



ESCUELA TÉCNICA SUPERIOR DE INGENIERÍA  
(ICAI)

MÁSTER UNIVERSITARIO EN INGENIERÍA  
INDUSTRIAL

**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...)



# Resumen

## Introducción y Contexto de la Defensa Europea y Española

Esta investigación cuantifica el impacto financiero de los Programas Especiales de Modernización (PEM) en el valor fundamental de Indra Sistemas S.A., y evalúa si el mercado financiero ya descuenta su potencial de crecimiento ante el nuevo escenario de la defensa europea.

Este cambio sectorial responde al fin del *dividendo de la paz* un periodo que sigue la disolución de la Unión Soviética en el que los miembros europeos de la OTAN redujeron de forma continuada sus presupuestos militares hasta acumular un déficit de inversión de unos 1,5 billones de dólares respecto al objetivo del 2% del PIB. Esta tendencia dio un giro radical con la invasión rusa de Ucrania en 2022, que convirtió la capacidad industrial de defensa y la autonomía estratégica en prioridades institucionales urgentes. Finalmente, en la Cumbre de La Haya de junio de 2025, la OTAN reforzó este compromiso al elevar los objetivos de gasto, lo que prevé un aumento 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 (una tasa de crecimiento anual compuesto o CAGR del 8%).

Este incremento de gasto prioriza a los proveedores europeos para reducir la dependencia tecnológica de la normativa estadounidense (ITAR). 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 e IRIS<sup>2</sup>. Históricamente, los grandes contratistas del continente (*European primes*) han centralizado la adjudicación de las plataformas de mayor tamaño. En este entorno competitivo, Indra busca posicionarse mediante su expansión industrial hacia los dominios terrestre y aeroespacial, con el objetivo de evolucionar desde su rol tradicional de proveedor de subsistemas hacia el de contratista principal, accediendo así de manera directa a los contratos de mayor volumen del sector.

En el ámbito español, la inversión militar ha sido históricamente inferior a la

media de la OTAN. Sin embargo, la base industrial de defensa nacional destaca por su alta sofisticación tecnológica. En 2024, la facturación del sector alcanzó los 9.997 millones de euros y sustentó cerca de 116.000 empleos directos e indirectos. Este empleo se caracteriza por una elevada productividad media (122.956 € por trabajador, un 65 % superior a la media de la economía), generando además un impacto multiplicador de 2,7 € en el PIB nacional por cada euro invertido directamente en el sector.

Para corregir el déficit operativo frente a las exigencias internacionales y garantizar la sostenibilidad del gasto, el Gobierno aprobó el Plan Industrial y Tecnológico de Seguridad y Defensa (PITSD). Este plan se articula mediante 31 Programas Especiales de Modernización (PEM), planes plurianuales que aseguran una carga de trabajo continua para la industria nacional durante las próximas décadas. Dado que Indra lidera 17 de estos programas y participa como subcontratista en otros 10, los PEM constituirán el principal vector de crecimiento para los ingresos y márgenes operativos de la compañía en los próximos años.

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

Constituida en 1993 mediante la integración de activos tecnológicos públicos y privados, Indra Sistemas S.A. es el principal contratista de defensa y electrónica de España y el eje central de su base industrial. La compañía estructura su actividad en cuatro divisiones operativas: Defensa, Gestión de Tráfico Aéreo (ATM), Movilidad y Minsait (su filial de consultoría tecnológica y transformación digital). En 2024, el grupo inició una reconfiguración estratégica con el lanzamiento del plan *Leading the Future*. Esta estrategia redefine el modelo de negocio de la empresa, orientando su actividad desde la integración tradicional de proyectos de software hacia la producción industrial en serie y el control vertical de hardware complejo.

Esta hoja de ruta se consolidó en 2025 con el nombramiento de Ángel Escribano (representante de EM&E, segundo accionista de Indra) como presidente ejecutivo. Desde entonces, Indra ejecutó una notable estrategia de asignación de capital enfocada en la expansión industrial y en operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A). Entre estas transacciones destacan la ampliación de su participación hasta el 51,01 % en el consorcio de blindados terrestres TESS Defence, la adquisición del operador satelital Hispasat por 725 millones de euros, y la absorción de firmas de nicho como Aertec (sistemas autónomos UAS) junto con la compra de licencias de radio definida por software (SDR) a Bittium. Este dinamismo operativo, sumado al incremento del gasto en defensa en España, impulsó la cotización de la compañía, que se revalorizó desde los 17,62 € por acción a principios de año hasta alcanzar los 49,60 € al cierre del ejercicio.

No obstante, el gobierno corporativo de la compañía afrontó tensiones significativas al cierre del primer trimestre de 2026. El intento de absorción total de Escribano Mechanical & Engineering (EM&E) por 2.300 millones de euros no prosperó ante potenciales conflictos de interés y el veto accionarial del Estado a través de la SEPI. Esta situación derivó en la salida de Ángel Escribano de la presidencia en abril de 2026, reestructurándose el equipo gestor con los nombramientos de Ángel Simón como presidente no ejecutivo y Josep Maria Recasens como consejero delegado (CEO).

Esta transición directiva introduce riesgos de ejecución operativa en una fase crítica de aceleración industrial (*ramp-up*). Este proceso coincide con un entorno sectorial complejo, caracterizado por la intensa competencia en la captación de talento especializado, cuellos de botella globales en la cadena de suministro de semiconductores y la asimilación de las curvas de aprendizaje asociadas a la manufactura pesada acorazada.

## Importancia y Metodología de Estimación de los PEM

Los PEM impulsan el crecimiento a largo plazo de Indra y otorgan una alta visibilidad a sus proyecciones, tras incrementarse la cartera de pedidos de la división de Defensa desde los 2.972 millones de euros en 2024 hasta superar los 11.337 millones a finales de 2025. Desde una perspectiva operativa, estos programas se instrumentan mediante un ciclo de capital circulante estructurado en tres etapas: primero, el Ministerio de Industria aporta financiación anticipada a tipo de interés cero para cubrir las necesidades de tesorería en las fases iniciales de I+D; segundo, el Ministerio de Defensa liquida los hitos de facturación conforme se completan las entregas físicas de los sistemas; y tercero, la compañía reembolsa progresivamente a Industria las cuotas correspondientes del préstamo.

Para incorporar este impacto cualitativo en un modelo financiero predictivo, la metodología aplica una estimación de ingresos *bottom-up* mediante el análisis individualizado de las licitaciones públicas, aislando los coeficientes de transferencia de flujos (*pass-through*) de la cartera de proyectos. Esto permite clasificar los contratos en dos tipologías estructurales: los programas de repertorio, caracterizados por un alto margen y bajo volumen al basarse en propiedad intelectual propia (como SEOT PAZ II o COAAAS); y los programas de nuevos dominios, que abarcan macroproyectos de plataformas físicas (como la Artillería Autopropulsada ATP o el vehículo de cadenas VAC) donde el grueso del presupuesto bruto se transfiere a subcontratistas.

A través de esto, se cuantifica que Indra retendrá un importe neto real de

7.663,31 millones de euros sobre los contratos adjudicados en 2025. El modelo distribuye estos cobros temporalmente simulando una curva en S de maduración (arranque moderado en 2026-2027 y pico de facturación masiva entre 2028-2031). Para cumplir con los requisitos de la OTAN, debido a la falta de inversión acumulada, hay que sacar nuevos programas después de 2025. Se integra de forma iterativa el lanzamiento de nuevos PEM (calculado sobre el déficit anual) y se modelan los pagos de la misma manera.

## Modelización Financiera y Resultados de la Valoración

La cuenta de pérdidas y ganancias, el balance consolidado y el estado de flujos de caja se modelaron bajo un escenario estrictamente orgánico. De este modo, se aísla el valor intrínseco del grupo actualmente y se excluye el impacto de futuras adquisiciones.

Se estiman los ingresos y el margen en el beneficio operativo segmentando por cada línea de negocio, analizando de manera separada defensa (subdividido entre el Eurofighter, los PEM, TESS Defence, espacio y el resto de defensa), Minsait (dividido entre IndraMind y el resto del negocio), control de tráfico aéreo y movilidad. Con esas hipótesis se construye el resto del modelo.

Se calcula que Indra alcanzará su objetivo estratégico de facturación de 10.000 millones de euros en el ejercicio 2028 (un año antes de lo previsto por la guía interna), impulsada por la rampa de ingresos de los PEM y un avance del 25 % anual en la vertical de inteligencia artificial (*IndraMind*). Los márgenes EBIT de la defensa base se expanden de forma continua desde el 16,5 % hasta un techo del 18,5 % en 2029 por economías de escala, mientras que la filial TESS Defence se modela con un margen del 0,0 % en 2026-2027 para absorber las ineficiencias de arranque físico antes de estabilizarse en el 8,0 %. El resto de partidas de defensa siguen las mismas premisas que la defensa base. Para Mobility, Minsait tradicional y ATM se sigue lo indicado por la empresa y la trayectoria histórica.

Cuadro 1: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada Proyectada

(M€)	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Ingresos Totales	5.456,7	7.116,2	8.575,1	10.112,9	11.335,4
EBITDA	636,4	884,7	931,6	1.225,8	1.484,9
EBIT	517,3	683,3	710,1	976,8	1.200,8
<b>EBT</b>	<b>586,3</b>	<b>641,7</b>	<b>746,7</b>	<b>1.070,1</b>	<b>1.330,9</b>
<b>NI</b>	<b>435,8</b>	<b>464,3</b>	<b>540,7</b>	<b>775,2</b>	<b>963,0</b>

Una vez estimados los flujos futuros, se valora la empresa siguiendo dos metodologías, un descuento de flujos de caja (DCF) y una valoración por múltiplos de empresas comparables.

Para descontar los flujos de caja operativos, se estimó un coste medio ponderado del capital (WACC) del 7,6 %, basado en una tasa libre de riesgo del 2,9 %, una prima de riesgo de mercado del 5,7 % y una beta ( $\beta$ ) de 0,86, calculada a partir de los retornos mensuales frente al IBEX35. Los resultados muestran consistencia entre las metodologías aplicadas: el modelo de descuento de flujos de caja (DCF) determina un valor de 62,25 € por acción, mientras que la valoración por comparables sitúa el precio objetivo en 63,66 €. Para este último análisis se emplearon múltiplos de cotización específicos por segmento: 23x EBIT en Defensa, 14x en ATM y 10x en Minsait. El grupo de empresas comparables incluye a firmas como 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.

