3. Importancia y Metodología de Estimación de los PEM</b>	<b>5</b>
3.1. Necesidad y Dimensionamiento de Nuevos PEM (2026-2029) . . . . .	6
3.2. Traslado del Impacto a Indra . . . . .	7
<b>4. Modelización Financiera y Resultados de la Valoración</b>	<b>8</b>
4.1. Proyección de Estados Financieros . . . . .	8
4.2. Valoración por Descuento de Flujos de Caja (DCF) . . . . .	9
4.3. Valoración por Múltiplos (SOTP) . . . . .	11
4.4. Simulación de Monte Carlo y Análisis de Riesgo . . . . .	11
<b>5. Conclusión</b>	<b>12</b>
<b>A. Desglose e hitos de pago de los programas de defensa vigentes</b>	<b>14</b>
<b>B. Cálculo Beta</b>	<b>18</b>
<b>C. Simulación Monte Carlo</b>	<b>20</b>
<b>D. Modelo Completo</b>	<b>22</b>



# 1. Introducción y Contexto de la Defensa Europea y Española

Esta investigación analiza el impacto del incremento del gasto en defensa en Europa, especialmente en España a través de los Programas Especiales de Modernización (PEM), sobre el valor fundamental de Indra y evalúa si el mercado ya descuenta ese potencial.

Este cambio responde al fin del *dividendo de la paz*, periodo tras la disolución de la Unión Soviética en 1991 en el que los miembros europeos de la OTAN redujeron de forma continuada sus presupuestos militares. En consecuencia, entre 1995 y 2023 se acumuló un déficit de inversión de unos 1,5 billones de dólares respecto al objetivo del 2% del Producto Interior Bruto (PIB) [1, 2].

Esta tendencia cambió con la invasión rusa de Ucrania en 2022, que volvió a situar la capacidad industrial de defensa y la autonomía estratégica como prioridades urgentes [3]. A partir de 2025, se sumó la incertidumbre sobre el compromiso incondicional de Estados Unidos con la defensa colectiva de la OTAN. Ante este escenario, en la Cumbre de La Haya de junio de 2025, la OTAN elevó los objetivos de gasto hasta el 3,5% del PIB en capacidades militares para 2035. Esto proyecta un incremento del desembolso conjunto de la Europa de la OTAN desde los 633.000 millones de dólares en 2025 hasta los 1,2 billones en 2035, lo que equivale a una tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) del 8% [2].

Este incremento de gasto prioriza a los proveedores europeos para reducir la dependencia tecnológica de la normativa estadounidense (*International Traffic in Arms Regulations*, ITAR) [3]. Los fondos se canalizan a través del Fondo Europeo de Defensa (EDF) y de instrumentos de compra conjunta en programas transnacionales como el FCAS, el MGCS y la constelación IRIS<sup>2</sup>, donde los proveedores colaboran mediante uniones temporales de empresas (UTE).

Históricamente, los grandes contratistas del continente (*European primes*) como Rheinmetall, Thales, BAE Systems, Leonardo o Dassault Aviation han centralizado la adjudicación de las plataformas de mayor presupuesto [2, 4]. Mediante su expansión industrial hacia los dominios terrestre y aeroespacial, Indra busca evolucionar desde su rol tradicional de proveedor de subsistemas hacia el de contratista principal (*prime contractor*), accediendo de manera directa a los contratos de mayor volumen del sector [12].

En el ámbito español, la inversión militar ha sido históricamente inferior a la media de la OTAN, situándose por debajo del 2% del PIB durante casi dos décadas. Además, a diferencia de otros miembros, España mantiene su objetivo de

gasto fijado en el 2 %, sin haberlo aumentado al 3,5 %. Pese a ello, la base industrial nacional destaca por su intensidad en innovación. En 2024, la facturación del sector alcanzó los 9.997 millones de euros y mantuvo cerca de 116.000 empleos directos, indirectos e inducidos [5, 6]. Este empleo registra una productividad media de 122.956 € por trabajador (un 65 % superior a la media de la economía general) y genera un impacto multiplicador de 2,7 € en el PIB por cada euro invertido directamente en el sector [6].

La base industrial está formada por 407 empresas, de las cuales 135 son exportadoras [6]. El sector depende de la colaboración de empresas de distintos tamaños: las grandes empresas tractoras concentran el 60 % del impacto en el PIB (5.854 millones de euros), las PYMEs generan el 25 % (2.493 millones) y las empresas de mediana capitalización aportan el 15 % restante (1.431 millones) [6]. Estas pequeñas y medianas empresas auxiliares impulsan la innovación rápida en componentes y software de nicho, ya que cuentan con menos procesos internos y burocracia que las grandes corporaciones [6].

Geográficamente, el sector se organiza en cuatro corredores industriales especializados que determinan la cadena de suministro y la estrategia de aprovisionamiento de las empresas tractoras [6]. El primero es el Corredor Centro (Headquarters & Technology), concentrado en la Comunidad de Madrid con 511 centros operativos, enfocado en ingeniería de software crítico, ciberdefensa e inteligencia artificial soberana. El segundo es el Corredor Sur (Aerospace and Naval), con 266 centros dedicados a aeroestructuras y montajes complejos. El tercero es el Corredor Norte Industrial, especializado en metalurgia de precisión, propulsión y manufactura pesada acorazada. Por último, el Corredor de La Plata actúa como eje logístico occidental, orientando su red de pequeñas y medianas empresas hacia la movilidad terrestre y los blindajes.

Para Indra, esta especialización geográfica y la cercanía a la cadena de suministro local permiten optimizar su modelo operativo: reduce los días de inventario en balance y acelera el ciclo de conversión de caja, además de evitar duplicar grandes inversiones en infraestructuras pesadas. Por último, delegar las fases más cíclicas en la red de PYMEs asociadas permite variabilizar costes y mitigar el riesgo de apalancamiento operativo adverso.

## **2. Perfil Corporativo y Estrategia de Ejecución de Indra**

Fundada en 1993 mediante la integración de activos públicos y privados, Indra Sistemas S.A. es el principal contratista de defensa y electrónica de España [8]. La

empresa divide su actividad en cuatro áreas: Defensa, Gestión de Tráfico Aéreo (ATM), Movilidad y Minsait (filial de consultoría tecnológica y digital) [9]. En 2024, el grupo presentó el plan estratégico *Leading the Future* [10]. Este plan transforma su modelo de negocio: pasa de centrarse en la integración de proyectos de software a priorizar la producción industrial en serie, la fabricación de stock para el mercado internacional y el control del hardware complejo [10, 9].

Esta estrategia se consolidó en 2025 cuando Ángel Escribano, dueño de EM&E y segundo mayor accionista, asumió la presidencia ejecutiva [11]. A partir de ese momento, Indra aceleró su crecimiento industrial mediante varias adquisiciones (M&A). Entre las operaciones más importantes destacan la toma de control del consorcio de blindados terrestres TESS Defence (ampliando su participación al 51,01%) y la compra de Hispasat por 725 millones de euros (6,9x EV/EBITDA) para crear su división de Espacio [13]. También adquirió el 100% de empresas tecnológicas como Aertec Defence [14] y Aerial Systems, compró licencias de radio definida por software (SDR) a la finlandesa Bittium y se hizo con el 37% de Sparc Foundry para asegurar el suministro de semiconductores [15].

Este crecimiento, sumado al aumento del gasto en defensa en España, impulsó las acciones de la compañía, que pasaron de 17,62 € a principios de año hasta 49,60 € al cierre del ejercicio [8, 21]. Sin embargo, el gobierno corporativo de la empresa sufrió tensiones a principios de 2026. El intento de absorber Escribano Mechanical & Engineering (EM&E) fracasó por posibles conflictos de interés y el veto de la SEPI, que quería evitar que los socios privados superaran la participación del Estado [16, 17]. Este bloqueo provocó la salida de Ángel Escribano de la presidencia en abril de 2026 [11]. Tras esto, el equipo gestor se reestructuró con los nombramientos de Ángel Simón como presidente no ejecutivo y Josep Maria Recasens como consejero delegado [18, 10].

La transición directiva añade riesgos de ejecución en plena fase de aceleración industrial (*ramp-up*) [10]. Además, coincide con un entorno sectorial complicado en el que hay fuerte competencia para contratar ingenieros especializados, cuellos de botella en el suministro de semiconductores y la necesidad de adaptarse a las curvas de aprendizaje de la fabricación pesada acorazada [8, 6].

Para mitigar estos riesgos de rampa industrial, el grupo ejecuta una transformación estructural de su capacidad física y operativa. Proyecta multiplicar por cuatro su superficie fabril total, hasta superar los 140.000 m<sup>2</sup> en el ejercicio 2027, respaldado por un plan de inversión CapEx acumulado superior a los 400 millones de euros [9]. Este crecimiento se descentraliza mediante nodos de producción especializados: la planta de Asturias-Gijón se enfoca en la integración de plataformas blindadas, las bahías operativas de Córdoba centralizan la tecnología de barrido

electrónico activo (AESA) para radares y sistemas anti-dron, León asume la fabricación de vehículos aéreos no tripulados (UAV) y la sede de Kansas atiende la renovación de contratos de navegación aérea internacional [23].

A nivel de procesos, Indra ha replicado el modelo de gobernanza por niveles (*tiering*) habitual en la industria de automoción, unificando su red global de compras en menos de 450 proveedores estratégicos de Nivel 1 [5]. Esta estandarización concentra el 90 % del presupuesto de aprovisionamiento y ha permitido reducir un 50 % el tiempo de ciclo (*lead time*) de fabricación de los componentes prioritarios [10].

### 3. Importancia y Metodología de Estimación de los PEM

Para corregir el déficit acumulado frente a las exigencias de la OTAN y garantizar la sostenibilidad del gasto público, el Gobierno de España aprobó el Plan Industrial y Tecnológico de Seguridad y Defensa (PITSD) [7], instrumentado mediante 31 Programas Especiales de Modernización (PEM): planes plurianuales de adquisición que aseguran una carga de trabajo continua en la industria nacional. Indra lidera de forma directa o consorciada 17 de estos programas y participa como subcontratista en otros 10, consolidando los PEM como el principal motor de crecimiento de sus ingresos y márgenes [8].

Estos programas otorgan alta visibilidad a las proyecciones financieras de la compañía, cuya cartera de pedidos en Defensa aumentó desde los 2.972 millones de euros en 2024 hasta superar los 11.337 millones al cierre de 2025 [8]. El ciclo de tesorería institucional se estructura en tres etapas: el Ministerio de Industria aporta prefinanciación a tipo cero para el desarrollo inicial en I+D+i, el Ministerio de Defensa liquida las facturas tras la entrega física de los sistemas, y la compañía reembolsa los préstamos a Industria con los cobros recibidos de Defensa.

Se hace una estimación de ingresos *bottom-up*, analizando individualmente cada programa para determinar qué porcentaje del presupuesto bruto se traduce en beneficio real para Indra, en función de su rol como contratista principal, socio en UTE o subcontratista, y de su experiencia previa en la tecnología [19]. Esta distinción es relevante porque el porcentaje de retención varía mucho entre programas: en proyectos donde Indra es proveedor de tecnología propia (como el radar PAZ II o el NGWS) retiene prácticamente el 100 % del contrato, mientras que en otros donde subcontrata partes importantes retiene porcentajes mucho más reducidos. Se determina que Indra retendrá un importe neto de 7.663,31 millones de euros

sobre el conjunto de la cartera adjudicada en 2025 [19]. El desglose por PEM se muestra en el anexo.

El modelo distribuye estos flujos en el tiempo replicando una curva en S de maduración industrial: un arranque moderado en la fase de diseño e ingeniería en 2026-2027 (18 % de los flujos), un pico de facturación en la producción y entrega en serie entre 2028-2031 (54 % de los pagos), y una desaceleración según los programas van terminando [19].

### **3.1. Necesidad y Dimensionamiento de Nuevos PEM (2026-2029)**

No basta con los ingresos de los PEM de 2025: para cumplir de forma sostenible el objetivo del gasto en defensa hay que emitir nuevos programas en los próximos años, hasta que la base de programas recurrentes sea suficiente para estabilizar la emisión.