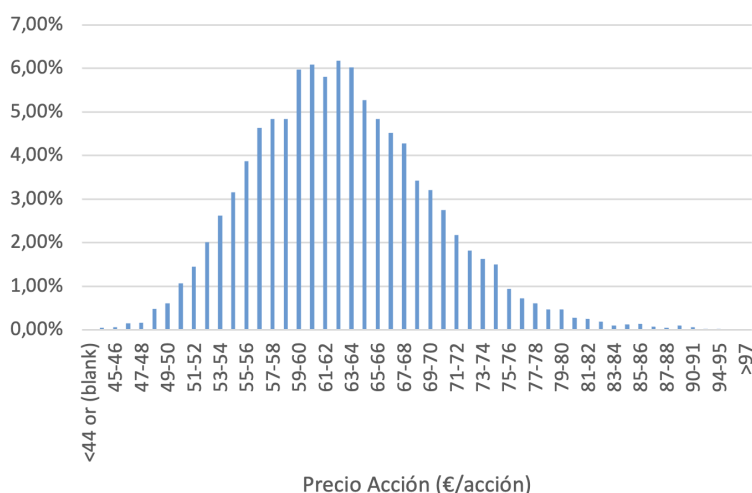


Figura 1: Resultados de la Simulación Monte Carlo (10.000 Iteraciones)

La simulación estocástica de Monte Carlo respalda estos resultados, arrojando un precio medio esperado de 62,83 € (mediana de 62,35 €) y estableciendo un suelo para escenarios de estrés severo de 49,18 € (percentil 1 %; *maximum drawdown* del -25,99 %). La comparación del rango central (57,96 € - 67,11 €) con la cotización de cierre (01/07/2025) de 51,46 € indica que Indra cotiza con un descuento cercano al 18 %. Esta brecha de valor responde a incertidumbres transitorias en el gobierno corporativo que eclipsan temporalmente los fundamentales de la compañía, la cual permanece sólidamente posicionada para capitalizar el superciclo de la defensa europea.



# Summary

## Introduction and Context of European and Spanish Defense

This research quantifies the financial impact of the Special Modernization Programs (PEM) on the fundamental value of Indra Sistemas S.A., and evaluates whether the financial market already prices in its growth potential given the new European defense landscape.

This sector shift responds to the end of the *peace dividend*, a period following the dissolution of the Soviet Union in which European NATO members continuously reduced their military budgets, accumulating an investment deficit of approximately \$1.5 trillion relative to the 2% GDP target. This trend took a radical turn with the Russian invasion of Ukraine in 2022, which turned defense industrial capacity and strategic autonomy into urgent institutional priorities. Finally, at the June 2025 The Hague Summit, NATO reinforced this commitment by raising spending targets, forecasting an increase in the combined expenditure of NATO Europe from \$633 billion in 2025 to \$1.2 trillion in 2035 (a compound annual growth rate or CAGR of 8%).

This spending increase prioritizes European suppliers to reduce technological dependence on US regulations (ITAR). Funds are channeled through the European Defence Fund (EDF) and joint procurement instruments in transnational programs such as FCAS, MGCS, and IRIS<sup>2</sup>. Historically, the continent's large contractors (*European primes*) have centralized the award of the largest platforms. In this competitive environment, Indra seeks to position itself through industrial expansion into the land and aerospace domains, aiming to evolve from its traditional role as a subsystem supplier to that of a prime contractor, thereby gaining direct access to the sector's highest-volume contracts.

Within Spain, military investment has historically been below the NATO average. However, the national defense industrial base stands out for its high technological sophistication. In 2024, sector turnover reached 9,997 million € and supported

nearly 116,000 direct and indirect jobs. This employment is characterized by high average productivity (122,956 € per worker, 65 % higher than the economy's average), while generating a multiplier effect of 2.7 € in national GDP for every euro directly invested in the sector.

To correct the operational deficit against international demands and guarantee spending sustainability, the Government approved the Security and Defense Industrial and Technological Plan (PITSD). This plan is structured around 31 Special Modernization Programs (PEM), multi-year plans that ensure a continuous workload for the domestic industry over the coming decades. Given that Indra leads 17 of these programs and participates as a subcontractor in another 10, the PEMs will constitute the primary growth vector for the company's revenues and operating margins in the coming years.

## Corporate Profile and Execution Strategy of Indra

Incorporated in 1993 through the integration of public and private technological assets, Indra Sistemas S.A. is Spain's leading defense and electronics contractor and the core of its industrial base. The company structures its operations into four business divisions: Defense, Air Traffic Management (ATM), Mobility, and Min-sait (its IT consulting and digital transformation subsidiary). In 2024, the group initiated a strategic reconfiguration with the launch of the *Leading the Future* plan. This strategy redefines the company's business model, shifting its focus from traditional software project integration toward serial industrial production and vertical control of complex hardware.

This roadmap was consolidated in 2025 with the appointment of Ángel Escribano (representing EM&E, Indra's second-largest shareholder) as executive chairman. Since then, Indra executed a notable capital allocation strategy focused on industrial expansion and mergers and acquisitions (M&A). Key transactions include increasing its stake to 51.01 % in the TESS Defence armored land vehicle consortium, the acquisition of satellite operator Hispasat for 725 million €, and the absorption of niche firms like Aertec (UAS autonomous systems) along with the purchase of software-defined radio (SDR) licenses from Bittium. This operational momentum, combined with the increase in defense spending in Spain, propelled the company's stock price, which appreciated from 17.62 € per share at the beginning of the year to reach 49.60 € at the close of the fiscal year.

Nevertheless, the company's corporate governance faced significant tensions at the close of the first quarter of 2026. The attempted full takeover of Escribano Mechanical & Engineering (EM&E) for 2,300 million € failed due to potential

conflicts of interest and the State's shareholder veto through SEPI. This situation led to the departure of Ángel Escribano from the chairmanship in April 2026, with the management team being restructured through the appointments of Ángel Simón as non-executive chairman and Josep Maria Recasens as Chief Executive Officer (CEO).

This leadership transition introduces operational execution risks during a critical phase of industrial ramp-up. This process coincides with a complex sector environment characterized by intense competition in recruiting specialized talent, global semiconductor supply chain bottlenecks, and the absorption of learning curves associated with heavy armored manufacturing.

## **Significance and Estimation Methodology of the PEMs**

The PEMs drive Indra's long-term growth and provide high visibility to its projections, following an increase in the Defense division's backlog from 2,972 million € in 2024 to over 11,337 million € by the end of 2025. From an operational perspective, these programs are implemented through a working capital cycle structured in three stages: first, the Ministry of Industry provides interest-free advance financing to cover cash requirements during the initial R&D phases; second, the Ministry of Defense settles billing milestones as physical deliveries of the systems are completed; and third, the company progressively reimburses Industry for the corresponding loan installments.

To incorporate this qualitative impact into a predictive financial model, the methodology applies a bottom-up revenue estimation through the individualized analysis of public tenders, isolating the pass-through coefficients of the project portfolio. This allows the contracts to be classified into two structural types: legacy/repertoire programs, characterized by high margins and low volumes as they are based on proprietary intellectual property (such as SEOT PAZ II or COAAAS); and new-domain programs, which encompass macro-projects for physical platforms (such as the ATP Self-Propelled Artillery or the VAC tracked vehicle) where the bulk of the gross budget is transferred to subcontractors.

Through this approach, it is quantified that Indra will retain a real net amount of 7,663.31 million € from the contracts awarded in 2025. The model distributes these cash receipts temporally by simulating an S-curve maturity profile (a moderate start in 2026–2027 and a peak of mass billing between 2028–2031). To comply with NATO requirements due to the accumulated underinvestment, new programs must be launched after 2025. The rollout of new PEMs (calculated based on the annual deficit) is iteratively integrated, and payments are modeled in the same

manner.

## Financial Modeling and Valuation Results

The income statement, balance sheet, and cash flow statement were modeled under a strictly organic scenario. This isolates the current intrinsic value of the group and excludes the impact of future acquisitions.

Revenues and operating profit margins are estimated by segmenting each business line, analyzing defense separately (subdivided into Eurofighter, PEMs, TESS Defence, space, and the rest of defense), Minsait (divided into IndraMind and the rest of the business), air traffic control (ATM), and mobility. The rest of the model is constructed based on these assumptions.

It is estimated that Indra will reach its strategic revenue target of 10,000 million € in the fiscal year 2028 (one year ahead of internal guidance), driven by the ramp-up of PEM revenues and a 25% annual growth in the artificial intelligence vertical (*IndraMind*). Core defense EBIT margins expand continuously from 16.5% to a ceiling of 18.5% in 2029 due to economies of scale, while the TESS Defence subsidiary is modeled with a 0.0% margin in 2026–2027 to absorb physical ramp-up inefficiencies before stabilizing at 8.0%. The remaining defense line items follow the core defense trajectory. For Mobility, traditional Minsait, and ATM, the model follows company guidance and historical performance.

Cuadro 2: Projected Consolidated Income Statement

(M€)	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Total Revenue	5,456.7	7,116.2	8,575.1	10,112.9	11,335.4
EBITDA	636.4	884.7	931.6	1,225.8	1,484.9
EBIT	517.3	683.3	710.1	976.8	1,200.8
<b>EBT</b>	<b>586.3</b>	<b>641.7</b>	<b>746.7</b>	<b>1,070.1</b>	<b>1,330.9</b>
<b>NI</b>	<b>435.8</b>	<b>464.3</b>	<b>540.7</b>	<b>775.2</b>	<b>963.0</b>

Once future cash flows are estimated, the company is valued using two methodologies: a discounted cash flow (DCF) analysis and a comparable companies multiple valuation.

To discount operating cash flows, a weighted average cost of capital (WACC) of 7.6% was estimated, based on a risk-free rate of 2.9%, a market risk premium of 5.7%, and a beta ( $\beta$ ) of 0.86, calculated from monthly returns against the

IBEX35. The results show consistency across the applied methodologies: the discounted cash flow (DCF) model determines a value of 62.25 € per share, while the peer comparison valuation places the target price at 63.66 €. For the latter analysis, segment-specific trading multiples were used: 23x EBIT for Defense, 14x for ATM, and 10x for Minsait. The peer group includes firms such as Thales, Airbus D&S, Dassault, and Leonardo for the Defense and ATM divisions, and Capgemini and Sopra Steria for the Minsait valuation.

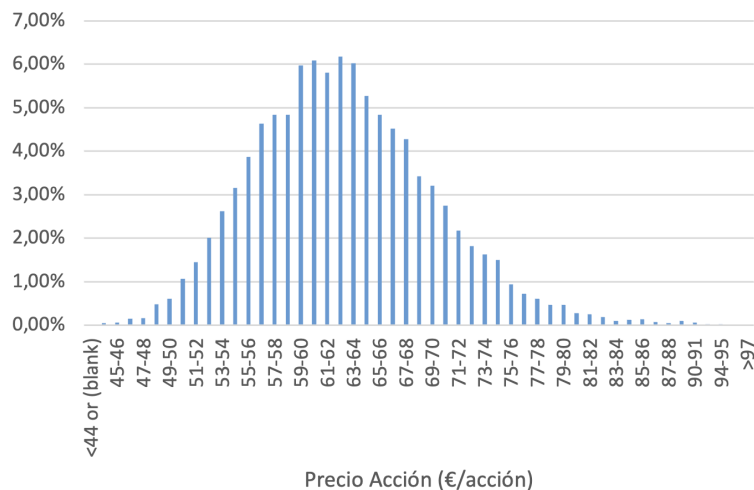


Figura 2: Monte Carlo Simulation Results (10,000 Iterations)

The stochastic Monte Carlo simulation supports these results, yielding an expected mean price of 62.83 € (median of 62.35 €) and establishing a floor for severe stress scenarios at 49.18 € (1st percentile; maximum drawdown of -25.99%). Comparing the central range (57.96 € – 67.11 €) with the closing price (as of 07/01/2025) of 51.46 € indicates that Indra is trading at a discount of nearly 18%. This value gap is due to transitory corporate governance uncertainties that temporarily overshadow the company’s fundamentals, which remains solidly positioned to capitalize on the European defense super-cycle.



# Agradecimientos

A Ricardo y el resto del equipo de Renta Variable en Bestinver, por confiar en mí y darme la oportunidad de aprender de vosotros.

A mi familia, especialmente a mis abuelos, por ser una fuente constante de inspiración y demostrarme con su ejemplo que el esfuerzo y el trabajo constante son la base de cualquier logro.

A Álvaro, por su apoyo infinito, por estar a mi lado en cada momento de duda y por ser el mejor filtro para ordenar mis pensamientos.

A mis amigas Maria, Alba y Maria, todas mejores ingenieras que yo. Gracias por hacer el camino mucho más divertido.



# Índice general

<b>1. Introducción</b>	<b>1</b>
1.1. Metodología de valoración en defensa	2
1.2. Motivación	3
1.3. Metodología de la investigación	3
1.4. Alineación con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS)	5
<b>2. Marco macroeconómico: la Defensa Europea</b>	<b>7</b>
2.1. Nuevo paradigma de gasto y contexto geopolítico	7
2.1.1. La lógica histórica del ciclo de rearme	7
2.2. Gasto en defensa en Alemania y Francia	13
2.2.1. Alemania	13
2.2.2. Francia	14
2.3. Los <i>European primes</i> como referencia comparativa	15
2.3.1. Estructura accionarial, geografía y poder industrial: la dimensión política del ecosistema	17
2.3.2. Capitalización bursátil y PIB nacional: el caso de infravaloración relativa de Indra	19
2.4. Grandes programas europeos de defensa: arquitectura industrial y posicionamiento Indra	21
<b>3. Defensa España</b>	<b>25</b>
3.1. Magnitudes Macroeconómicas	25
3.1.1. Empleos y productividad	27
3.1.2. Complejidad del sector	27
3.2. Estructura de la Cadena de Valor	28
3.3. Intensidad Tecnológica e Inversión en Investigación, Desarrollo e Innovación (I+D+i)	30
3.4. Empresas importantes del sector	32
3.5. Concentración Geográfica y Centros de Producción	35
3.5.1. Implicaciones estratégicas y financieras para Indra	38

<b>4. Indra: perfil corporativo y posicionamiento estratégico</b>	<b>39</b>
4.1. Historia y evolución	39
4.2. Estructura de negocio, divisiones y perfil comercial	42
4.2.1. Defensa	43
4.2.2. Gestión del Tráfico Aéreo	43
4.2.3. Movilidad	43
4.2.4. Minsait	44
4.2.5. Distribución financiera e implicaciones del perfil comercial	44
4.3. Posición financiera histórica	45
4.3.1. Crecimiento sostenido de ingresos	46
4.3.2. Expansión de rentabilidad operativa	46
4.3.3. Resultado neto y generación de caja	46
4.3.4. Estructura de balance y endeudamiento	46
4.3.5. Cartera de pedidos	47
4.4. Plan Leading the future	47
4.4.1. La transición hacia un modelo de <i>holding</i> flexible	47
4.4.2. El vector de la consolidación sectorial (M&A)	48
4.5. Gobierno corporativo y accionariado	49
4.5.1. Relevo directivo	50
4.6. Riesgos corporativos y operativos	51
4.6.1. Riesgo de ejecución	51
4.6.2. Riesgo geopolítico y de dependencia presupuestaria	51
4.6.3. Riesgos por la dualidad y desinversión de Minsait	51
4.7. Análisis Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades (DAFO)	52
<b>5. Estimación de ingresos por los Programas Especiales de Modernización (PEM): metodología y proyecciones</b>	<b>55</b>
5.1. Introducción a los PEM	55
5.1.1. Contexto y definición	55
5.1.2. Papel de Indra en los PEM	56
5.2. Análisis de los 31 PEM	56
5.3. Análisis de Impacto Financiero de los PEM Lanzados en 2025	59
5.3.1. Programas de Repertorio vs. Nuevos Dominios	59
5.3.2. Matriz Cuantitativa de los PEM	61
5.3.3. Distribución Temporal de la Financiación	62
5.3.4. Distribución Temporal de los Pagos	63
5.3.5. Distribución Temporal de las Devoluciones	63
5.4. Análisis de Impacto Financiero de los PEM Lanzados después de 2025	64
5.4.1. Estimación Anual del Gasto en Defensa	64
5.4.2. División del Gasto de Defensa Español	65
5.4.3. Nuevos PEM lanzados	69

5.4.4. Ingresos Indra [PEM] posteriores a 2025 . . . . .	72
<b>6. Capacidad de ejecución industrial, estrategia de M&amp;A y riesgos operativos</b>	<b>73</b>
6.1. Evaluación de la Capacidad Industrial y Escalabilidad Productiva .	73
6.1.1. Ampliación Infraestructura Física y Capacidad de Producción	73
6.1.2. Estandarización Modular, Cadena de Suministro y Eficiencia	74
6.1.3. Implicaciones Metodológicas y Vinculación con el Modelo Financiero . . . . .	76
6.2. La Estrategia de M&A como Vector de Consolidación y Capacidad	77
6.2.1. Operaciones de M&A en 2025: Despliegue de Capital e Integración Estratégica . . . . .	77
6.2.2. Escribano Mechanical & Engineering (EM&E): Conflicto de Gobernanza e Impacto Corporativo . . . . .	79
6.2.3. Pipeline de M&A Futuro, Rotación de Cartera de Activos y Enfoque Metodológico de la Valoración . . . . .	79
6.3. Análisis de Riesgos Industriales y de Ejecución Operativa . . . . .	82
6.3.1. Impacto e integración en las premisas de modelización y valoración financiera . . . . .	83
<b>7. Modelización Financiera y Valoración Estratégica</b>	<b>85</b>
7.1. Estructura y Metodología de Proyección de la Cuenta de Resultados	85
7.1.1. Proyección de los Ingresos por Segmento . . . . .	85
7.1.2. Determinación del Margen Operativo (EBIT) y Reconstitución del EBITDA . . . . .	89
7.1.3. Proyección desde el EBIT hacia el Beneficio Neto . . . . .	91
7.2. Proyección y Dinámica del Estado de Flujos de Caja . . . . .	92
7.2.1. Flujo de Caja de las Actividades de Explotación . . . . .	92
7.2.2. Flujo de Caja de las Actividades de Inversión . . . . .	95
7.2.3. Flujo de Caja de las Actividades de Financiación . . . . .	96
7.2.4. Generación Neta de Liquidez . . . . .	97
7.3. Estructura y Metodología de Proyección del Balance Consolidado (Balance Sheet) . . . . .	98
7.3.1. Activo No Corriente . . . . .	99
7.3.2. Activo Corriente . . . . .	100
7.3.3. Pasivo No Corriente y Patrimonio Neto . . . . .	102
7.3.4. Pasivo Corriente . . . . .	103
7.3.5. Balance de situación total . . . . .	105
7.4. Flujo de Caja Libre (Free Cash Flow) . . . . .	105
7.5. Cálculo coste de capital . . . . .	106
7.5.1. Coste de capital . . . . .	107

7.5.2. Coste de la deuda	108
7.5.3. WACC	108
7.6. Cálculo del Valor Terminal	108
7.7. Descuento de flujos de caja y Valoración Indra	109
7.7.1. Descuento flujos de caja y determinación del <i>Enterprise Value</i>	109
7.7.2. Cálculo capitalización bursátil y valoración final	110
7.8. Valoración por Múltiplos Comparables	111
7.8.1. Selección del Panel de Comparables y Asignación de Múltiplos	111
7.8.2. Modelización de la Valoración por Partes (SOTP)	112
7.9. Análisis de Sensibilidad Estocástica mediante Simulación de Monte Carlo	113
7.9.1. Definición de Variables Críticas	113
7.9.2. Resultados Estadísticos de la Simulación e Intervalos de Confianza	114
7.9.3. Percentiles y Máximo <i>Drawdown</i>	116
7.9.4. Comparación del Rango de Simulación frente al Valor Central	117
<b>8. Conclusiones y Recomendaciones</b>	<b>119</b>
8.1. Síntesis del Modelo de Valoración Financiera	119
8.2. Comparativa con el Consenso de Mercado y la Cotización Actual	120
8.3. Conclusiones Estratégicas ante el Nuevo Paradigma de la Defensa Europea	120
8.4. Limitaciones de la Investigación y Trabajo Futuro	121
<b>Appendix</b>	<b>122</b>
<b>A. Desglose e hitos de pago de los programas de defensa vigentes</b>	<b>123</b>
<b>B. Cálculo Beta</b>	<b>127</b>
<b>C. Modelo Completo</b>	<b>129</b>
<b>D. Simulación Monte Carlo</b>	<b>143</b>
<b>E. Análisis del Equipo Directivo y Matriz de Riesgo Asociado (Key Man Risk) en marzo 2026</b>	<b>145</b>
<b>F. PEM de Indra</b>	<b>149</b>
<b>Bibliografía</b>	<b>161</b>