Se estima primero el tamaño del mercado de defensa proyectando el PIB y el porcentaje de gasto militar, que se asume crece a un CAGR del 2 % hasta el 2,3 % del PIB en 2029. Para hallar el déficit a cubrir, se proyecta cada partida del presupuesto:

- Personal activo, pensiones militares, funcionamiento y POC: crecen un 3,9 % anual, el ritmo del presupuesto total de defensa.
- Guardia Civil y otros, y partidas extraordinarias: suben en 2025-2026 por el impulso inicial del PITSD y la ayuda a Ucrania, y vuelven a su línea base desde 2027.
- Prefinanciación y devolución de financiación: solo se cuentan los programas aprobados desde 2025 (los antiguos ya no reciben financiación nueva ni generan devoluciones nuevas); la devolución equivale al 53 % de lo cobrado por entregas ese año.
- Pagos PEM (57 programas, 2025 y anteriores): se agrupan por tipo de contrato, cada uno con su propio ritmo de pago a 4 años, ajustado según el año de primera entrega. Los contratos de vehículos se calculan aparte por unidades entregadas  $\times$  precio unitario. Esto se recoge en el anexo.

Las estimaciones se muestran en las tablas 1 y 2.

Tabla 1: Proyección del Gasto de Defensa (2024-2029)

<b>Concepto</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>
Personal activo	8.700	10.000	10.394	10.803	11.228	11.670
Pensiones militares	4.300	4.500	4.677	4.861	5.053	5.252
Funcionamiento	3.500	5.500	5.717	5.942	6.176	6.419
Pagos pem	<b>3.000</b>	<b>5.000</b>	<b>6.804</b>	<b>8.336</b>	<b>10.506</b>	<b>10.868</b>
poc	1.500	2.300	2.391	2.485	2.583	2.684
Prefinanciación pem	<b>1.200</b>	<b>4.500</b>	<b>2.319</b>	<b>2.334</b>	<b>2.261</b>	<b>1.949</b>
Guardia Civil y otros	260	900	900	500	500	500
Partidas extraordinarias	600	1.500	1.500	600	600	600
Devolución de financiación	–	–	–	-1.164	-1.863	-2.262
<b>TOTAL</b>	<b>23.060</b>	<b>34.200</b>	<b>34.701</b>	<b>34.697</b>	<b>37.043</b>	<b>37.681</b>

Tabla 2: Comparativa de totales y necesidades presupuestarias

<b>Concepto</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>
<b>TOTAL</b>	<b>23.060</b>	<b>34.200</b>	<b>34.701</b>	<b>34.697</b>	<b>37.043</b>	<b>37.681</b>
TOTAL CRITERIO OTAN	23.060	34.200	37.157	38.809	40.259	41.721
Hay que presupuestar extra	0	0	2.455	4.113	3.215	4.040

Una vez obtenido el déficit, se estiman año a año los nuevos programas a lanzar, de forma iterativa, ya que cada programa afecta también a los presupuestos siguientes. El primer año, el único gasto de un programa nuevo es la prefinanciación, que debe cuadrar con el déficit de ese año; a partir del porcentaje que esta representa sobre el contrato total (según la proporción de los PEM de 2025: financiación total = 53 % del contrato, primer año = 16 % de esa financiación), se despeja el tamaño total del programa necesario. El resto de la financiación, los pagos por entregas y las devoluciones (53 % de esos pagos) se proyectan siguiendo la misma curva temporal de los PEM de 2025.

### 3.2. Traslado del Impacto a Indra

Se proyecta que Indra absorberá un 30 % de la prefinanciación e ingresará un 30 % del valor de los contratos por la expansión de sus capacidades industriales [8], frente al 25 % de 2025. Los flujos resultantes (2025 y posteriores) se detallan en la tabla 3.

Tabla 3: Proyección de flujos: Financiación, Ingresos y Devolución (2025-2029)

	2025	2026	2027	2028	2029
Financiación	2186.5	1001.5	969.5	816.5	775.5
Ingresos	0	546	874	1061	1074
Devolución	0	-289.38	-463.22	-562.33	-569.22

## 4. Modelización Financiera y Resultados de la Valoración

### 4.1. Proyección de Estados Financieros

La cuenta de pérdidas y ganancias, el balance consolidado de situación y el estado de flujos de caja se modelaron bajo un escenario estrictamente orgánico. De este modo, se aísla de manera precisa el valor intrínseco actual del grupo y se excluye de forma prudente el impacto de futuras transacciones inorgánicas de M&A [8]. Los ingresos y los márgenes en el beneficio operativo se estimaron segmentando cada línea de negocio, analizando de manera separada la división de defensa (subdividida en el Eurofighter, los PEM, TESS Defence, espacio y el resto de defensa base), Minsait (dividido entre la vertical avanzada de inteligencia artificial IndraMind y el negocio de consultoría tradicional de volumen), control de tráfico aéreo (ATM) y movilidad.

Los márgenes EBIT de la defensa base se expanden de forma continua desde el 16,5% obtenido en 2025 hasta alcanzar un techo de eficiencia del 18,5% en 2029 debido a la captura de economías de escala y la unificación de familias tecnológicas. Por el contrario, la filial TESS Defence se modela de forma conservadora con un margen del 0,0% durante el bienio 2026-2027, con el fin de absorber las ineficiencias operativas de arranque físico antes de entrar en rentabilidad positiva en 2028 (5,0%) y estabilizarse en su nivel de crucero del 8,0% en el ejercicio 2029 [8].

Tabla 4: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Proyectada

Partida Financiera (M€)	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	CAGR
Ingresos Totales (Revenues)	5.456,7	7.116,2	8.575,1	10.112,9	11.335,4	20,1%
EBITDA Consolidado	636,4	884,7	931,6	1.225,8	1.484,9	23,6%
EBIT Consolidado	517,3	683,3	710,1	976,8	1.200,8	23,4%
<b>EBT (Beneficio Antes de Impuestos)</b>	<b>586,3</b>	<b>641,7</b>	<b>746,7</b>	<b>1.070,1</b>	<b>1.330,9</b>	<b>22,7%</b>
<b>NI (Beneficio Neto Atribuible)</b>	<b>435,8</b>	<b>464,3</b>	<b>540,7</b>	<b>775,2</b>	<b>963,0</b>	<b>22,0%</b>

Se calcula que Indra alcanzará su objetivo estratégico de facturación de 10.000 millones de euros en el ejercicio 2028, lográndolo un año antes de lo previsto por

su propia guía interna corporativa [10]. Este hito vendrá impulsado por la rampa de ingresos acelerada de los PEM y por un avance exponencial del 25% anual en la vertical de inteligencia artificial soberana *IndraMind*. Con estas hipótesis de ingresos y márgenes por división se construyen el balance consolidado y el estado de flujos de tesorería del modelo, sobre los que se apoya posteriormente el cálculo del flujo de caja libre. Se usan las categorías de los informes anuales de Indra, editando solo las partes relevantes para este ejercicio.

Tabla 5: Balance Consolidado Proyectado (Resumen)

Partida (M€)	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Activo No Corriente	4.655	4.783	4.979	5.267	5.549
Activo Corriente	4.360	6.595	8.974	10.427	11.848
Activos Mantenedos para la Venta	121	121	121	121	121
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>9.135</b>	<b>11.499</b>	<b>14.074</b>	<b>15.815</b>	<b>17.517</b>
Patrimonio Neto (Equity)	1.734	2.145	2.578	3.198	3.969
Intereses Minoritarios	259	260	261	264	268
Pasivo No Corriente	3.518	4.761	6.279	6.740	7.145
Pasivo Corriente	3.574	4.283	4.906	5.563	6.085
Pasivos Mantenedos para la Venta	50	50	50	50	50
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO NETO</b>	<b>9.135</b>	<b>11.499</b>	<b>14.074</b>	<b>15.815</b>	<b>17.517</b>

## 4.2. Valoración por Descuento de Flujos de Caja (DCF)

A partir del balance y el estado de flujos de tesorería proyectados, se estima el flujo de caja libre futuro ( $FCF$ ), calculado como:

$$FCF_t = NOPAT_t + D\&A_t - CapEx_t - \Delta WC_t \quad (1)$$

Para descontar los flujos de caja operativos a valor presente, se estimó un coste medio ponderado del capital ( $WACC$ ) del 7,6%, usando:

$$WACC = Ke * \frac{E}{E + D} + Kd * \frac{D}{E + D} * (1 - T) \quad (2)$$

$$Ke = rf + \beta * ERP \quad (3)$$

Se aplica una tasa libre de riesgo ( $rf$ ) del 2,9% (indexada al rendimiento del bono alemán a 10 años), una prima de riesgo del mercado de acciones ( $ERP$ ) fijada en el 5,7% para España y una beta ( $\beta$ ) de 0,87 [21, 22]. La beta se calculó con la covarianza de los retornos mensuales de la acción de Indra frente al IBEX35

Tabla 6: Estado de Flujos de Caja Consolidado Proyectado

Concepto (M€)	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
CF from operations	587	882	928	1.221	1.482
$\Delta$ WC	63	-63,3	-151,8	-160,0	-127,2
Interests	-25	-38,4	39,9	97,4	131,6
Tax	-133	-173	-202	-289	-360
<b>Net CF from operations</b>	<b>491</b>	<b>607</b>	<b>614</b>	<b>869</b>	<b>1.127</b>
Capex	-138	-330,2	-416,9	-484,7	-565,8
Other investments	41	0	0	0	0
Financiación PEM (pago industria)	-	1.862	2.028	1.278	1.523
Financiación PEM (devolución industria)	-	-289	-463	-785	-1.085
Acquisition of financial assets	-808	0	0	0	0
Divestments	-	0	0	0	0
<b>Net CF from investments</b>	<b>-905</b>	<b>1.243</b>	<b>1.147</b>	<b>8</b>	<b>-128</b>
Proceeds from loans and borrowings	1.074	0	0	0	0
Payments for loans and borrowings	-156	-300	-16	-2	-3
Other	-33	-33	-33	-33	-33
Dividends	-44	-53,0	-108,2	-155,2	-193,2
<b>Net CF from financing activities</b>	<b>810</b>	<b>-386,0</b>	<b>-157,2</b>	<b>-192,6</b>	<b>-228,7</b>
<b>Net Cash Generation</b>	<b>396</b>	<b>1.463,3</b>	<b>1.604,5</b>	<b>686,8</b>	<b>770,9</b>

durante los últimos cinco años, de acuerdo con la relación:

$$\beta = \frac{\sigma_{\text{Indra, IBEX35}}}{\sigma_{\text{IBEX35}}^2} = \frac{0,00162}{0,00187} = 0,87 \quad (4)$$

Con esto se obtienen los flujos de la tabla 7:

Tabla 7: Cálculo y Proyección del Flujo de Caja Libre (M€).

VALUATION 2.0 (M€)	2026	2027	2028	2029
EBIT	683	710	977	1.201
+ NOPAT	499	518	713	877
+ D&A	201	221	247	284
- Capex	-330	-417	-485	-566
- WC	-63	-152	-160	-127
<b>FCF</b>	<b>433</b>	<b>474</b>	<b>635</b>	<b>722</b>
<b>FCF descontado</b>	<b>402,7</b>	<b>409,5</b>	<b>509,8</b>	<b>577,8</b>

Se calcula también el valor terminal de la empresa al final del periodo proyectado, siguiendo la ecuación:

$$TV_{2029} = \frac{FCF_{2029e} \times (1 + g)}{WACC - g} = 13,121,5 \text{ M€} \quad (5)$$

donde  $g$  representa el crecimiento perpetuo de la empresa y queda fijado en un 2 %.

Sumando estos valores se obtiene el EV (Enterprise Value), que suma 11.604,5M€. Para pasar a la capitalización bursátil (Equity Value), se resta la deuda y los intereses minoritarios del último año (2025), y se añade la caja disponible.

$$\text{Capitalización Bursátil} = 11,604,5 - 607 - 267 = \mathbf{10.998,1 \text{ M€}} \quad (6)$$

Dividiendo este valor entre las acciones disponibles (177 millones), el modelo base de descuento de flujos de caja determina un valor de **62,25 € por acción** [21].