# Índice de figuras

1. Resultados de la Simulación Monte Carlo (10.000 Iteraciones) . . . . .	VII
2. Monte Carlo Simulation Results (10,000 Iterations) . . . . .	XIII
1.1. Flujo de trabajo del presente trabajo, elaboración propia . . . . .	5
2.1. Déficit y gasto excesivo acumulados en Europa de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) desde 1960 con respecto al 2% del PIB, Berenberg [9] . . . . .	8
2.2. Número de conflictos armados . . . . .	9
2.3. Proyecciones gasto en defensa con respecto al PIB, elaboración propia	10
2.4. Estimación gasto adquisiciones, Berenberg [9] . . . . .	12
2.5. Evolución gasto en defensa Alemania, Berenberg [9] . . . . .	13
2.6. Evolución gasto en defensa Francia, Berenberg [9] . . . . .	14
2.7. Valoración de empresas defensa europa, elaboración propia . . . . .	16
2.8. EU defence absolute P/E 12-month forward, Kepler [15] . . . . .	17
2.9. Ubicación sede empresas defensa europa, elaboración propia . . . . .	18
2.10. Accionariado de empresas de defensa, elaboración propia . . . . .	19
2.11. Capitalización bursátil vs. PIB 2025, elaboración propia . . . . .	20
2.12. Capitalización bursátil vs. PIB evolución, elaboración propia . . . . .	21
2.13. Matriz colaboración grandes empresas defensa, elaboración propia . . . . .	22
3.1. Evolución del gasto en defensa en España 1990-2025 . . . . .	25
3.2. Tecnologías exportadas vs. usado para el Ministerio de Defensa, [70]	26
3.3. Empleos directos, indirectos e inducidos creados por la industria Asociación Española de Empresas Tecnológicas de Defensa, Seguri- dad, Aeronáutica y Espacio (TEDAE), datos [70] . . . . .	27
3.4. Productividad y remuneración en defensa vs. media nacional, ela- boración propia . . . . .	28
3.5. Complejidad TEDAE, elaboración propia . . . . .	28
3.6. Contribución directa en PIB [70] . . . . .	29
3.7. Centros de actividad en España, infodefensa [56] . . . . .	36
3.8. Mapa corredores defensa España . . . . .	37

4.1. Movimiento acción desde el 20 de enero 2025, cuando entra Ángel	
Escribano como presidente [11]	42
4.2. Ingresos 2025 por área de negocio de Indra, elaboración propia [47]	44
4.3. Ingresos por geografía 2025, Indra [47]	45
6.1. Evolución de la superficie fabril (2024-2028+)	74
6.2. Cronograma de comunicados y noticias de Indra en defensa	80
7.1. Hipótesis de Ingresos por Subdivisión Operativa.	88
7.2. Balance consolidado	105
7.3. Resultados simulación Montecarlo, precio acción	115

# Índice de cuadros

1. Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada Proyectada . . . . .	VI
2. Projected Consolidated Income Statement . . . . .	XII
2.1. Principales Proyectos de Defensa Estratégica Europea . . . . .	23
3.1. Desglose del impacto sectorial en I+D+i y coeficientes de arrastre (2024). . . . .	31
3.2. Distribución del gasto directo en I+D+i según el segmento empresarial (2024). . . . .	32
3.3. Desglose de inversión total en I+D+i e impacto multiplicador por subsectores (2024). . . . .	32
3.4. Principales magnitudes de las empresas líderes del sector de defensa en España (2024). . . . .	33
4.1. Matriz geografía vs. cliente . . . . .	45
4.2. Evolución del Mix de EBITDA estimado en el Plan Leading the Future. . . . .	48
4.3. Matriz DAFO de Indra Group en el escenario actual. . . . .	52
5.1. Matriz Económica y Estructura de Retención de los PEM . . . . .	61
5.2. Distribución temporal de la financiación . . . . .	62
5.3. Resumen Financiero y Desglose por Período [78] . . . . .	63
5.4. Proyección de flujos: Financiación, Ingresos y Devolución (2025-2029) . . . . .	64
5.5. Evolución del PIB y Proyección del Gasto de Defensa en España . . . . .	65
5.6. Desglose del Gasto en Defensa bajo el Criterio OTAN . . . . .	65
5.7. Desglose de contratos, planificación de entregas y asignación presupuestaria . . . . .	67
5.8. Distribución porcentual anual de los pagos según el subtipo de programa . . . . .	68
5.9. Factores de ajuste y penalización temporal según la primera entrega . . . . .	68
5.10. Totales anuales presupuestados para el periodo 2026-2029 . . . . .	68
5.11. Proyección del Gasto de Defensa (2024-2029) . . . . .	70

5.12. Comparativa de totales y necesidades presupuestarias	70
5.13. Resultados de la emisión de los nuevos PEM (2026-2029)	71
5.14. Proyección Final del Gasto de Defensa con Nuevos PEM (2024-2029)	71
5.15. Proyección de flujos financieros estimados para Indra (2026-2029)	72
5.16. Flujos Financieros para Indra (PEM 2025 y Posteriores)	72
6.1. Métricas de Estandarización y Reestructuración de la Cadena de Suministro (FY25)	75
7.1. Hipótesis de Tasas de Crecimiento Anual de Ingresos por Subdivisión.	87
7.2. Evolución de los Márgenes EBIT Objetivos ( $mgEBIT_i$ ) por Segmento.	90
7.3. Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada Proyectada (Mapeo de Datos Reales).	92
7.4. Flujo de Caja de Operaciones	94
7.5. Flujo de Caja de Inversiones	96
7.6. Consolidated Cash Flow Statement	98
7.7. Proyección del Activo No Corriente de Indra (M€).	100
7.8. Total Current Assets	102
7.9. Total Non-Current Liabilities	103
7.10. Total Current Liabilities	104
7.11. Cálculo y Proyección del Flujo de Caja Libre (M€).	106
7.12. Valuation Model DCF	111
7.13. Tabla de Valoración por Múltiplos Comparables (SOTP)	112
7.14. Intervalos de Confianza Estadísticos y Dispersión	116
A.1. Perfil de pagos por subtipo de programa (2026–2029).	123
A.2. Desglose Plurianual Completo de los Programas de Modernización y Obtención (2026-2029)	124
B.1. Histórico de datos IDR e IBEX	127
C.1. Escenarios de Gasto y Cobertura de Techos – Criterio OTAN	129
C.2. Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada y Asunciones Segmentadas Completas	132
C.3. Balance de Situación Consolidado y Asunciones de Circulante (Fila por Fila)	137
C.4. Estado de Flujos de Caja Completo y Módulos de Valoración Estructurales	139

# Acrónimos

<b>AESA</b>	Agencia Estatal de Seguridad Aérea
<b>ATM</b>	Air Traffic Management (Gestión del Tráfico Aéreo)
<b>ATP</b>	Artillería Autopropulsada (Programa de Defensa)
<b>BCE</b>	Banco Central Europeo
<b>CAGR</b>	Compound Annual Growth Rate (Tasa de Crecimiento Anual Compuesto)
<b>CAPM</b>	Capital Asset Pricing Model (Modelo de Valoración de Activos Financieros)
<b>CapEx</b>	Capital Expenditure (Inversión o Gasto de Capital)
<b>CNI</b>	Centro Nacional de Inteligencia
<b>COAAAS</b>	Multidisciplinary Connectivity in Air Safety
<b>DAFO</b>	Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades
<b>DCF</b>	Discounted Cash Flow (Descuento de Flujos de Caja)
<b>EBIT</b>	Earnings Before Interest and Taxes (Beneficio Antes de Intereses e Impuestos)
<b>EBITDA</b>	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
<b>EBT</b>	Earnings Before Taxes (Beneficio Antes de Impuestos)
<b>EDF</b>	European Defence Fund (Fondo Europeo de Defensa)
<b>EM&amp;E</b>	Escribano Mechanical & Engineering
<b>EPS</b>	Earnings Per Share (Beneficio por Acción)
<b>ERP</b>	Equity Risk Premium (Prima de Riesgo de las Acciones)
<b>EV</b>	Enterprise Value (Valor de la Empresa)
<b>FCAS</b>	Future Combat Air System (Sistema Aéreo de Combate Futuro)
<b>FCF</b>	Flujo de Caja Libre (Free Cash Flow)
<b>HQs</b>	Headquarters (Sedes Centrales / Cuarteles Generales)
<b>I+D+i</b>	Investigación, Desarrollo e Innovación
<b>IRIS<sup>2</sup></b>	Infrastructure for Resilience, Interconnectivity and Security by Satellite
<b>ITAR</b>	International Traffic in Arms Regulations
<b>JEY-CUAS</b>	Joint European System for Countering Unmanned Air Systems
<b>LPM</b>	Ley de Programación Militar (Francia)
<b>M&amp;A</b>	Mergers and Acquisitions (Fusiones y Adquisiciones)
<b>MBDA</b>	Matra, BAe Dynamics y Alenia (Consortio de sistemas de misiles)
<b>MBC</b>	Minsait Business Consulting
<b>MDD</b>	Máxima Caída (Maximum Drawdown)

<b>MGCS</b>	Main Ground Combat System (Sistema de Combate Terrestre Superior)
<b>NOPAT</b>	beneficio Operativo Neto Después de Impuestos(Net Operating Profit After Taxes)
<b>ODS</b>	Objetivos de Desarrollo Sostenible
<b>OTAN</b>	Organización del Tratado del Atlántico Norte
<b>P/E</b>	Price to Earnings
<b>PEM</b>	Programas Especiales de Modernización
<b>PIB</b>	Producto Interior Bruto
<b>PITSD</b>	Plan Industrial y Tecnológico de Seguridad y Defensa
<b>POC</b>	Programas de Obtención de Capacidades
<b>PYME</b>	Pequeñas y Medianas Empresas
<b>ROIC</b>	Return on Invested Capital (Rendimiento del Capital Invertido)
<b>SAPA</b>	Sociedad Anónima Placencia de las Armas
<b>SCRT</b>	Sistema de Cooperación del Radar de Torrejón (Simulación Avanzada)
<b>SEPI</b>	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
<b>SESAR</b>	Single European Sky ATM Research
<b>SIPRI</b>	Stockholm International Peace Research Institute
<b>SOST</b>	Contratos de Sosténimiento y Mantenimiento
<b>TEDAE</b>	Asociación Española de Empresas Tecnológicas de Defensa, Seguridad, Aeronáutica y Espacio
<b>TV</b>	Terminal Value (Valor Terminal)
<b>UE</b>	Unión Europea
<b>UTE</b>	Unión Temporal de Empresas
<b>VAC</b>	Vehículo de Apoyo a Cadenas
<b>VACIM</b>	Vehículo de Apoyo a Cadenas de Ingenieros y Morteros
<b>VCR</b>	Vehículo de Combate sobre Ruedas (VCR 8x8)
<b>VLP</b>	Vehículo Lanzapuentes
<b>WACC</b>	Weighted Average Cost of Capital (Coste Medio Ponderado del Capital)

# Capítulo 1

## Introducción

Indra Sistemas S.A. es la principal empresa tecnológica y de defensa de España, y el ancla indiscutible de la base industrial de defensa nacional. Su trayectoria a lo largo de la próxima década estará determinada, y a su vez contribuirá a determinar, uno de los cambios estructurales más grandes en el gasto público europeo desde el final de la Guerra Fría. La invasión rusa de Ucrania en 2022 marcó un punto de inflexión geopolítico, que ha impulsado a los Estados miembros de la OTAN a reorientar sus prioridades presupuestarias hacia la defensa con una urgencia desconocida desde la posguerra [25]. En este nuevo entorno, el debate sobre la autonomía estratégica europea ha dejado de ser una aspiración retórica para convertirse en una necesidad institucional, con implicaciones directas sobre la estructura del gasto público, la política industrial y la arquitectura del sector de defensa en Europa.

España, históricamente por debajo de los objetivos de inversión en defensa marcados por la OTAN, ha reaccionado a este cambio de ciclo con la puesta en marcha de una ambiciosa agenda de modernización, que gira en torno a 31 PEM [28], planes de adquisición plurianuales que aseguran un flujo continuo de trabajo durante los próximos diez a veinte años para las empresas contratadas. Esta iniciativa tiene implicaciones económicas importantes para las empresas que conforman el ecosistema industrial de defensa nacional, entre las cuales Indra ocupa una posición central e irremplazable como campeón nacional.

Este trabajo parte del encuentro entre este nuevo paradigma de gasto en defensa y la pregunta de si el mercado ha incorporado de forma adecuada el impacto económico potencial de este ciclo inversor sobre Indra. El trabajo aborda esta pregunta a través de un análisis financiero, cuyo núcleo analítico está en la estimación de ingresos vinculados a los PEM, en el crecimiento del presupuesto de defensa español y en la valoración financiera de la compañía mediante metodologías

complementarias. El análisis estratégico e industrial se incorpora como marco el contextual necesario para explicar las proyecciones económicas.

## 1.1. Metodología de valoración en defensa

La valoración financiera de empresas ligadas al gasto público en defensa tiene características específicas que la distinguen de otros sectores. A diferencia de las industrias de demanda privada, donde los ingresos futuros dependen de decisiones de posiblemente millones de clientes, los contratistas de defensa operan en un mercado donde un único cliente, el Estado, determina el volumen, el calendario y las condiciones de los contratos. Esto genera una visibilidad de ingresos poco frecuente en otros sectores industriales, pero también introduce una dependencia estructural de las decisiones presupuestarias públicas que convierte el análisis del entorno macroeconómico y político en una parte inseparable del análisis financiero de la compañía. No es posible valorar bien a Indra sin entender primero qué va a gastar España en defensa, cuándo, y en qué programas.

Esta interdependencia entre política de gasto público y valor de los contratistas nacionales es especialmente relevante en el momento actual. Europa está reconfigurando su arquitectura de defensa a una velocidad y escala que no tienen precedente reciente, y ese proceso tiene un impacto industrial y financiero directo sobre las empresas del sector. Las decisiones que se están tomando ahora, como qué programas se aprueban, de qué tamaño, en qué plazos, van a definir las cuentas de resultados de los contratistas nacionales durante la próxima década. Analizar ese vínculo con rigor, en el momento en que el ciclo está comenzando a materializarse, es lo que hace que este trabajo tenga interés más allá del caso concreto de Indra.

La valoración mediante descuento de flujos de caja (*Discounted Cash Flow*, DCF) de un contratista de defensa vincula el crecimiento de los ingresos directamente al presupuesto soberano y a la velocidad de ejecución de la cartera de proyectos. Asimismo, en conglomerados como Indra, la proyección de los flujos exige segmentar el perfil de márgenes debido a la diferencia operativa entre sus divisiones.

La valoración por múltiplos contrasta el DCF con el precio de mercado de empresas similares. En la defensa europea, la selección de comparables debe ajustar las diferencias estructurales entre los *primes*, como el mix de negocio, la exposición geográfica, la integración vertical y la dependencia del cliente soberano. El grupo de referencia para este análisis incluye a Thales, Hensoldt, Leonardo, BAE

Systems, Rheinmetall, Dassault Aviation y Saab.

La simulación Monte Carlo recoge la incertidumbre del modelo al evaluar el impacto de los cambios en los parámetros críticos. Ante la volatilidad de los ingresos proyectados, un único escenario resulta insuficiente, por lo que este enfoque probabilístico es habitual en el *equity research* sectorial.

## 1.2. Motivación

La valoración de una compañía tiene como objetivo proporcionar una evaluación de su valor real, considerando las tendencias del sector, el posicionamiento estratégico de la empresa, su entorno competitivo y sus perspectivas de crecimiento a largo plazo. Las metodologías de valoración empleadas en un análisis de este tipo son herramientas fundamentales tanto para la toma de decisiones corporativas como para el análisis de inversión y constituyen un marco para evaluar los riesgos asociados a la posición, permitiendo a los inversores tomar decisiones informadas.

Más allá de la dimensión puramente financiera, sin embargo, la motivación de seleccionar a Indra para este análisis tiene raíces en el contexto geopolítico y estratégico actual. La decisión del gobierno español de consolidar el liderazgo industrial en defensa en torno a Indra refleja una elección de política industrial: construir un campeón nacional de defensa capaz de competir y cooperar al más alto nivel de integración programática europea [61].

Comprender la valoración financiera de Indra no es, por tanto, un ejercicio meramente académico. Es un intento de cuantificar el valor de una compañía que se encuentra en la intersección de la política industrial nacional, la autonomía estratégica europea y uno de los desplazamientos estructurales del gasto público más relevantes en Europa desde la Guerra Fría. Para los inversores, la pregunta es si el mercado ha descontado plenamente esta transformación o si Indra permanece infravalorada en relación con la magnitud de la oportunidad que tiene por delante.

## 1.3. Metodología de la investigación

El presente trabajo sigue un enfoque estructurado que combina análisis macroeconómico, análisis sectorial, revisión documental e institucional, análisis estratégico corporativo y modelización financiera. El desarrollo es secuencial, de forma que cada fase construye sobre lo anterior.

La primera etapa comprende un análisis macroeconómico y sectorial de la defensa en el entorno europeo y español. A nivel europeo, se examina el nuevo paradigma de gasto geopolítico, los presupuestos militares de Alemania y Francia, y el posicionamiento de los grandes contratistas del continente (European primes) como referencia comparativa. En el plano nacional, el estudio profundiza en las magnitudes macroeconómicas del sector en España, su intensidad tecnológica en **I+D+i**, la articulación de la cadena de valor entre empresas tractoras y Pequeñas y Medianas Empresas (**PYME**), y la configuración de sus corredores industriales regionales.

La segunda etapa evalúa el perfil corporativo, la trayectoria financiera histórica y la estrategia operativa de Indra. Se analiza el despliegue estratégico del plan *Leading the Future*, enfocado en la transición desde la integración de proyectos de software hacia la producción industrial en serie y la fabricación anticipada de stock para el mercado internacional. Asimismo, se aborda la política de asignación de capital mediante las adquisiciones ejecutadas en 2025 (tales como Hispasat y la toma de control de TESS Defence) y las implicaciones operativas y de gobernanza derivadas del fallido intento de absorción de Escribano Mechanical & Engineering a inicios de 2026, evento que reconfiguró el equipo gestor de la compañía.

La tercera etapa constituye el núcleo cuantitativo del trabajo y enlaza la proyección operativa con la valoración fundamental de la compañía. En primer lugar, se realiza una estimación de ingresos *bottom-up* de los 31 **PEM** lanzados en 2025, aislando los coeficientes de transferencia (*pass-through*) según el tipo de programa. Se calcula el presupuesto de defensa español en el periodo considerado para estimar de forma iterativa el lanzamiento de nuevos **PEM** posteriores a 2025 para cubrir el déficit de gasto español frente a los objetivos de la **OTAN**. En segundo lugar, estas hipótesis alimentan un modelo financiero estrictamente orgánico (cuenta de pérdidas y ganancias, balance y estado de flujos de caja) para valorar el grupo mediante dos metodologías complementarias: un descuento de flujos de caja (Discounted Cash Flow (Descuento de Flujos de Caja) (**DCF**)) y una valoración por múltiplos comparables mediante suma de las partes (*Sum-of-the-Parts*). Por último, el análisis incorpora una simulación estocástica de Monte Carlo de 10.000 iteraciones para evaluar la distribución de la valoración final frente a la volatilidad de las variables críticas del modelo.

La modelización se ha desarrollado en Microsoft Excel, y el análisis cualitativo se ha enriquecido con la revisión de informes institucionales de la Agencia Europea de Defensa, la **OTAN**, el Stockholm International Peace Research Institute (**SIPRI**) [74] y el Ministerio de Defensa español, así como de *equity research* de referencia

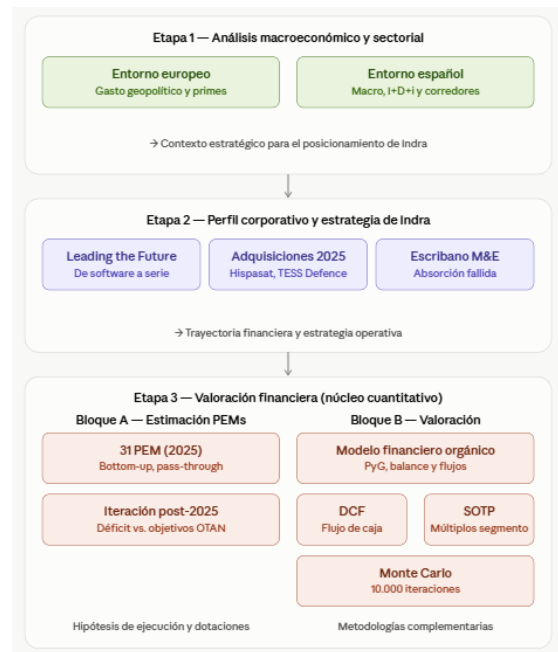


Figura 1.1: Flujo de trabajo del presente trabajo, elaboración propia

del sector.