### 4.3. Valoración por Múltiplos (SOTP)

Como contraste, la valoración por múltiplos comparables mediante la técnica de suma de las partes (*Sum-of-the-Parts*, SOTP) sitúa el precio objetivo de equilibrio en **63,66 € por acción**, registrando una variación de tan solo el 2,25 % respecto al modelo intrínseco del DCF [21]. Los resultados de ambas metodologías muestran, por tanto, una consistencia y robustez analítica cruzada de gran relevancia.

Para este análisis segmentado se emplearon múltiplos específicos sobre el EBIT de 2026e de cada línea de negocio: 23x EBIT en la división de Defensa (capturando la prima de crecimiento del sector), 14x en la división de ATM, 8x en Mobility y 10x en la filial de servicios tecnológicos Minsait (aplicando un descuento del 25 % por la presión competitiva civil del mercado de consultoría tradicional) [21, 23]. El panel internacional de empresas comparables incluye a Thales, Airbus D&S, Dassault y Leonardo para las divisiones de Defensa y ATM, y a Capgemini y Sopra Steria para la valoración de Minsait.

### 4.4. Simulación de Monte Carlo y Análisis de Riesgo

Para incorporar la incertidumbre asociada a las variables críticas, se implementó una simulación estocástica de Monte Carlo de 10.000 iteraciones sobre distribuciones normales aplicadas al  $WACC$ , al crecimiento perpetuo ( $g$ ) y al margen operativo de defensa [21, 16]. La simulación calcula un precio medio esperado de **62,83 € por acción** (con una mediana de **62,35 €**).

Además, la simulación permite acotar el riesgo de cola (*tail risk*): en el percentil 1 %, el precio cae hasta 49,18 € por acción, un *maximum drawdown* del -25,99 % respecto al máximo de cotización del ejercicio [21]:

$$MDD_{1\%} = \frac{P_{1\%} - P_{\text{máx}}}{P_{\text{máx}}} = \frac{49,18 - 66,45}{66,45} = -25,99\% \quad (7)$$

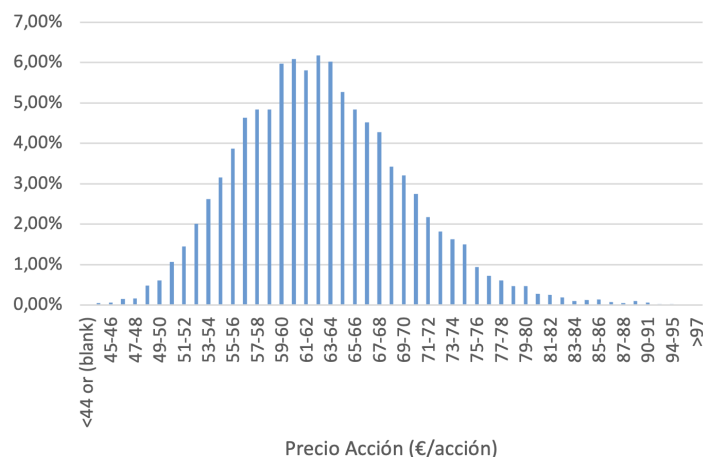


Figura 1: Resultados Estadísticos de la Simulación de Monte Carlo (10.000 Iteraciones)

El 50 % de los escenarios más probables sitúa el precio entre 57,96 € y 67,11 €. Comparado con el precio actual, esto implica que Indra cotiza con un descuento de en torno al 18 %. Esta diferencia puede explicarse por la incertidumbre generada por la reciente reestructuración del gobierno corporativo del grupo, más que por sus fundamentales industriales, que se mantienen sólidos gracias a su posición contractual en el sector de defensa europeo [16, 9].

## 5. Conclusión

El análisis de valoración financiera de Indra muestra consistencia entre metodologías: el precio objetivo se sitúa entre los 62,25 € (DCF) y los 63,66 € (múltiplos), y la simulación de Monte Carlo confirma este rango con un valor medio de 62,83 € y un percentil 1 % de 49,18 € en escenarios de estrés severo. Este valor fundamental contrasta con la cotización actual de 51,50 €, lo que refleja un descuento del 17-18 %. Este descuento parece estar más relacionado con la incertidumbre generada por la cancelación de la compra de EM&E y la posterior reestructuración directiva que con los fundamentales del negocio, que se mantienen alineados con el consenso de Bloomberg y con el plan Leading the Future. Con una adjudicación de 7.663,31 M€ mediante los Programas Especiales de Modernización (PEM), la compañía asegura ingresos plurianuales estables, avanza hacia la soberanía tecnológica frente a la normativa estadounidense ITAR y consolida su rol como contratista principal (Tier 1) a nivel europeo.

De cara a investigaciones futuras, se identifica la necesidad de ampliar el modelo integrando el impacto del crecimiento inorgánico mediante la simulación de su pipeline de fusiones y adquisiciones (M&A) de PYMEs de nicho. Asimismo, se recomienda un seguimiento detallado de las curvas de aprendizaje y producción en serie dentro de TESS Defence para ajustar los márgenes reales. Por último, se recomienda desarrollar un módulo específico para la vertical de Inteligencia Artificial Soberana (IndraMind). Su potencial en ciberdefensa y entornos tácticos militares apunta a un crecimiento no lineal, por lo que un desglose aislado permitiría modelarlo con más precisión frente a los fondos de innovación del Fondo Europeo de Defensa (EDF).

## A. Desglose e hitos de pago de los programas de defensa vigentes

Tabla 8: Perfil de pagos por subtipo de programa (2026–2029).

SUBTIPO	% 4A	2026	2027	2028	2029	Perfil pago	Ejemplos	Nº
FMS	89%	21%	22%	26%	20%	Pago anticipado + entregas escalonadas 2-4 años	PATRIOT, Chinook...	5
SERIE_AHORA	79%	25%	23%	19%	12%	Producción en serie ya iniciada	Cuentas Anuales MDE 2023-2025	10
SERIE_MEDIA	67%	12%	14%	21%	20%	Ramp-up 2026-2027, pleno 2028-2029	Patrón ramp-up producción naval/aéreo.	18
SERIE_LARGA	50%	9%	9%	16%	16%	> 8 años: arranque 2026-2029. Resto > 2030.	Analogía programas navales y aéreos larga duración...	4
LD	90%	23%	24%	24%	19%	Pagos sin concentración en entrega física	Contratos DGAM tipo PITSD-I+D.	9
SOST	24%	6%	6%	6%	6%	Anualidades cuasi-planas durante vida	Histórico 122-B concepto “mantenimiento”	3
PLURIDEC	20%	5%	5%	5%	5%	Pluridecadal (> 15 años) Anualidad fija.	Compromisos contractuales EF-2000	2

Tabla 9: Desglose Plurianual Completo de los Programas de Modernización y Obtención (2026-2029)

Nº PROGRAMA	HITO PRINCIPAL 2026-2029	TOTAL (M€)	TIPO	1ª ENT.	2026	2027	2028	2029
1 Modernización PIZARRO	Mod. ~120 Pizarros. 2027	264,00	SERIE.MEDIA	2027	39,53	42,39	46,24	51,38
2 Vehículo Apoyo Cadenas (VAC)	Sustitución M113 2027-2031	1.970,00	SERIE.MEDIA	2027	–	100,51	251,28	351,79
3 COAAAS - Centro Op. Artillería	2027, entregas 2028-2031	2.051,00	SERIE.MEDIA	2028	88,14	172,28	258,43	246,12
4 RALOFI - fuego indirecto	I+D AESA SDR 2025-2028	30,00	I+D	2027	2,42	4,32	4,32	3,42
5 ATP-C - Obús autopropulsado cadenas	~140 obuses. Entregas 2028-2033	4.554,00	SERIE.LARGA	2028	–	–	265,54	531,08
6 ATP-R - Obús autopropulsado ruedas	~100 obuses. Entregas 2028-2032	2.896,00	SERIE.LARGA	2028	–	–	300,10	600,21
7 VLP-R - Vehículo Lanzapuentes ruedas	Franqueamiento para 8x8. Entregas 2028	388,00	SERIE.MEDIA	2028	18,30	32,69	48,59	46,58
8 HELIPO - Helicóptero ligero ET	~40 helicópteros. Entregas 2028-2031	2.300,00	SERIE.MEDIA	2028	–	–	388,00	552,00
9 VERT - Vehículo Exploración F2	ISR brigadas. Entregas 2027-2028	322,00	SERIE.AHORA	2027	52,33	74,06	61,18	38,84
10 VCR 8x8	En producción. Entregas 2025-2029	2.612,60	SERIE.AHORA	2025	540,54	785,78	996,49	1.126,12
11 Modernización PATRIOT	4 baterías + 50 misiles PAC-3 MSE. 2027-29	2.836,00	FMS	2027	500,00	600,00	800,00	800,00
12 Modernización NASAMS	Upgrade baterías ET + 1 batería EA. 2027-29	673,50	FMS	2027	91,93	148,17	175,11	134,70
13 SILAM - Lanzacohetes Alta Movilidad	Contrato industria europea 2029. Entregas 2029+	714,60	SERIE.MEDIA	2029	21,44	35,02	52,52	50,02
14 Helicóptero TIGRE Mk III	23 Tigres modernizados. Bilateral FRA-ESP. 2027-30	1.392,80	SERIE.MEDIA	2027	109,64	184,99	292,49	278,56
15 Renovación Chinook CH-47F	Modernización a versión F. Entregas 2026-2028	819,20	FMS	2026	231,08	234,08	234,08	117,03
16 VACIM - Vehículo Anfibio IM	~30 veh. anfibios. Entregas 2026-2029	374,00	SERIE.MEDIA	2025	55,00	55,00	55,00	55,00
17 Fragata F-110	5 fragatas. Botadura F-110/1. 2026. 1ª entr. 2027	4.896,20	SERIE.AHORA	2027	300,00	300,00	450,00	450,00
18 MMV F-100 - Fragatas Álvaro de Bazán	5 fragatas modernizadas, 1 año 2027-2031	3.200,00	SERIE.MEDIA	2027	450,00	450,00	650,00	650,00
19 Submarino S-80	S-82 2026, S-83 2027, S-84 2029	4.339,30	SERIE.AHORA	2026	280,00	260,00	280,00	280,00
20 BAM-IS - Buque Intervención Subacuática	Entrega 2026. Garantías y cierre 2027	221,70	SERIE.AHORA	2026	55,43	50,99	42,12	26,60

Continúa en la siguiente página...