## 1.4. Alineación con los ODS

El trabajo se alinea con dos Objetivos de Desarrollo Sostenible de la Agenda 2030 de Naciones Unidas. En primer lugar, el trabajo está vinculado con el ODS 9 [3], Industria, Innovación e Infraestructura, en particular con la Meta 9.1:

*Desarrollar infraestructuras fiables, sostenibles, resilientes y de calidad, incluidas infraestructuras regionales y transfronterizas, para apoyar el desarrollo económico y el bienestar humano, haciendo especial hincapié en el acceso asequible y equitativo para todos.*

Los PEM financian infraestructuras tecnológicas clave para la seguridad de Europa. Por eso, medir el impacto económico de estos programas en Indra ayuda a evaluar si la inversión pública es rentable y sirve para justificar su financiación a largo plazo.

En segundo lugar, el trabajo se relaciona con el ODS 8 [2], Trabajo Decente y Crecimiento Económico, concretamente con la Meta 8.2:

*Lograr niveles más elevados de productividad económica mediante la diversificación, la modernización tecnológica y la innovación, entre otras cosas centrándose en los sectores con gran valor añadido y un uso intensivo de la mano de obra.*

Indra opera precisamente en los segmentos que el 8.2 identifica como motores de productividad: modernización tecnológica, innovación, diversificación industrial. El modelo financiero desarrollado cuantifica cómo esa especialización se traduce en crecimiento de ingresos y expansión de márgenes. Valorar una empresa de este perfil contribuye a comprender el retorno económico de apostar por sectores industriales sofisticados como palanca de desarrollo.

# Capítulo 2

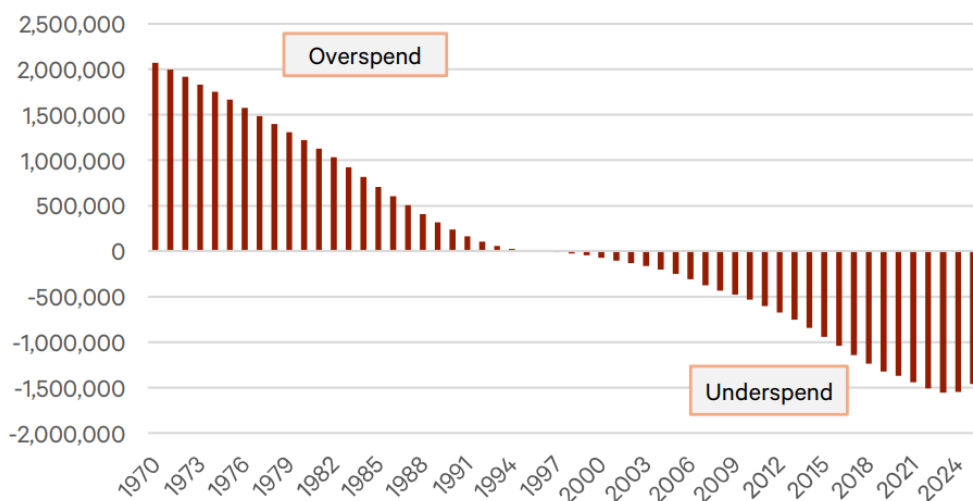
## Marco macroeconomico: la Defensa Europea

### 2.1. Nuevo paradigma de gasto y contexto geopolítico

#### 2.1.1. La lógica histórica del ciclo de rearme

El punto de partida para entender el ciclo actual de inversión en defensa no es 2022, sino 1991. La disolución de la Unión Soviética dio inicio al denominado "*dividendo de la paz*", la idea de que la ausencia de grandes amenazas permitía recortar el presupuesto militar. Durante más de dos décadas, los miembros europeos de la [OTAN](#) redujeron sostenidamente sus presupuestos de defensa. Como resultado, entre 1995 y 2023 se acumuló un déficit de inversión de aproximadamente 1,5 billones de dólares respecto al objetivo del 2% del PIB, fijando la brecha industrial y operativa que el ciclo actual busca cerrar [\[9\]](#), como se puede ver en la figura [2.1](#).

Esta desescalada militar tras periodos de tensión responde a un patrón histórico recurrente [\[27\]](#). Un ejemplo similar ocurrió en los años veinte del siglo pasado, cuando Francia y el Reino Unido recortaron sus presupuestos de defensa tras la Primera Guerra Mundial. Esta decisión los dejó desprotegidos ante el rearme alemán una década después, obligándolos a realizar inversiones de emergencia mucho más costosas que las que habría requerido una política de mantenimiento constante [\[56\]](#). La diferencia con el escenario actual radica en que el déficit acumulado hoy es mayor, la tecnología es más compleja y la reconstitución industrial exige plazos más largos.



Source: Berenberg estimates, SIPRI, NATO

Figura 2.1: Déficit y gasto excesivo acumulados en Europa de la OTAN desde 1960 con respecto al 2 % del PIB, Berenberg [9]

El ciclo actual está impulsado por factores de presión estructurales y simultáneos. Por eso, es poco probable que el presupuesto militar baje a corto plazo, incluso si el conflicto en Ucrania se frena [9].

Este incremento del gasto militar se explica, principalmente, por tres factores clave:

### El detonante geopolítico

La invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022 demostró que la guerra convencional en territorio europeo era una posibilidad real. Esto obligó a los gobiernos europeos a reevaluar supuestos estratégicos que habían permanecido implícitos durante décadas, en particular la asunción de que la disuasión nuclear de la OTAN y la presencia estadounidense hacían innecesaria una capacidad de defensa europea robusta. Esta guerra llega además en un momento en el que están aumentando a gran velocidad los conflictos internacionales, como se puede observar en la imagen 2.2.

La aceleración de este proceso llegó a partir de 2025, cuando la administración americana comenzó a cuestionar el compromiso incondicional de Estados Unidos con la defensa colectiva bajo el Artículo 5 del Tratado de Washington [79]. Las dudas sobre Groenlandia, las presiones sobre el reparto de cargas en la Alianza y la retórica de *América primero* aplicada a la política de seguridad introdujeron una

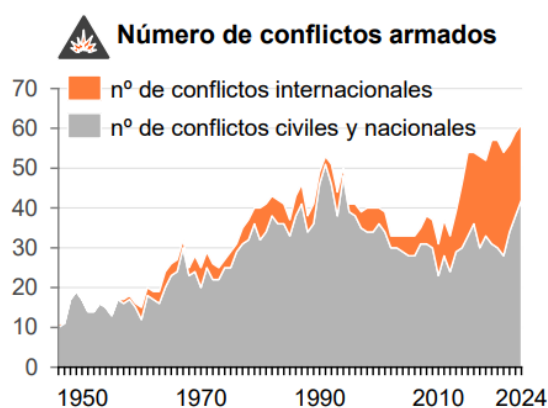


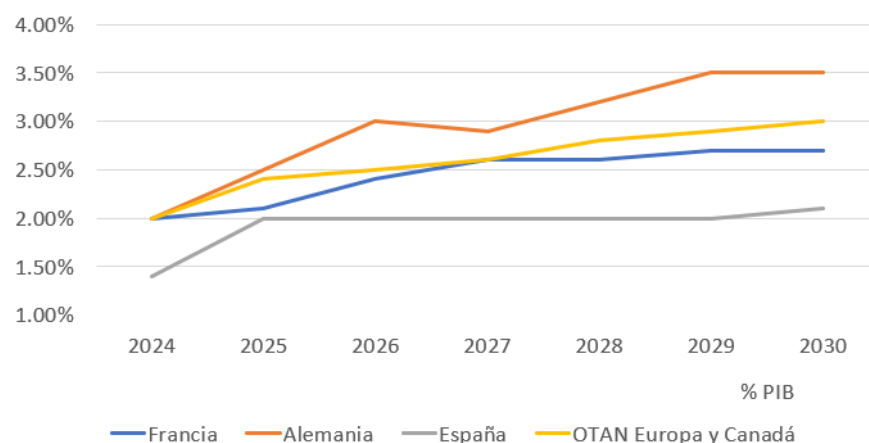
Figura 2.2: Número de conflictos armados

variable que los planificadores europeos no habían tenido que contemplar desde la fundación de la [OTAN](#): la posibilidad de que el paraguas de seguridad estadounidense no fuera incondicional. El resultado fue una aceleración de los compromisos de gasto. En la Cumbre de La Haya de junio de 2025, los miembros de la Alianza acordaron elevar el objetivo de gasto al 3,5 % del PIB en capacidades militares nucleares y al 5 % incluyendo seguridad ampliada, para 2035 [\[67\]](#). El gasto conjunto de la Europa de la [OTAN](#), estimado en torno a 633.000 millones de dólares en 2025, podría alcanzar 1,2 billones en 2035 [\[9\]](#), lo que implica un *CAGR* del 8 % sostenido durante una década. Esto se recoge en la gráfica [2.3](#)

## La búsqueda de soberanía estratégica e independencia tecnológica

El segundo motor no responde a una amenaza externa inmediata sino a una vulnerabilidad estructural que la guerra en Ucrania y la presión estadounidense han hecho visible. Europa depende de Estados Unidos no solo para su seguridad colectiva, sino para los sistemas de armas, los componentes electrónicos, el software de gestión de combate y las actualizaciones logísticas de una proporción significativa de su equipamiento militar. Más del 60 % del armamento adquirido por los Estados miembros de la UE procede de proveedores no europeos, con Estados Unidos como origen dominante [\[24\]](#).

Esta dependencia genera dos problemas. El primero (militar) es que las normas estadounidenses International Traffic in Arms Regulations ([ITAR](#)) permiten a Washington vetar el uso, la venta o la modificación de sus armas. Por ejemplo, un país europeo con cazas F-35 no puede usarlos con total libertad sin el permiso de Estados Unidos. El segundo problema es industrial, la adquisición de sistemas



Gasto en defensa (B€)							
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Francia</b>	64,5	66,5	78,2	87,1	91,3	95,4	99,5
<b>Alemania</b>	93,7	117,4	147,1	145,4	167,7	187,8	193,4
<b>España</b>	24,6	35,7	37,2	38,6	39,7	40,9	44,2
<b>OTAN</b>	519,1	633,1	705,4	759,2	827,0	890,3	946,9

Figura 2.3: Proyecciones gasto en defensa con respecto al PIB, elaboración propia

no europeos desvía recursos hacia proveedores extranjeros, lo que debilita la capacidad de producción nacional.