Tabla 9 – Continuación de la página anterior

Nº PROGRAMA	HITO PRINCIPAL 2026-2029	TOTAL (M€)	TIPO	1ª ENT.	2026	2027	2028	2029
21 BAM 7 y 8 - 2ª Extensión	2 buques. 2028-2029	723,70	SERIE.MEDIA	2028	30,40	80,79	91,19	86,64
22 BAC II - Buque Aprovisionamiento	Diseño 2026, construcción 2027-2029	703,00	SERIE.MEDIA	2029	21,09	34,45	51,67	49,21
23 BAM AGI - Buque Inteligencia	Entrega 2029 - Buque Inteligencia	605,00	SERIE.MEDIA	2029	18,15	29,65	44,47	42,35
24 MH-60R - Helicóptero Armada	Sustitución SH-60B. FMS. Entregas 2025-2028	909,50	FMS	2027	341,08	454,75	-	-
25 MMV Buques Clase Galicia (LPD)	2 buques anfibios. MLU 2027-2028	600,00	SERIE.MEDIA	2025	25,20	50,40	75,60	72,00
26 BHO - Buque Hidrográfico Oceánico	Construcción 2027-2029. Entrega 2029	350,00	SERIE.MEDIA	2025	10,50	17,15	25,73	24,50
27 MMV Cazaminas Clase Segura	Modernización 4 cazaminas 2024-2026	135,30	SERIE.MEDIA	2024	33,83	31,12	25,71	16,24
28 SILAEM - Sist. Lanzador Embarcado	Antimisil embarcado. I+D 2026-2028	51,00	PLURIDLC	2025	0,89	1,53	1,53	1,53
29 EF-2000 Eurofighter	Tranche 4 + upgrades. Sosteenimiento permanente	22.179,50	FMS	2025	500,00	600,00	800,00	800,00
30 NGWS - Sist. Armas Nueva Generación	I+D y demostradores 2026-2029	540,00	I+D	2025	81,00	81,00	95,00	95,00
31 FCAS - Sist. Aéreo Combate Futuro	Estudios y demos combate colaborativo 2026-2029	160,00	PLURIDLC	2025	2,00	2,80	2,80	2,80
32 A-400M	Flota completa 27 A400M. Sosteenimiento / ASTRALA	6.578,90	FMS	2025	450,00	450,00	450,00	450,00
33 EUROMALE - RPAS Estratégico	Fase desarrollo. Prototipo 2028. Entregas ¿2030	1.739,30	I+D	2025	100,01	146,10	146,10	115,88
34 SIRTAP - RPAS Táctico Nacional	Primer vuelo prototipo 2026. Entregas 2029+	598,00	I+D	2025	34,39	50,23	50,23	39,77
35 SANTAM - UAS Clase I/II	~200 UAS. 2027-2028	400,00	FMS	2025	54,60	68,00	104,00	80,00
36 MRTT - A330 Reabastecimiento Vuelo	2 MRTT. 1ª entrega 2026, 2ª 2027	758,90	SERIE.LARGA	2025	68,30	68,30	121,42	121,42
37 ITS-C - Entrenamiento Caza	~36 Hürjet. 2028-2031	2.600,00	SERIE.AHORA	2025	-	-	445,25	890,55
38 ITS-T - Entrenamiento Transporte (C295)	~12 C295. Entregas 2027-2029	1.300,00	SERIE.AHORA	2025	325,00	541,67	433,33	-
39 MPA/VIGMA - Patrulla Marítima (C295)	~10 aviones. Entregas 2028-2029	1.730,00	SERIE.LARGA	2025	216,25	432,50	432,50	432,50
40 NH-90 - Helicóptero Multipropósito FAS	~36 hcptrs (ET+EA+ARM). Entregas 2029-2032	2.500,00	I+D	2025	328,95	328,95	328,95	197,37

Continúa en la siguiente página...

Tabla 9 – Continuación de la página anterior

Nº PROGRAMA	HITO PRINCIPAL 2026-2029	TOTAL (M€)	TIPO	1ª ENT.	2026	2027	2028	2029
41 PAZ II - Satélites SAR Radar	2 satélites SAR. Fabricación 2025-2029. Lanzamiento	1.089,80	SERIE_AHORA	2025	82,00	218,00	218,00	218,00
42 SPAINSAT NG - Satélites Comunicaciones	Constelación 2 satélites Sat-Com. N2 operativo 2026	1.397,60	I+D	2025	321,45	335,42	335,42	285,54
43 SIGEDES - Guerra Electrónica EW	GEL (ET) + GEMA (Armada). Entregas 2028-2029	373,00	I+D	2025	30,03	53,71	53,71	42,52
44 SCAPA - Plataforma SIGINT Aérea	SIGINT aéreo tripulado. Conceptual 2026, contrato 2027	436,60	I+D	2025	25,10	36,67	36,67	29,03
45 MC3+ZEUS - Mando Control Comunic.	Modernización C2 ET e IM. Entregas 2027-2028	950,00	SOST	2025	19,95	34,20	34,20	34,20
46 SCRT/Radio SDR - Radio Táctica Conjunta	~10.000 radios. Entregas masivas 2027-2029	1.921,00	SERIE_AHORA	2025	168,09	285,10	218,99	138,31
47 CCMM - Cripto Multipropósito FAS	Cifrado nacional aéreo. Colaboración CCN. 2026-2029	167,00	SOST	2025	3,51	6,01	6,01	6,01
48 SCOMCE - Combate en el Ciberespacio	Sistema ciberdefensa activa FAS. Hito plataforma 2027	160,00	SOST	2025	8,24	9,60	9,60	9,60
49 Cyber Range - Entorno Clasificado	Campo maniobras cibernético clasificado. 2026-2028	74,00	SERIE_AHORA	2025	12,03	17,02	14,06	8,88
50 SIVIGAC - Vigilancia Acústica Marina	Detección submarina acústica. Entregas 2027-2028	24,40	I+D	2025	1,96	3,51	3,51	2,78
51 Misil CC SPIKE 2ª Fase (LR2)	Misiles SPIKE LR2. Sustitución TOW. Entregas 2025-27	287,40	SERIE_MEDIA	2025	34,49	40,24	60,35	57,48
52 VCIC PIZARRO / VCZAP CASTOR	VCZAP Castor sustituyendo TOA Zapadores. 2026-2027	867,90	SERIE_AHORA	2004	145,87	-	-	-
53 Sistema Combate Terrestre Superior (PAMOV)	I+D carro futuro. Estudio 2025-2027	45,00	FMS	2025	2,36	3,47	4,10	3,15
54 C-UAS - Sistema Contra Drones Zona Op.	Detección y neutralización UAS 2026-2027	37,00	SERIE_AHORA	2025	6,01	8,51	7,03	4,44
55 HACES - Helicóptero H175 Acción Estado	H175 para EA. Entregas 2027-2028	250,00	SERIE_MEDIA	2025	19,50	35,00	52,50	50,00
56 Helicóptero H-135 Fase II	Renovación flota ligera Defensa+Interior. Entregas 2026-27	250,00	SERIE_MEDIA	2025	30,00	35,00	52,50	50,00
57 BHC - Buque Hidrográfico Costero	Cartas náuticas. En construcción. Entregas 2026-2027	177,50	SERIE_MEDIA	2023	21,30	24,85	37,28	35,50
<b>- TOTAL ANUAL</b>	<b>Flujo neto de caja general</b>	<b>28.164,00</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>6.804,23</b>	<b>8.335,84</b>	<b>10.596,21</b>	<b>10.868,42</b>

## B. Cálculo Beta

Tabla 10: Histórico de datos IDR e IBEX

Fecha	Último IDR	Último IBEX	VAR IDR	VAR IBEX
01.03.2026	47,24	17.049,60	-24,7%	-7,1%
01.02.2026	62,75	18.360,80	14,9%	2,7%
01.01.2026	54,6	17.880,90	12,5%	3,3%
01.12.2025	48,54	17.307,80	5,5%	5,7%
01.11.2025	46	16.371,60	-4,1%	2,1%
01.10.2025	47,96	16.032,60	25,9%	3,6%
01.09.2025	38,1	15.475,00	10,5%	3,6%
01.08.2025	34,48	14.935,80	-5,1%	3,7%
01.07.2025	36,34	14.397,00	-1,4%	2,9%
01.06.2025	36,86	13.991,90	1,7%	-1,1%
01.05.2025	36,24	14.152,20	29,3%	6,5%
01.04.2025	28,02	13.287,80	4,9%	1,2%
01.03.2025	26,72	13.135,40	27,5%	-1,6%
01.02.2025	20,96	13.347,30	13,0%	7,9%
01.01.2025	18,55	12.368,90	8,6%	6,7%
01.12.2024	17,08	11.595,00	2,5%	-0,4%
01.11.2024	16,66	11.641,30	2,8%	-0,3%
01.10.2024	16,2	11.672,60	-1,8%	-1,7%
01.09.2024	16,49	11.877,30	-2,5%	4,2%
01.08.2024	16,92	11.401,90	-8,7%	3,0%
01.07.2024	18,54	11.065,00	-4,0%	1,1%
01.06.2024	19,31	11.043,70	-8,5%	-3,3%
01.05.2024	21,1	11.322,00	17,0%	4,3%
01.04.2024	18,03	10.854,40	-6,1%	-2,0%
01.03.2024	19,21	11.074,60	8,7%	10,7%
01.02.2024	17,67	10.001,30	7,3%	-0,8%
01.01.2024	16,47	10.077,70	17,6%	-0,2%
01.12.2023	14	10.102,10	-1,1%	0,4%
01.11.2023	14,15	10.058,20	6,8%	11,5%
01.10.2023	13,25	9.017,30	-3,3%	-4,4%
01.09.2023	13,7	9.428,00	5,0%	-0,8%
01.08.2023	13,05	9.505,90	-1,3%	-1,4%
01.07.2023	13,22	9.641,50	14,2%	0,5%
01.06.2023	11,58	9.593,00	1,0%	6,0%
01.05.2023	11,47	9.050,20	-4,4%	-2,1%
01.04.2023	12	9.241,00	-3,6%	0,1%
01.03.2023	12,45	9.232,50	4,3%	-1,7%
01.02.2023	11,94	9.394,60	6,6%	4,0%
01.01.2023	11,2	9.034,00	5,2%	9,8%
01.12.2022	10,65	8.229,10	8,7%	-1,6%
01.11.2022	9,795	8.363,20	8,2%	5,1%
01.10.2022	9,05	7.956,50	15,2%	8,0%
01.09.2022	7,855	7.366,80	0,2%	-6,6%

Tabla 10 – Continuación de la página anterior

Fecha	Último IDR	Último IBEX	VAR IDR	VAR IBEX
01.08.2022	7,84	7.886,10	-11,9%	-3,3%
01.07.2022	8,9	8.156,20	-2,5%	0,7%
01.06.2022	9,125	8.098,70	-10,0%	-8,5%
01.05.2022	10,14	8.851,50	3,8%	3,1%
01.04.2022	9,765	8.584,20	-3,3%	1,6%
01.03.2022	10,1	8.445,10	-1,8%	-0,4%
01.02.2022	10,28	8.479,20	14,3%	-1,6%
01.01.2022	8,99	8.612,80	-5,6%	-1,2%
01.12.2021	9,52	8.713,80	-7,4%	4,9%
01.11.2021	10,28	8.305,10	-1,6%	-8,3%
01.10.2021	10,45	9.057,70	12,6%	3,0%
01.09.2021	9,28	8.796,30	1,6%	-0,6%
01.08.2021	9,135	8.846,60	3,6%	2,0%
01.07.2021	8,82	8.675,70	14,6%	-1,6%
01.06.2021	7,695	8.821,20	9,8%	-3,6%
01.05.2021	7,01	9.148,90	-19,1%	3,8%
01.04.2021	8,665	8.815,00		

## C. Simulación Monte Carlo

Este apéndice contiene el código implementado en Visual Basic for Applications (VBA) dentro del entorno de Microsoft Excel para ejecutar la simulación Monte Carlo.