La respuesta institucional a esta vulnerabilidad ha tomado forma en una serie de iniciativas. El Fondo Europeo de Defensa moviliza recursos para **I+D+i** colaborativo entre empresas europeas. El programa ReArm Europe y el instrumento SAFE, dotado con hasta 150.000 millones de euros en financiación supranacional a largo plazo, priorizan explícitamente la adquisición conjunta de equipamiento de fabricación europea [25] [26]. La Comisión Europea, en su *Defence Industry Transformation Roadmap* de noviembre de 2025, eleva esta ambición al nivel de política industrial estructural, identificando la soberanía tecnológica como condición necesaria. El objetivo no es solo gastar más en defensa, sino gastar diferente, orientando una proporción creciente del gasto hacia proveedores europeos, reduciendo las dependencias **ITAR** y construyendo una base industrial capaz de sostener la demanda sin recurrir a importaciones críticas. Para las empresas europeas, esta reorientación representa una oportunidad estructural de primer orden que va más allá del ciclo presupuestario ordinario.

## La disrupción tecnológica como redefinición del campo de batalla

El tercer motor del nuevo paradigma es la emergencia de tecnologías de uso dual como la inteligencia artificial, sistemas autónomos, drones, guerra electrónica avanzada, ciberseguridad y comunicaciones cuánticas. Estas están redefiniendo la naturaleza del conflicto moderno con una velocidad sin precedentes. Como documenta la Comisión Europea en su Transformation Roadmap [25], los drones de primera persona (FPV) de bajo coste usados en Ucrania han demostrado una eficacia capaz de neutralizar sistemas de armas convencionales de valor muy superior. La probabilidad de impacto de drones equipados con navegación autónoma asistida por IA ha pasado del 10-20 % al 70-80 % en condiciones de combate real, lo que cambia la relación coste-eficacia en la que se han basado las doctrinas militares convencionales durante décadas [53]. Al mismo tiempo, los ciclos de actualización de estos sistemas se miden en semanas, no en años, lo que introduce una lógica de iteración ágil radicalmente incompatible con los procesos de adquisición de defensa tradicionales, diseñados para plazos de desarrollo de cinco a veinte años.

Esta evolución tecnológica cambia las reglas del sector de dos formas. Por un lado, el valor se desplaza del hardware al software; importa más la gestión de datos en tiempo real y la inteligencia del sistema que la plataforma física. Por tanto, las empresas de electrónica y sistemas están mejor posicionadas que los fabricantes tradicionales de armas.

Por otro lado, el mercado de la defensa se está abriendo a nuevos actores. Muestra de ello es que se han fundado más de 230 *startups* de tecnología militar en Europa desde febrero de 2022, y la inversión privada en este segmento alcanzó un máximo histórico en 2024, superando los 5.000 millones de euros, lo que representa una multiplicación por cinco respecto a 2019 [20]. Empresas procedentes del ecosistema tecnológico civil de IA, robótica, ciberseguridad o comunicaciones están entrando en un sector en el que hasta hace poco participaban casi exclusivamente contratistas tradicionales. La Comisión Europea denomina a estos nuevos actores "*New Defence players*" y ha diseñado instrumentos específicos para integrarlos en la base industrial de defensa europea, reconociendo la importancia de la capacidad de innovación ágil que aportan.

## Un ciclo estructural

La convergencia de estos tres motores es lo que distingue el ciclo actual de los momentos anteriores de incremento del gasto en defensa europeo y lo que justifica hablar de un cambio de paradigma y no solo de un ajuste cíclico.

Los ciclos de gasto en defensa históricamente han seguido una lógica de respuesta a amenazas concretas y han tendido a revertir cuando la amenaza desaparecía o cuando las presiones fiscales imponían restricciones. El ciclo actual presenta características que dificultan esa reversión. El déficit acumulado de inversión es tan profundo que incluso en un escenario de resolución del conflicto en Ucrania, la reconstrucción de arsenales, la reposición de stocks de munición y la modernización de equipamientos obsoletos requeriría un esfuerzo sostenido de al menos cinco a diez años [5]. La dependencia tecnológica de Estados Unidos ha generado un consenso político europeo sobre la necesidad de tener una autonomía estratégica que no existía antes de 2022 y que es difícil de deshacer independientemente de la evolución de la situación en Ucrania. Y la transformación tecnológica del campo de batalla no va a revertir: la integración de IA y sistemas autónomos en las capacidades militares es una tendencia que las empresas de defensa deben asumir como condición de supervivencia competitiva [18].

El resultado es un entorno de demanda que los analistas del sector denominan ya un superciclo: un período prolongado de crecimiento sostenido del gasto en defensa cuya duración y magnitud superan los parámetros de los ciclos anteriores. Kepler Cheuvreux [15] estima que el gasto de defensa de la Europa de la OTAN podría crecer a un CAGR del 7-9 % hasta 2035, mientras que Berenberg [9] proyecta que el gasto en adquisiciones (la partida más relevante para la industria) crecerá a un ritmo del 11 % anual durante la misma década, impulsado tanto por el incremento presupuestario agregado como por el aumento de la proporción del gasto dedicado a equipamiento frente a personal e infraestructura, como muestra la figura 2.4.

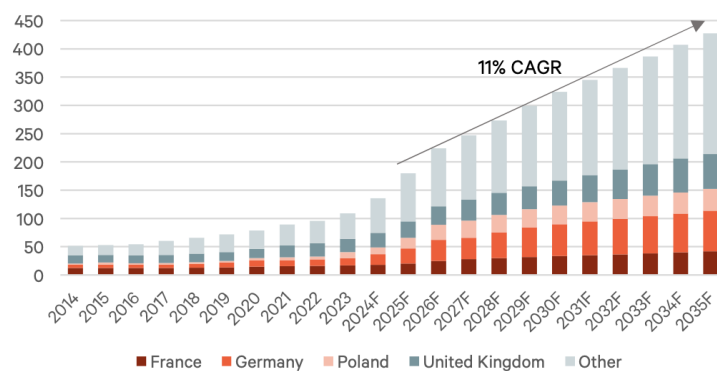


Figura 2.4: Estimación gasto adquisiciones, Berenberg [9]

Para las empresas bien posicionadas en estos segmentos, este nuevo entorno asegura un crecimiento sostenido a largo plazo. Entender este contexto es fundamental para analizar el valor de Indra como el principal contratista (*prime*) español, justo en un momento en que los gobiernos europeos priorizan la compra de tecnología propia frente a la estadounidense.

## 2.2. Gasto en defensa en Alemania y Francia

Para entender cómo se está aplicando este aumento de gasto, hay que analizar a los dos motores de Europa, Alemania y Francia. Juntos suman el 35 % del gasto militar de la Europa de la **OTAN** y marcan el ritmo del sector. Sin embargo, sus economías, límites fiscales y modelos de inversión son muy diferentes.

### 2.2.1. Alemania

Alemania se ha convertido en el principal motor del rearme europeo bajo el gobierno del canciller Friedrich Merz. Su presupuesto de defensa para 2026 ascenderá a 82,7 mil millones de euros en su componente base y a 108,2 mil millones en total, con la proyección de crecer a una tasa compuesta anual (CAGR) del 20 % para alcanzar el 3,5 % del PIB en 2029. Este incremento histórico se sustenta en dos mecanismos financieros clave: un fondo especial para programas de gran escala operativo hasta 2027 [13] y una reforma constitucional que permite rebasar los límites habituales de endeudamiento público con el fin exclusivo de financiar la inversión militar. El crecimiento se muestra en la imagen 2.5.

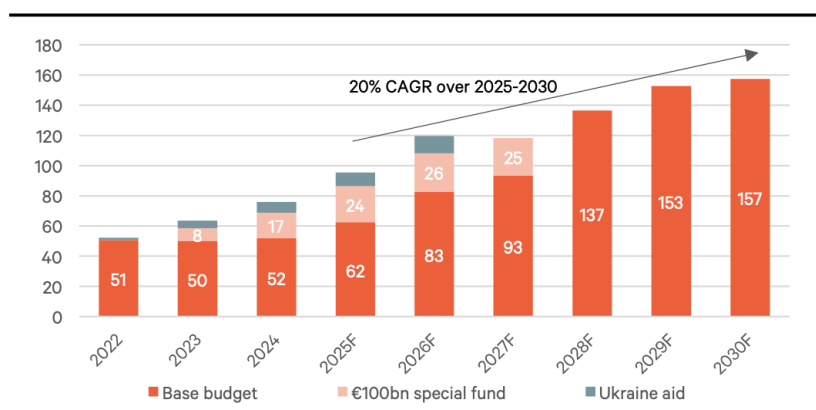


Figura 2.5: Evolución gasto en defensa Alemania, Berenberg [9]

Esto generará una demanda extraordinaria de vehículos blindados, artillería, munición y soluciones de digitalización para el campo de batalla. Este ciclo expan-

sivo beneficiará a contratistas con una alta exposición al mercado germano como Hensoldt, Rheinmetall y RENK. Asimismo, tendrá un impacto indirecto en compañías que participan en programas transnacionales como el FCAS o el MGCS, un entorno donde Indra se posiciona como un integrador clave de subsistemas.

## 2.2.2. Francia

Francia mantiene un presupuesto de defensa histórico más estable sustentado en su independencia nuclear y en la Ley de Programación Militar (Ley de Programación Militar (Francia) (**LPM**)), la cual dota de visibilidad plurianual a la industria [\[21\]](#). El plan actual (2024-2030) contempla una asignación de 413 mil millones de euros estructurada en 16 objetivos estratégicos, lo que supone un *CAGR* anual del 8%. Esta dotación representa un crecimiento de casi el 40% frente a los 295.000 millones de la ley anterior (2019-2025), subrayando la prioridad otorgada al sector.

En 2025, el gasto francés se estima en torno al 2,1% del PIB, con un objetivo de alcanzar el 2,7% en 2030. El presidente Macron ha anunciado partidas adicionales de €3,5 mil millones en 2026 y €3 mil millones en 2027 sobre lo previsto en la **LPM**, acelerando el calendario hacia el objetivo de 3,5% del PIB que Francia ha comprometido para 2035 bajo el nuevo marco de la **OTAN**.