Listing 1: Macro de Simulación de Monte Carlo en VBA para Indra

```
1 Sub SimulacionMonteCarlo()  
2   Dim i As Long  
3   Dim NumSimulaciones As Long  
4   Dim FilaDestino As Long  
5   Dim WSModelo As Worksheet  
6   Dim WSHistorico As Worksheet  
7   Dim NombrePestana As String  
8  
9   Set WSModelo = ThisWorkbook.Sheets("Modelo - nuevo")  
10  NombrePestana = "MonteCarlo_" & Format(Now, "  
ddmmyy_hhmmss")  
11  Set WSHistorico = ThisWorkbook.Sheets.Add(After:=  
ThisWorkbook.Sheets(ThisWorkbook.Sheets.Count))  
12  WSHistorico.Name = NombrePestana  
13  
14  WSHistorico.Range("A1").Value = "Simulacion #"  
15  WSHistorico.Range("B1").Value = "WACC (AM465)"  
16  WSHistorico.Range("C1").Value = "g (AQ466)"  
17  WSHistorico.Range("D1").Value = "Margen EBIT Defensa (  
AM80)"  
18  WSHistorico.Range("E1").Value = "Precio Objetivo (AM2)"  
19  
20  NumSimulaciones = 10000  
21  FilaDestino = 2  
22  
23  Application.ScreenUpdating = False  
24  Application.Calculation = xlCalculationManual  
25  
26  Randomize  
27  Dim vAM465 As Double, vAQ466 As Double, vAM80 As Double  
28  For i = 1 To NumSimulaciones  
29      ' WACC ~ N(Media = 7.6%, DesvEst = 1.3%)  
30      vAM465 = Application.WorksheetFunction.Norm_Inv(Rnd,  
0.076, 0.013)  
31      ' g ~ N(Media = 2.0%, DesvEst = 0.5%)
```

```

32     vAQ466 = Application.WorksheetFunction.Norm_Inv(Rnd,
    0.02, 0.005)
33     ' Margen EBIT ~ N(Media = 17.0%, DesvEst = 1.0%)
34     vAM80 = Application.WorksheetFunction.Norm_Inv(Rnd,
    0.17, 0.01)
35
36     WSModelo.Range("AM465").Value = vAM465
37     WSModelo.Range("AQ466").Value = vAQ466
38     WSModelo.Range("AM80").Value = vAM80
39     WSModelo.Calculate
40
41     WSHistorico.Cells(FilaDestino, 1).Value = i
42     WSHistorico.Cells(FilaDestino, 2).Value = vAM465
43     WSHistorico.Cells(FilaDestino, 3).Value = vAQ466
44     WSHistorico.Cells(FilaDestino, 4).Value = vAM80
45     WSHistorico.Cells(FilaDestino, 5).Value = WSModelo.
Range("AM2").Value
46
47     FilaDestino = FilaDestino + 1
48     Next i
49
50     WSHistorico.Columns("B:D").NumberFormat = "0.00%" '
51     WSHistorico.Columns("E").NumberFormat = "0.00" '
52     WSHistorico.Columns("A:E").AutoFit '
53
54     Application.Calculation = xlCalculationAutomatic
55     Application.ScreenUpdating = True
56
57     MsgBox "Simulacion completada con 10.000 iteraciones
siguiendo una distribucion Normal", vbInformation, "Exito
"
58 End Sub

```

## D. Modelo Completo

Cuadro C.1: Escenarios de Gasto y Cobertura de Techos – Criterio OTAN

Bloque / Concepto	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>BLOQUE 2025</b>						
Personal activo	8,700	10,000	10,394	10,803	11,228	11,670
Pensiones militares	4,300	4,500	4,677	4,861	5,053	5,252
Funcionamiento	3,500	5,500	5,717	5,942	6,176	6,419
Pagos PEMS	3,000	5,000	6,804	8,336	10,506	10,868
POC	1,500	2,300	2,391	2,485	2,583	2,684
Prefinanciación PEMS	1,200	4,500	2,319	2,334	2,261	1,949
Guardia Civil y otros	260	900	900	500	500	500
Partidas extraordinarias	600	1,500	1,500	600	600	600
Devolucion de financiación				-1,164	-1,863	-2,262
Hay que presupuestar extra	0	0	2,455	4,113	3,215	4,040
<b>TOTAL CRITERIO OTAN (2025)</b>	<b>23,060</b>	<b>34,200</b>	<b>37,157</b>	<b>38,809</b>	<b>40,259</b>	<b>41,721</b>
<b>Desglose Técnico: PEMS 2026</b>						
PEMS 2026			15,367			
Financiación 2026			2,455	1,265	1,274	1,234
Pagos 2026				1,095	1,753	2,128
Repago 2026					-635	-1,017
<b>BLOQUE 2026</b>						
Personal activo	8,700	10,000	10,394	10,803	11,228	11,670
Pensiones militares	4,300	4,500	4,677	4,861	5,053	5,252
Funcionamiento	3,500	5,500	5,717	5,942	6,176	6,419
Pagos PEMS y aumento techo (2025 y ant.)	3,000	5,000	6,804	9,431	12,259	12,996

Continúa en el siguiente folio...

Cuadro C.1 – Continúa de la página anterior

<b>Bloque / Concepto</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>
POC	1,500	2,300	2,391	2,485	2,583	2,684
Prefinanciación (PEMS 2025)	1,200	4,500	4,774	3,599	3,535	3,183
Guardia Civil y otros ministerios	260	900	900	500	500	500
Partidas extraordinarias	600	1,500	1,500	600	600	600
Devolucion de financiación	0	0	0	-1,164	-2,498	-3,278
Hay que presupuestar extra	0	0	0	1,753	824	1,695
<b>TOTAL CRITERIO OTAN (2026)</b>	<b>23,060</b>	<b>34,200</b>	<b>37,157</b>	<b>38,809</b>	<b>40,259</b>	<b>41,721</b>

**Desglose Técnico: PEMS 2027**

PEMS 2027				10,968		
Financiación 2027				1,753	43	909
Pagos 2027					781	1,251
Repago 2027						-453

**BLOQUE 2027**

Personal activo	8,700	10,000	10,394	10,803	11,228	11,670
Pensiones militares	4,300	4,500	4,677	4,861	5,053	5,252
Funcionamiento	3,500	5,500	5,717	5,942	6,176	6,419
Pagos PEMS y aumento techo (2025 y ant.)	3,000	5,000	6,804	9,431	13,040	14,247
POC	1,500	2,300	2,391	2,485	2,583	2,684
Prefinanciación (PEMS 2025)	1,200	4,500	4,774	5,352	3,577	4,092
Guardia Civil y otros ministerios	260	900	900	500	500	500
Partidas extraordinarias	600	1,500	1,500	600	600	600
Devolucion de financiación	0	0	0	-1,164	-2,498	-3,731
Hay que presupuestar extra	0	0	0	0	0	-12
<b>TOTAL CRITERIO OTAN (2027)</b>	<b>23,060</b>	<b>34,200</b>	<b>37,157</b>	<b>38,809</b>	<b>40,259</b>	<b>41,721</b>

**Desglose Técnico: PEMS 2029**

PEMS 2029						-73
Financiación 2029						12
Pagos 2029						
Repago 2029						

**BLOQUE 2029**

Personal activo	8,700	10,000	10,394	10,803	11,228	11,670
Pensiones militares	4,300	4,500	4,677	4,861	5,053	5,252
Funcionamiento	3,500	5,500	5,717	5,942	6,176	6,419
Pagos PEMS y aumento techo (2025 y ant.)	3,000	5,000	6,804	9,431	13,040	14,247
POC	1,500	2,300	2,391	2,485	2,583	2,684
Prefinanciación (PEMS 2025)	1,200	4,500	4,774	5,352	3,577	4,080

Continúa en el siguiente folio...

Cuadro C.1 – Continúa de la página anterior

<b>Bloque / Concepto</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>
Guardia Civil y otros ministerios	260	900	900	500	500	500
Partidas extraordinarias	600	1,500	1,500	600	600	600
Devolucion de financiación	0	0	0	-1,164	-2,498	-3,731
Hay que presupuestar extra	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL CRITERIO OTAN (2029)</b>	<b>23,060</b>	<b>34,200</b>	<b>37,157</b>	<b>38,809</b>	<b>40,259</b>	<b>41,721</b>

*Continúa en el siguiente folio...*

<b>Concepto</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>	<b>SUMA</b>
<b>PEMS lanzados</b>	15,367.47	10,968.36	–	-72.62	26,263
<b>Financiación nuevos PEMS</b>	2,455.39	3,017.85	1,316.06	2,131.06	8,920
<b>Pagos nuevos PEMS</b>	–	1,094.91	2,534.14	3,378.60	7,008
<b>Devolución a industria</b>	–	–	-635.05	-1,469.80	-2,105
<b>PAGOS INDRA</b>	–	328.47	760.24	1,013.58	2,102.29
<b>FINAN INDRA</b>	860.83	1,058.03	461.40	747.13	3,127.39
<b>DEVOLUCION Industria</b>	–	–	-222.64	-515.30	-737.94

Cuadro C.2: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada y Asunciones Segmentadas Completonas

Consolidated P&L & Segments	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	CAGR/Total
<b>REVENUES &amp; OPERATING INCOME</b>											
<b>Revenues</b>	<b>3,043.4</b>	<b>3,390.4</b>	<b>3,851.4</b>	<b>4,343.1</b>	<b>4,842.9</b>	<b>5,456.7</b>	<b>7,116.2</b>	<b>8,575.1</b>	<b>10,112.9</b>	<b>11,335.4</b>	<b>20.1 %</b>
Of which defence			662.0	817.0	1,031.0	1,407.0	2,838.7	4,042.2	5,296.1	6,195.7	
Works for its asset base	69.5	55.6	52.6	73.9	104.1	155.6					
Cost of goods sold	(714.1)	(831.2)	(839.9)	(921.4)	(1,065.1)	(1,318.4)					
Personnel expenses	(1,878)	(1,872)	(2,147)	(2,403)	(2,611)	(2,823.3)					
Other expenses	(444)	(393)	(516)	(646)	(726)	(834)					
Other results	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>77.4</b>	<b>349.1</b>	<b>400.3</b>	<b>446.1</b>	<b>545.2</b>	<b>636.4</b>	<b>884.7</b>	<b>931.1</b>	<b>1,226.8</b>	<b>1,484.4</b>	<b>23.6 %</b>
D&A	(110.3)	(93.5)	(99.9)	(99.1)	(107.0)	(119.0)	(201.5)	(221.0)	(250.0)	(248.1)	
<b>EBIT</b>	<b>(32.9)</b>	<b>255.5</b>	<b>300.5</b>	<b>347.0</b>	<b>438.3</b>	<b>517.3</b>	<b>683.3</b>	<b>710.1</b>	<b>976.8</b>	<b>1,200.8</b>	<b>23.4 %</b>
Of which defence			110.6	145.7	186.0	231.7	367.3	542.0	783.0	976.9	
Financial income	6.2	5.2	14.5	32.6	36.2	165.0	89.9	166.6	222.6	257.8	
Financial expenses	(47.3)	(45.8)	(63.3)	(73.1)	(82.7)	(92.9)	(128.3)	(126.7)	(126.5)	(126.2)	
Net exchange differences	-	-	-	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	
Others	1.6	(3.5)	4.1	(2.9)	(5.5)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	
<b>EBT</b>	<b>(72.4)</b>	<b>211.4</b>	<b>255.8</b>	<b>303.6</b>	<b>386.3</b>	<b>586.3</b>	<b>641.7</b>	<b>746.9</b>	<b>1,069.7</b>	<b>1,329.2</b>	<b>22.7 %</b>
Tax	14.9	(65.4)	(80.2)	(94.9)	(106.0)	(147.3)	(173.3)	(201.7)	(288.8)	(358.9)	
Mins	(7.7)	(2.7)	(3.7)	(2.9)	(2.7)	(3.1)	(4.2)	(4.3)	(5.9)	(7.3)	
Discontinued operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>NI</b>	<b>(65.2)</b>	<b>143.4</b>	<b>171.9</b>	<b>205.8</b>	<b>277.5</b>	<b>435.8</b>	<b>464.3</b>	<b>540.9</b>	<b>774.9</b>	<b>963.0</b>	<b>21.9 %</b>
EPS	-0.37	0.81	0.97	1.16	1.57	2.47	2.63	3.06	4.39	5.45	
Employees	49,027	52,083	56,735	57,755	60,907	62,396	64,396.0	66,396.0	68,396.0	70,396.0	
Salary per employee (in €)	38,303	35,952	37,849	41,614	42,868	45,248	48,315	51,590	55,087	58,821	3.4 %
Contrataciones netas		3,056	4,652	1,020	3,152	1,489	2,000	2,000	2,000	2,000	
Personnel expenses							3,111.3	3,425.4	3,767.7	4,140.7	
<b>GROWTH RATES</b>											
Revenues	n.a.	11 %	14 %	13 %	12 %	13 %	30 %	21 %	18 %	12 %	
Of which defence				23 %	26 %	36 %	102 %	42 %	31 %	17 %	
EBITDA	n.a.	351 %	15 %	11 %	22 %	17 %	39 %	5 %	32 %	21 %	
EBIT	n.a.	-877 %	18 %	15 %	26 %	18 %	32 %	4 %	38 %	23 %	
Of which defence				12 %	9 %	8 %	59 %	48 %	44 %	25 %	
EBT	n.a.	-392 %	21 %	19 %	27 %	52 %	9 %	16 %	43 %	24 %	
NI	n.a.	-320 %	20 %	20 %	35 %	57 %	7 %	17 %	43 %	24 %	
EPS	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	

Continúa en el siguiente folio...

Cuadro C.2 – Continúa de la página anterior

Consolidated P&L & Segments	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	CAGR/Total
<b>MARGIN ON SALES</b>											
EBITDA	2.5 %	10.3 %	10.4 %	10.3 %	11.3 %	11.7 %	12.4 %	10.9 %	12.1 %	13.1 %	
EBIT	-1.1 %	7.5 %	7.8 %	8.0 %	9.0 %	9.5 %	9.6 %	8.3 %	9.7 %	10.6 %	
Of which defence			17 %	18 %	18 %	16 %	13 %	13 %	15 %	16 %	
NI	-2.1 %	4.2 %	4.5 %	4.7 %	5.7 %	8.0 %	6.5 %	6.3 %	7.7 %	8.5 %	
<b>Defensa España</b>											
% Gasto defensa			1.2 %	1.2 %	1.4 %	2.1 %	2.1 %	2.2 %	2.2 %	2.3 %	2 %
PIB España			1,346,311.0	1,497,761.0	1,594,330.0	1,665,783	1,734,671	1,776,303	1,806,500	1,835,404	
Gasto defensa objetivo			15,617.2	17,823.4	23,060.0	34,981.4	37,156.7	38,809.4	40,258.5	41,720.7	3.9 %
<b>Para Indra</b>											
Ingreso PEMS 2025							546.0	874.0	1,061.0	1,074.0	
Evolución pre-financiación MC						1,775.0	747.0	720.0	571.0	529.0	
Evolución pre-financiación UTE						823.0	509.0	499.0	491.0	493.0	
<b>Evolución pre-financiación Total</b>						<b>2,186.5</b>	<b>1,001.5</b>	<b>969.5</b>	<b>816.5</b>	<b>775.5</b>	
Ingreso PEMS post 2025							0.0	328.5	760.2	1,013.6	
Financiación PEMS post 2025							860.8	1,058.0	461.4	747.1	
Devolución financiación PEMS post 2025							0.0	0.0	(222.6)	(515.3)	
Devolución financiación PEMS 2025							(289.4)	(463.2)	(562.3)	(569.2)	53 %
<b>P&amp;L Assumptions - Defensa</b>											
<b>Total Revenues</b>			662.2	817.2	1,031.6	1,406.5	2,838.7	4,042.2	5,296.1	6,195.7	44.9 %
Revenue growth				23.4 %	26.2 %	36.3 %	101.8 %	42.4 %	31.0 %	17.0 %	
<b>Total EBIT</b>			110.6	145.7	186.0	231.7	367.3	542.0	783.0	976.9	
EBIT mg.			16.7 %	17.8 %	18.0 %	16.5 %	12.9 %	13.4 %	14.8 %	15.8 %	
<b>Stand alone</b>											
Revenues						898.7	1,078.4	1,304.9	1,592.0	1,958.2	8.6 %
Revenue growth organic							20 %	21 %	22 %	23 %	
Revenue growth inorganic							-	-	-	-	
EBIT						183.3	228.4	286.6	362.3		
EBIT mg							17.0 %	17.5 %	18.0 %	18.5 %	0.5 %
<b>Eurofighter</b>											
Revenues						200.0	220.0	220.0	220.0	220.0	
Revenue growth organic							10 %	0 %	0 %	0 %	
EBIT							37.4	38.5	39.6	40.7	

Continúa en el siguiente folio...

Cuadro C.2 – Continúa de la página anterior

Consolidated P&L & Segments	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	CAGR/Total
EBIT mg							17.0 %	17.5 %	18.0 %	18.5 %	
<b>PEMS (ex. TESS)</b>											
Revenues						0.0	515.0	1,164.5	1,765.2	2,022.6	57.8 %
Revenue growth organic								126 %	52 %	15 %	
Revenue growth inorganic								–	–	–	
EBIT							87.6	203.8	317.7	374.2	
EBIT mg							17.0 %	17.5 %	18.0 %	18.5 %	
<b>Espacio</b>											
Revenues (base)						375.0	453.8	549.0	664.3	803.8	21.0 %
Revenue growth organic								21 %	21 %	21 %	
Revenue growth inorganic								–	–	–	
EBIT							59.0	71.4	86.4	104.5	
EBIT mg							13.0 %	13.0 %	13.0 %	13.0 %	
Inversiones							50.0	38.4	46.5	56.3	
% Inversiones							11 %	7 %	7 %	7 %	
<b>TESS Defence</b>											
8x8: Número vehículos						41.0	72.0	102.0	133.0	150.0	38.3 %
8x8: Revenues (base)						307.81	540.54	765.76	998.49	1,126.12	
VAC						0.00	31.0	38.0	56.0	65.0	
Revenue growth								86 %	41 %	31 %	13 %
EBIT							0.0	0.0	52.7	95.3	
EBIT mg							0 %	0 %	5 %	8 %	
Inversiones			19	15	38	141.0	283.9	363.8	476.6	495.7	
% Inversiones			3 %	2 %	4 %	10 %	10.00 %	9.00 %	9.00 %	8.00 %	
Inversiones ex. Space							233.9	325.4	430.1	439.4	
% Inversiones ex. Space							8.9 %	8.5 %	8.5 %	7.4 %	
D&A			21.3	17.4	20.7	26.7					
Cartera			2,953.4	2,953.3	2,971.6	11,337.3					
Activo de los segmentos			811.8	1,072.9	1,272.3	41,025.8					
Pasivos de los segmentos			1,101.6	1,241.2	1,449.0	3,767.7					
Order Intake			1,092.0	817.0	1,052.0	8,160.0	4,313.8	2,609.8	2,228.8	2,741.4	
Order Book (31/12)			2,953.4	2,953.3	2,971.6	11,337.3	14,572.6	15,877.5	16,514.3	17,297.6	
Revenues (segment)			662.2	817.2	1,031.6	1,406.5	1,078.4	1,304.9	1,592.0	1,958.2	
Book to Bill			1.65	1.00	1.02	5.80	4.00	2.00	1.40	1.40	
Velocidad transformación backlog				27.7 %	34.9 %	47.33 %	9.5 %	9.0 %	10.0 %	11.9 %	
Backlog years			4.5	3.6	2.9	8.06	13.5	12.2	10.4	8.8	

Continúa en el siguiente folio...

Cuadro C.2 – Continúa de la página anterior

Consolidated P&L & Segments	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	CAGR/Total
<b>Tráfico aéreo</b>											
Revenues			298.8	361.0	467.9	522.9	584.0	649.4	718.9	792.3	10.9 %
Revenue growth organic				20.8 %	29.6 %	11.7 %	12 %	11 %	11 %	10 %	0.5 %
EBIT			31.2	44.3	58.5	53.8	73.0	81.2	89.9	99.0	
EBIT mg			10.4 %	12.3 %	12.5 %	10.3 %	12.5 %	12.5 %	12.5 %	12.5 %	
%EBIT over total			10.4 %	12.8 %	13.3 %	10.4 %	10.7 %	11.4 %	9.2 %	8.2 %	
NI			23.6	33.2	43.7	39.1					
Inversiones			12	12	15	24.2	23.4	26.0	28.8	31.7	
% Inversiones			4 %	3 %	3 %	5 %	4 %	4 %	4 %	4 %	
D&A			678.9	12.9	14.7	14.9					
Cartera				736.9	854.6	1,052.0					
Activo de los segmentos			348.1	510.8	494.1	608.0					
Pasivos de los segmentos			228.3	320.6	306.6	404.3					
<b>Mobility</b>											
Revenues			348.0	366.4	361.8	398.1	425.9	455.8	483.1	512.1	6.5 %
Revenue growth organic				5.3 %	-1.3 %	10.0 %	7 %	7 %	6 %	6 %	
EBIT			16.6	5.9	18.0	23.8	23.4	25.1	26.6	28.2	
EBIT mg			4.8 %	1.6 %	5.0 %	6.0 %	5.5 %	5.5 %	5.5 %	5.5 %	
%EBIT over total			5.5 %	1.7 %	4.1 %	4.6 %	3.4 %	3.5 %	2.7 %	2.3 %	
NI			12.3	3.7	14.6	19.5					
Inversiones			7	9	9	17.8	8.5	9.1	9.7	10.2	
% Inversiones			2 %	3 %	2 %	4 %	2 %	2 %	2 %	2 %	
D&A			3.7	5.6	6.4	8.1					
Cartera			934.4	914.4	958.6	1,014.4					
Activo de los segmentos			463.7	459.9	447.8	470.7					
Pasivos de los segmentos			143.7	194.1	190.7	221.4					
<b>Minsait</b>											
<b>Total Revenues</b>			2,542.4	2,798.4	2,981.9	3,129.0	3,267.5	3,427.7	3,614.9	3,835.4	
Revenue growth				10.1 %	6.6 %	4.9 %	4.4 %	4.9 %	5.5 %	6.1 %	
EBIT			142.1	151.0	199.1	208.0	219.6	237.0	256.0	278.9	
EBIT mg			5.6 %	5.4 %	6.7 %	6.6 %	5.6 %	8.0 %	8.0 %	8.9 %	
NI			90.3	106.7	116.1	156.2					
Inversiones			21	29	50	32.2	42.99	47.17	52.26	58.50	
% Inversiones			0.8 %	1.0 %	1.7 %	1.0 %	1.3 %	1.4 %	1.4 %	1.5 %	
D&A			62.9	63.2	65.2	69.4					
Cartera			1,742.2	2,171.6	2,459.8	2,680.5					
Activo de los segmentos			1,978.9	2,083.7	2,125.9	2,070.1					

Continúa en el siguiente folio...

Cuadro C.2 – Continúa de la página anterior

Consolidated P&L & Segments	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	CAGR/Total
Pasivos de los segmentos			1,081.6	1,128.6	1,165.6	1,165.4					
<b>Minsait (w/o IndraMind)</b>											
Revenues					2,801.89	2,799.0	2,855.0	2,912.1	2,970.3	3,029.7	2.0 %
Revenue growth organic							2 %	2 %	2 %	2 %	
Revenue growth inorganic							–	–	–	–	
EBIT					175.70	165.10	170.1	175.2	178.7	182.2	2.5 %
EBIT mg							3 %	3 %	2 %	2 %	
NI					–	–	–	–	–	–	
Inversiones							28.5	29.1	29.7	30.3	
<b>IndraMind</b>											
Revenues					180.0	330.0	412.5	515.6	644.5	805.7	25.0 %
Revenue growth organic							25 %	25 %	25 %	25 %	
Revenue growth inorganic							–	–	–	–	
EBIT					23.4	42.9	49.5	61.9	79.3	96.7	
EBIT mg							12.0 %	12.0 %	12.0 %	12.0 %	
NI					–	–	–	–	–	–	
Inversiones							14.4	18.0	22.6	28.2	
<b>DETAILED OPERATING METRICS</b>											
<b>EBIT</b>	-32.9	255.5	300.5	347.0	438.3	517.3	683.3	710.1	976.8	1,200.8	
Margin on sales	-1.1 %	7.5 %	7.8 %	8.0 %	9.0 %	9.5 %	9.6 %	8.3 %	9.7 %	10.6 %	
<b>D&amp;A Breakdown</b>											
Depreciation	(110)	(94)	(100)	(99)	(107)	(119)	(201)	(221)	(250)	(284)	
Tangible + Intangible assets	376	353	353	375	379	1,615	1,743	1,939	2,227	2,509	
Depreciation/T+I assets	-29 %	-26 %	-28 %	-26 %	-28 %	-7 %	-12 %	-12 %	-12 %	-12 %	
<b>Financial Result Breakdown</b>											
Net Interest income	6	5	15	33	36	165	90	167	223	258	
Cash position	1,196	1,263	974	744	646	1,066	2,530	4,134	4,770	5,541	
interest rate	0.5 %	0.4 %	1.5 %	4.4 %	5.6 %	15.5 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	5.0 %	
Financial expenses	-47	-46	-63	-73	-83	-93	-128	-127	-127	-126	
borrowings	1,666	1,475	976	703	530	1,583	1,283	1,267	1,265	1,262	
interest rate	#REF!	-2.9 %	-5.2 %	-8.7 %	-13.4 %	-8.8 %	-10.0 %	-10.0 %	-10.0 %	-10.0 %	
Net exchange differences	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Others	2	(3)	4	(3)	(5)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	
<b>Taxes Breakdown</b>											
EBT	(72)	211	256	304	386	586	642	747	1,070	1,329	

Continúa en el siguiente folio...

Cuadro C.2 – Continúa de la página anterior

Consolidated P&L & Segments	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	CAGR/Total
Taxes	15	(65)	(80)	(95)	(106)	(147)	(173)	(202)	(289)	(359)	
Tax rate	-20.6 %	-30.9 %	-31.3 %	-31.3 %	-27.4 %	-25.1 %	-27 %	-27 %	-27 %	-27 %	
<b>Minorities Breakdown</b>											
Minorities in P&L	-7.7	-2.7	-3.7	-2.9	-2.7	-3.1	-4.2	-4.3	-5.9	-7.3	
EBIT	(33)	256	300	347	438	517	683	710	977	1,201	
Others	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<i>Taxes adjustment</i>							(173.3)	(201.7)	(288.8)	(358.9)	

Continúa en el siguiente folio...

Cuadro C.3: Balance de Situación Consolidado y Asunciones de Circulante  
(Fila por Fila)

Balance Sheet & WC	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	Total
<b>ASSETS</b>											
Intangible assets	279	274	253	264	250	460	588	784	1,072	1,353	
Goodwill	889	921	946	996	1,044	1,444	1,444	1,444	1,444	1,444	
Tangible assets	97	79	100	111	128	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	
Right of use assets	119	99	86	119	126	162	162	162	162	162	
Equity-accounted investments	16	24	20	17	15	48	48	48	48	48	
Derivatives	2	2	2	1	1	19	19	19	19	19	
Other financial assets	145	127	158	364	295	496	496	496	496	496	
Other non current assets	97	70	79	138	175	828	828	828	828	828	
Deferred tax assets	199	182	161	118	104	43	43	43	43	43	
<b>Total Non-current assets</b>	<b>1,844</b>	<b>1,779</b>	<b>1,805</b>	<b>2,129</b>	<b>2,338</b>	<b>4,655</b>	<b>4,783</b>	<b>4,979</b>	<b>5,267</b>	<b>5,549</b>	
Inventories	411	367	465	555	659	1,261	1,645	1,982	2,338	2,620	
Clients and other receivables	902	1,023	1,194	1,230	1,155	1,746	2,135	2,573	3,034	3,401	
Derivatives	6	4	4	5	4	8	8	8	8	8	
Financial assets	11	28	41	61	90	90	90	90	90	90	
Other current assets	93	90	93	148	141	277	277	277	277	277	
Cash	1,185	1,235	933	596	555	976	2,439	4,044	4,680	5,451	
<b>Total Current assets</b>	<b>2,609</b>	<b>2,747</b>	<b>2,730</b>	<b>2,594</b>	<b>2,604</b>	<b>4,360</b>	<b>6,595</b>	<b>8,974</b>	<b>10,427</b>	<b>11,848</b>	
Assets held for sale	10	10	0	0	214	121	121	121	121	121	
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>4,463</b>	<b>4,535</b>	<b>4,535</b>	<b>4,723</b>	<b>4,956</b>	<b>9,135</b>	<b>11,499</b>	<b>14,074</b>	<b>15,815</b>	<b>17,517</b>	

Continúa en el siguiente folio...

Cuadro C.3 – Continúa de la página anterior

Balance Sheet & WC	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	Total
<b>LIABILITIES</b>											
Equity	665	820	987	1,118	1,297	1,734	2,145	2,578	3,198	3,969	
Minority interest	19	21	18	18	18	259	260	261	264	268	
Provisions	66	68	74	72	88	98	98	98	98	98	
Borrowings (Non-current)	1,373	1,436	700	479	343	1,197	897	881	879	876	
other financial liabilities	223	384	536	695	688	2,020	3,593	5,158	5,651	6,089	
Derivatives	1	2	2	1	4	7	7	7	7	7	
Deferred tax liabilities	1	2	3	4	4	59	59	59	59	59	
Other liabilities	29	28	27	45	56	136	106	76	46	16	
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>2,378</b>	<b>2,762</b>	<b>2,348</b>	<b>2,432</b>	<b>2,497</b>	<b>5,511</b>	<b>7,166</b>	<b>9,118</b>	<b>10,202</b>	<b>11,382</b>	
Provisions	113	62	82	128	130	123	123	123	123	123	
Borrowings	293	39	275	224	186	386	386	386	386	386	
Derivatives	7	11	13	8	14	6	6	6	6	6	
other current liabilities	247	244	300	351	345	729	729	729	729	729	
Payables	1,425	1,418	1,517	1,580	1,699	2,331	3,039	3,663	4,319	4,842	
<b>Total current liabilities</b>	<b>2,085</b>	<b>1,774</b>	<b>2,188</b>	<b>2,290</b>	<b>2,375</b>	<b>3,574</b>	<b>4,283</b>	<b>4,906</b>	<b>5,563</b>	<b>6,085</b>	
Liabilities held for sale	0	0	0	0	84	50	50	50	50	50	
<b>TOTAL LIABILITIES</b>	<b>4,463</b>	<b>4,535</b>	<b>4,535</b>	<b>4,723</b>	<b>4,956</b>	<b>9,135</b>	<b>11,499</b>	<b>14,074</b>	<b>15,815</b>	<b>17,517</b>	
check	0	0	0	0	(0)	0	0	0	0	0	
Liquidez	125 %	155 %	125 %	113 %	110 %	122 %	154 %	183 %	187 %	195 %	
Cash / Rev	39 %	36 %	24 %	14 %	11 %	18 %	34 %	47 %	46 %	48 %	
<b>WORKING CAPITAL POSITION (BS Assumptions)</b>											
Inventories	411	367	465	555	659	1,261	1,645	1,982	2,338	2,620	
Clients and other receivables	902	1,023	1,194	1,230	1,155	1,746	2,135	2,573	3,034	3,401	
Payables	1,425	1,418	1,517	1,580	1,699	2,331	3,039	3,663	4,319	4,842	
Factoring				187	187	187	187	187	187	187	
Confirming											
<b>Net WC Position</b>	<b>(112)</b>	<b>(28)</b>	<b>142</b>	<b>392</b>	<b>301</b>	<b>864</b>	<b>927</b>	<b>1,079</b>	<b>1,239</b>	<b>1,366</b>	
<b>Underlying WC position</b>	<b>(112)</b>	<b>(28)</b>	<b>142</b>	<b>579</b>	<b>488</b>	<b>1,050</b>	<b>1,114</b>	<b>1,266</b>	<b>1,426</b>	<b>1,553</b>	
Inventories over sales	14 %	11 %	12 %	13 %	14 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	
Clients over sales	30 %	30 %	31 %	28 %	24 %	32 %	30 %	30 %	30 %	30 %	
Payables over sales	47 %	42 %	39 %	36 %	35 %	43 %	43 %	43 %	43 %	43 %	
WC investment	#REF!	(84)	(170)	(250)	91	(563)	(63)	(152)	(160)	(127)	
WC/Sales	-4 %	-1 %	4 %	9 %	6 %	16 %	13 %	13 %	12 %	12 %	

Continúa en el siguiente folio...

Cuadro C.3 – Continúa de la página anterior

Balance Sheet & WC	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	Total
Underlying WC/Sales	-4%	-1%	4%	13%	10%	19%	16%	15%	14%	14%	
WC change/sales	#REF!	-2.5%	-4.4%	-5.8%	1.9%	-10.3%	-0.9%	-1.8%	-1.6%	-1.1%	
<b>Dividends &amp; Shares</b>											
DPS	0.00	0.00	0.15	0.25	0.25	0.25	0.30	0.61	0.88	1.09	
Total dividend	0	0	26	44	44	44	53	108	155	193	
Payout	0%	0%	15%	21%	16%	10%	11%	20%	20%	20%	
Shares (weighted avg)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Shares (year end)	177	177	177	177	177	177	177	177	177	177	
<b>Debt Analysis</b>											
LT borrowings	1373	1436	700	479	343	1197	897	881	879	876	
ST borrowings	293	39	275	224	186	386	386	386	386	386	
Cash and equivalents	-1185	-1235	-933	-596	-555	-976	-2439	-4044	-4680	-5451	
<b>NFD</b>	<b>481</b>	<b>240</b>	<b>43</b>	<b>107</b>	<b>-26</b>	<b>607</b>	<b>-1156</b>	<b>-2777</b>	<b>-3415</b>	<b>-4189</b>	
NFD/EBITDA	622%	69%	11%	24%	-5%	95%	-131%	-298%	-278%	-282%	
NFD/ Equity	72%	29%	4%	10%	-2%	35%	-54%	-108%	-107%	-106%	
NFD / (NFD + Equity)	42%	23%	4%	9%	-2%	26%	-117%	1397%	1575%	1901%	
Liquidity	1185	1235	933	596	555	976	2439	4044	4680	5451	
Available credit lines		75	181	747	906	1175	1175	1175	1175	1175	
<b>Liquidity cushion</b>	<b>1,185</b>	<b>1,310</b>	<b>1,114</b>	<b>1,343</b>	<b>1,461</b>	<b>2,152</b>	<b>3,615</b>	<b>5,219</b>	<b>5,856</b>	<b>6,626</b>	

Continúa en el siguiente folio...

Cuadro C.4: Estado de Flujos de Caja Completo y Módulos de Valoración Estructurales

Cash Flow & Valuation	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	TV / g
<b>CONSOLIDATED CASH FLOW STATEMENT</b>											
CF from operations	191	335	432	444	541	587	882	928	1,224	1,481.8	
WC	43	55	-25	14	-5	63	-63.3	-151.8	-160.0	-127.2	
Interests	-37	-33	-26	-18	-26	-25	-38.4	39.9	96.1	131.6	
Tax	-38	-46	-56	-78	-85	-133	-173	-202	-289	-359	
<b>Net CF from operations</b>	<b>159</b>	<b>311</b>	<b>324</b>	<b>362</b>	<b>425</b>	<b>491</b>	<b>607</b>	<b>614</b>	<b>871</b>	<b>1,127</b>	
Capex	-66	-49	-54	-63	-111	-138	-330.2	-416.9	-537.6	-565.8	

Continúa en el siguiente folio...

Cuadro C.4 – Continúa de la página anterior

Cash Flow & Valuation	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	TV / g
Other investments	27	21	15	47	41	41	0	0	0	0	
Financiación PEMS (pago industria)							1,862	2,028	1,278	1,523	
Financiación PEMS (devolución industria)							-289	-463	-785	-1,085	
Acquisition of financial assets	11	-41	-27	-284	-31	-808	0	0	0	0	
Divestments		40					0	0	0	0	
<b>Net CF from investments</b>	<b>-29</b>	<b>-30</b>	<b>-67</b>	<b>-300</b>	<b>-101</b>	<b>-905</b>	<b>1,243</b>	<b>1,147</b>	<b>-45</b>	<b>-128</b>	
<b>Clean FCF</b>	<b>93</b>	<b>262</b>	<b>270</b>	<b>299</b>	<b>314</b>	<b>353</b>	<b>276</b>	<b>177</b>	<b>333</b>	<b>561</b>	
<b>FCF</b>	<b>-24</b>	<b>166</b>	<b>277</b>	<b>261</b>	<b>320</b>	<b>306</b>	<b>433</b>	<b>474</b>	<b>585</b>	<b>722</b>	
Proceeds from loans and borrowings	329	72	37	0	0	1,074	0	0	0	0	
Payments for loans and borrowings	-108	-265	-538	-285	-186	-156	-300	-16	-2	-3	
Treasury stock	-2	-5	-3	-33	-29	-31	0	0	0	0	
Increase in capital	37	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Dividends to minority stock	-5	-1	-7	-1	-3	-3	-3	-3	-3	-3	
Other	-37	-34	-32	-33	-28	-30	-30	-30	-30	-30	
Dividends			-26	-44	-44	-44	-53.0	-108.2	-155.0	-192.6	
<b>Net CF from financing activities</b>	<b>213</b>	<b>-233</b>	<b>-569</b>	<b>-395</b>	<b>-289</b>	<b>810</b>	<b>-386.0</b>	<b>-157.2</b>	<b>-190.0</b>	<b>-228.7</b>	
<b>Net cash generation</b>	<b>344</b>	<b>49</b>	<b>-311</b>	<b>-333</b>	<b>35.2</b>	<b>396</b>	<b>1,463.3</b>	<b>1,604.5</b>	<b>636.1</b>	<b>770.9</b>	
<b>TOP RATIOS</b>											
Capex on Revenues	-2.2%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-2.3%	-2.5%	-4.6%	-4.9%	-5.3%	-5.0%	
FCF/EBITDA	120.5%	75.1%	67.5%	67.0%	57.7%	55.5%	31.2%	21.2%	27.2%	37.8%	
FCF/NI	-143%	183%	157%	145%	113%	81%	60%	37%	43%	58%	
ROE	-10%	17%	17%	18%	21%	25%	22%	21%	24%	24%	
ROA	-1%	3%	4%	4%	6%	5%	4%	4%	5%	5%	
<b>RATIOS BREAKDOWN</b>											
Price	6.98	9.52	10.42	14.00	17.08	48.54					
YE shares	177	177	177	177	177	177	177	177	177	177	
Market Cap	1,233	1,682	1,841	2,473	3,017	8,575	11,852	14,548	19,691	23,939	
<b>Enterprise Value</b>	<b>750</b>	<b>1,399</b>	<b>1,758</b>	<b>2,166</b>	<b>2,934</b>	<b>7,386</b>	<b>11,245</b>	<b>17,306</b>	<b>23,114</b>	<b>28,163</b>	
+Market Cap	1233	1682	1841	2473	3017	8,575	11,852	14,548	19,691	23,939	
+ Adjusted Net debt	-481	-240	-43	-107	26	-607	1,156	2,777	3,415	4,189	
-Financial assets	-161	-151	-179	-381	-310	-544	-544	-544	-544	-544	
+Minorities	(19)	(21)	(18)	(18)	(18)	(259)	(260)	(261)	(264)	(268)	
+ provisions	179	129	156	200	218	221	221	221	221	221	
<b>Market ratios</b>											

Continúa en el siguiente folio...

Cuadro C.4 – Continúa de la página anterior

Cash Flow & Valuation	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	TV / g
EV/Sales	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	1.4	1.6	2.0	2.3	2.5	
EV/EBITDA	9.7	4.0	4.4	4.9	5.4	11.6	12.7	18.6	18.8	19.0	
EV/EBIT	-22.8	5.5	5.9	6.2	6.7	14.3	16.5	24.4	23.7	23.5	
P/E	-18.9	11.7	10.7	12.0	10.9	19.7	25.5	26.9	25.4	24.9	
P/BV	1.9	2.1	1.9	2.2	2.3	4.9	5.5	5.6	6.2	6.0	
P/CF	27.3	7.1	6.8	8.1	7.8	15.5	17.8	19.1	19.2	19.2	
Dividend yield	0.0%	0.0%	1.4%	1.8%	1.5%	0.5%	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	
<b>Returns</b>											
ROA	-1.5%	3.2%	3.8%	4.4%	5.6%	4.8%	4.0%	3.8%	4.9%	5.5%	
ROE	-9.8%	17.5%	17.4%	18.4%	21.4%	25.1%	21.6%	21.0%	24.2%	24.3%	
ROCE	-12.4%	78.6%	60.7%	59.9%	88.8%	22.6%	27.5%	25.1%	29.8%	32.6%	
ROCE post tax	-9.9%	54.3%	41.7%	41.2%	64.5%	16.9%	20.1%	18.3%	21.7%	23.8%	
<b>Leverage</b>											
FCF (metrics)	93	262	270	299	314	353	276	197	333	561	
FCF Yield	12%	19%	15%	14%	11%	5%	2%	1%	1%	2%	
FCF Yield to Equity	7.6%	15.6%	14.7%	12.1%	10.4%	4.1%	2.3%	1.4%	1.7%	2.3%	
<b>Adj. ND</b>											
Adj. ND/EBITDA	6.2	0.7	0.1	0.2	0.0	1.0	-1.3	-3.0	-2.8	-2.8	
Adj. ND/(E+Adj. ND)	0.4	0.2	0.0	0.1	0.0	0.3	-1.2	14.0	15.7	19.0	
Capex/ventas	-2.17%	-1.45%	-1.41%	-1.44%	-2.29%	-2.53%	-4.64%	-4.86%	-5.32%	-4.99%	
CF/NI	-244.4%	217.0%	188.7%	175.8%	153.2%	112.7%	130.7%	113.6%	112.4%	117.1%	
Inventarios/ventas	13.5%	10.8%	12.1%	12.8%	13.6%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%	
Capex/Amortizacion	59.8%	52.6%	54.2%	63.3%	103.5%	115.7%	163.9%	188.7%	215.1%	199.1%	
<b>VALUATION (Sum of the Parts / Multiples)</b>											
EBIT Defense			110.6	145.7	186.0	232	367	542	783	977	
EBIT ATM			31.2	44.3	58.5	54	73	81	90	99	
EBIT Mobility			16.6	5.9	18.0	24	23	25	27	28	
EBIT Minsait			0.0	0.0	199.1	208	220	237	256	279	
Ajustes			31	85	99	(683)	1,109	2,759	3,423	4,223	
Shares			177	177	177	177	177	177	177	177	
EV/EBIT Defense							23	20	20	20	
EV/EBIT ATM							14	14	14	14	
EV/EBIT Mobility							8	8	8	8	
EV/EBIT Minsait							10	10	10	10	
<b>EV/EBIT av</b>							<b>17.3</b>	<b>16.4</b>	<b>17.0</b>	<b>17.3</b>	
<b>Entreprise value</b>							<b>11,852</b>	<b>14,548</b>	<b>19,691</b>	<b>23,939</b>	

Continúa en el siguiente folio...

Cuadro C.4 – Continúa de la página anterior

Cash Flow & Valuation	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	TV / g
Equity value			1,872	2,558	3,116	7,892	11,245	17,306	23,114	28,163	
Tp/share							63.66	97.97	130.84	159.42	
<b>WACC &amp; TASA DE CRECIMIENTO PERPETUO (g)</b>											
RfR							3 %	3 %	3 %	3 %	
Beta							0.87	0.87	0.87	0.87	
ERP							5.8 %	5.8 %	5.8 %	5.8 %	
Ke							8.05 %	8.05 %	8.05 %	8.05 %	
E( %)							70 %	70 %	70 %	70 %	
Kd							8.8 %	8.8 %	8.8 %	8.8 %	
Tax							-25.1 %	-25 %	-25 %	-25 %	
Kd (1-t)							6.6 %	6.6 %	6.6 %	6.6 %	
D ( %)							30 %	30 %	30 %	30 %	
<b>WACC</b>							<b>7.61 %</b>	<b>7.61 %</b>	<b>7.61 %</b>	<b>7.61 %</b>	<b>7.61 %</b>
<b>g (Terminal Growth Rate)</b>											<b>2.000 %</b>
<b>VALUATION BLOCK 2.0 (DISCOUNTED CASH FLOWS)</b>											
EBIT							683	710	977	1,201	
(+) NOPAT							499	518	713	877	
(+) D&A							201	221	250	284	
(-) Capex							-330	-417	-538	-566	
(-) WC							-63	-152	-160	-127	
<b>FCF</b>							<b>433</b>	<b>474</b>	<b>585</b>	<b>722.1</b>	<b>13,121.5</b>
Discount Factor							0.93	0.8635	0.80	0.75	
<b>PV of FF</b>							<b>402.7</b>	<b>409.5</b>	<b>469.8</b>	<b>538.5</b>	<b>9,784.0</b>
<b>EV (Enterprise Value)</b>											<b>11,604.5</b>
<b>Equity Value</b>											<b>10,998.0</b>
<b>T/p (DCF implied Price)</b>											<b>62.25</b>

Continúa en el siguiente folio...



## Referencias

- [1] *Defense News* (2025). European defence spending trends, 2025. Technical industry report.
- [2] Berenberg (2026). *Aerospace and defence, more rounds to fire*. European Equity Research Sector Report.
- [3] European Commission (2025). *EU defence industry transformation roadmap: Unleashing disruptive innovation for defence readiness*. Technical Report COM(2025) 845 final, Brussels.
- [4] Kepler Cheuvreux (2026). *Aerospace defense: 2026 year-ahead report*. Sector Valuation Multiples and Backlog Analysis.
- [5] PricewaterhouseCoopers & TEDAE (2025). *Impacto económico y social de la industria de defensa, seguridad, aeronáutica y espacio (2024)*. Technical Report, Madrid.
- [6] *Infodefensa.com* (2026). *Spain Defence & Security Industry 2026: Las claves para un ciclo expansivo*. Madrid, 14<sup>a</sup> edición.
- [7] Gobierno de España - Ministerio de Defensa (2025). *Plan industrial y tecnológico para la seguridad y la defensa: Ejercicio 2025*. Secretaría de Estado de Defensa, Madrid.
- [8] Indra Sistemas, S.A. (2026). *Cuentas anuales consolidadas del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2025 e informe de gestión corporativo*. Audit Report issued by Deloitte S.L., Madrid.
- [9] Indra Group (2026). *Resultados FY 2025: Informe financiero de resultados y comunicación de objetivos estratégicos*. Madrid.
- [10] Indra Group (2024). *2024-2030 Strategic Plan: Leading the Future*. Capital Markets Day Presentation, Madrid.
- [11] Indra Group (2025). *Ángel Escribano nombrado presidente ejecutivo de Indra Group*. Comunicado Oficial de Prensa, Madrid.
- [12] Indra Group (2025). *Indra crea una filial de armamento y prevé facturar mil millones con el negocio espacial en 2030*. *El Economista*, Sección de Defensa e Industria.
- [13] Morgan Stanley (2025). *Indra: Building a space business - indra to acquire hispasat*. Equity Research Report, London.
- [14] Indra Group (2025). *Indra refuerza su posición en el mercado de sistemas aéreos con la adquisición de Aertec Defence & Aerial Systems*. Nota Corporativa Oficial.
- [15] Indra Group (2025). *Indra group toma una participación del 37% en sparx y se convierte en accionista de la startup especializada de semiconductores*. Madrid.
- [16] Morgan Stanley (2026). *Indra: No deal, now what? Cancellation of EM&E acquisition and governance framework impact*. Equity Research Report, London.
- [17] Bloomberg Terminal News (2026). *Indra chairman steps down after deal clash with Spain's state shareholder SEPI*. News Alert, April 2026.
- [18] Indra Group (2026). *Ángel Simón nombrado nuevo presidente no ejecutivo de Indra Group y Josep Maria Recasens consejero delegado*. Comunicado Oficial de Prensa, Madrid.
- [19] Santander Corporate & Investment Banking (2025). *Indra: Modeling Spain's pem defense programs and pass-through dynamics*. European Equity Research, dec 2025.

- [20] Boletín Oficial del Estado (2025). *Relación de programas especiales de modernización (PEM) y reales decretos de prefinanciación pública de industria*. Disposiciones Oficiales del Gobierno de España, oct 2025.
- [21] Bloomberg L.P. (2026). *Bloomberg Terminal: Market data, consensus estimates and equity monthly returns vs IBEX35*. Terminal Subscription Analytics.
- [22] Damodaran, A. (2026). *Country default spreads and equity risk premiums (ERP) for Spain*. NYU Stern School of Business, Data Update.
- [23] Kepler Cheuvreux (2026). *Indra: Valuation upgrade to Buy on defense super-cycle fundamentals*. European Equity Research, 2026.