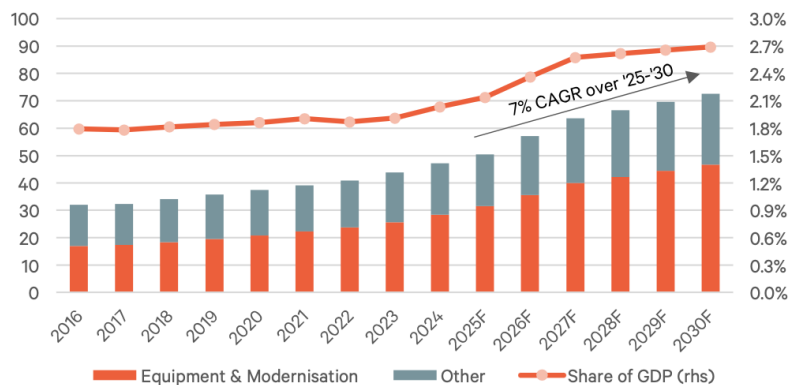


Figura 2.6: Evolución gasto en defensa Francia, Berenberg [\[9\]](#)

No obstante, el panorama fiscal francés introduce incertidumbre ya que hay un déficit superior al 6% y una deuda cercana al 117% del Producto Interior Bruto (PIB). Esto limita la expansión presupuestaria más allá de la **LPM** [\[9\]](#). Las firmas como Thales y Dassault Aviation (socio clave de Indra en el programa Future Combat Air System (Sistema Aéreo de Combate Futuro) (**FCAS**)) están especialmente expuesto al ciclo francés ya que concentran el 40% y el 49% de sus ingresos de defensa en este mercado.

## 2.3. Los *European primes* como referencia comparativa

Este aumento del gasto militar se concentra en los grandes campeones nacionales europeos. Analizar a estos actores, sus segmentos y su escala es necesario para entender el entorno competitivo de Indra y fijar las referencias de valoración del sector. El panel de empresas seleccionadas incluye:

- **Rheinmetall:** Compañía alemana centrada en defensa terrestre. Su mercado doméstico representa el 30 % de sus ingresos. Cuenta con una cartera de pedidos superior a los 80.000 millones de euros (7,6 veces sus ventas de 2025) y programas de exportación en EE. UU., Italia y Rumanía. Se estimando un crecimiento de ingresos superior al 30 % anual hasta 2030 [9] y márgenes EBIT hacia el 21 % [71]. Marca la pauta del rearme europeo.
- **BAE Systems:** Empresa inglesa con alta diversificación geográfica (44 % de sus ingresos de EE. UU) [8]. Su cartera incluye submarinos, fragatas y los. Se estima un crecimiento del 11 % anual hasta 2030 y márgenes EBIT del 11-12 % [9]. El solapamiento competitivo con Indra ocurre en sistemas electrónicos de defensa, electrónica embarcada y sistemas de vigilancia e inteligencia.
- **Thales:** Grupo francés especializado en electrónica de defensa, ciberseguridad, radares y sistemas de mando y control. Francia representa el 40 % de sus ingresos de defensa [77]. Prevé un crecimiento del 8-9 %. Es, junto con BAE Systems, el competidor más directo de Indra en electrónica en programas conjuntos de la OTAN y la Unión Europea (UE).
- **Airbus Defence & Space:** División de defensa centrada en aeronaves militares, el consorcio Eurofighter, satélites y el desarrollo del futuro caza de sexta generación FCAS [15] [7]. Aunque la mayor parte de su valoración bursátil depende de la aviación comercial, es un actor clave en los grandes consorcios europeos. Actúa principalmente como cliente estratégico de Indra (quien le suministra aviónica y electrónica para el Eurofighter) y como socio principal en la articulación del programa FCAS.
- **Dassault Aviation:** Fabricante francés cuyo negocio de defensa se concentra en el caza Rafale, con una cartera de pedidos que cubre la próxima década gracias a contratos con Francia, India, Egipto, Qatar e Indonesia. Su cartera potencial estimada supera los 60.000 millones de euros [15]. Participa junto a Airbus en la plataforma del FCAS. Su relación con Indra es limitada,

situándose en el papel de Indra como proveedor de aviónica para plataformas aéreas de terceros.

- **Leonardo:** Contratista italiano con una cartera en helicópteros, electrónica de defensa, aeronáutica y sistemas navales [62]. Se prevé un crecimiento de ingresos del 6-7 % anual con mejoras en márgenes [9]. Compite directamente con Indra en electrónica de defensa y sensores en el mercado europeo, y es socio industrial en el consorcio Eurofighter.
- **Hensoldt:** Especialista alemán en sensores, radares de aviación (incluido el del Eurofighter) y sistemas de guerra electrónica. El 57% de sus ventas procede de su mercado doméstico [31]. Su estrategia se enfoca en la defensa definida por software, lo que incrementa su competencia con el núcleo de negocio de Indra. Es el competidor más directo de Indra en el entorno europeo para el segmento de sensórica y guerra electrónica.
- **Saab:** Contratista sueco con presencia en aeronáutica, dinámica, vigilancia y sistemas submarinos. Ha registrado crecimientos de ingresos superiores al 20 % anual en los últimos tres ejercicios [72]. Compite directamente con Indra en sistemas de vigilancia, radares y guerra electrónica, sirviendo además como referencia de éxito en la combinación de mercado doméstico y exportación.

El crecimiento esperado de los siguientes años; los ratios Earnings Per Share (Beneficio por Acción) (EPS), Price to Earnings (P/E) y EV/EBIT (Enterprise value/ Earnings before interests and taxes) y el porcentaje de dividendos repartidos se recogen en la tabla 2.7 [11]:

Company	Revenue	EPS	P/E		EV/EBIT		FCF yield		Dividend yield	
	2026-2030 CAGR	2026-2030 CAGR	2026	2030	2026	2030	2026	2030	2026	2030
Airbus	10.10	16.90	27.1	15.4	19.3	11	3.20	6.40	1.90	3.30
BAE Systems	7.30	10.80	24.4	16.4	17.8	12.6	3.90	5.70	2.00	2.90
Dassault Aviation	12.20	14.50	18.9	12.1	8.9	5.2	-0.40	5.40	1.90	2.90
Rheinmetall	33.80	37.70	43.1	14.1	27.4	8.7	1.30	5.70	1.00	2.80
Leonardo	9.40	14.80	14.2	10.8	11.4	8.1	5.40	7.80	2.40	3.20
Hensoldt	12.60	18.10	28.4	17.9	18.6	11.5	3.10	6.20	1.10	2.10
Saab	13.80	19.50	26.8	16.2	17.1	11.2	3.80	6.90	1.30	2.20
Thales	7.70	11.50	24.6	16.7	19.5	13.5	4.10	6.30	1.70	2.50
<b>Mean</b>	<b>13.36</b>	<b>17.98</b>	<b>25.94</b>	<b>14.95</b>	<b>17.50</b>	<b>10.23</b>	<b>3.05</b>	<b>6.30</b>	<b>1.66</b>	<b>2.74</b>
<b>Median</b>	<b>11.15</b>	<b>15.85</b>	<b>25.70</b>	<b>15.80</b>	<b>18.20</b>	<b>11.10</b>	<b>3.50</b>	<b>6.25</b>	<b>1.80</b>	<b>2.85</b>

Figura 2.7: Valoración de empresas defensa europa, elaboración propia

Es evidente que estas empresas se están beneficiando del rearme europeo. Analizando exclusivamente el ratio P/E, podemos comprobar que están mucho mejor valoradas ahora que su media histórica, que es de 12,9x [9] (figura 2.8):

Se puede comprobar gracias a estas empresas que las mayores necesidades de europa a día de hoy son plataformas terrestres y munición, aviación de combate



Figura 2.8: EU defence absolute P/E 12-month forward, Kepler [15]

de nueva generación, y electrónica e inteligencia de defensa. Estos sectores tienen ritmos de crecimiento y perfiles de retorno muy distintos entre sí. Antes de los [PEM](#), Indra no competía en el primer eje, donde Rheinmetall domina con ventaja estructural, ni en el segundo de forma autónoma, donde Dassault, Airbus y BAE Systems concentran los programas de mayor envergadura. Su espacio competitivo natural se situaba en el tercero: electrónica de defensa, sistemas de mando, control, comunicaciones e inteligencia, radares y guerra electrónica un segmento en el que participan Thales, BAE Systems, Hensoldt y Leonardo.

En 2025 Indra ha comenzado a desarrollar tecnologías en las que no tenía experiencia previa, como los vehículos blindados pesados. Esta entrada en sectores nuevos, junto con el esfuerzo del Gobierno en transformar a Indra en campeón nacional español hace que la compañía se podría consolidar como un *prime* europeo capaz de competir directamente con firmas como Rheinmetall. Las capacidades que tienen que tener para ejecutar estos proyectos correctamente y el impacto que tendrá esta expansión en su valoración financiera se analizará en los próximos capítulos.

### 2.3.1. Estructura accionarial, geografía y poder industrial: la dimensión política del ecosistema

Las empresas estudiadas están distribuidas por todo el continente, aunque hay una clara concentración de empresas francesas y alemanas, tal y como se ve en la figura [2.9](#):

Francia tiene cinco grandes empresas, Alemania tres, el Reino Unido e Italia dos, y España solo una. Esto refleja que, históricamente, cada país ha invertido cantidades muy distintas en sus ejércitos. Sin embargo, para Indra esta situación



Figura 2.9: Ubicación sede empresas defensa europa, elaboración propia

es una oportunidad clara. Ahora que España está aumentando su gasto militar para cumplir con el objetivo del 2% del **PIB!** (**PIB!**), el país necesita desarrollar tecnología nacional. A diferencia de otros mercados europeos que están muy fragmentados, en España no existe una alternativa local que compita con Indra en sus sectores principales.

Por otro lado, una característica definitoria del sector de defensa europeo que lo distingue de cualquier otro sector industrial es que la consolidación empresarial no depende exclusivamente de la lógica económica, sino de la voluntad política de los Estados. Como muestra la estructura accionarial de las principales empresas (figura 2.10), los gobiernos mantienen participaciones de control o de influencia decisiva en prácticamente todos los actores relevantes: el Estado francés en Airbus, Thales y Dassault Aviation; el Estado italiano en Leonardo; el Estado español en Indra a través de la SEPI. Las únicas excepciones parciales son BAE Systems y Rheinmetall, donde el capital es predominantemente institucional y familiar respectivamente, aunque ambas siguen operando bajo marcos regulatorios de control nacional estrictos al ser activos estratégicos.

Esto tiene una consecuencia directa sobre la geografía del ecosistema: Francia y Alemania ejercen conjuntamente el liderazgo político e industrial del rearme europeo, no solo por el peso de sus presupuestos de defensa sino porque sus campeones nacionales, Airbus, Thales, Dassault y Rheinmetall, dirigen los programas de mayor tamaño y marcan las condiciones de consorcios multinacionales. El resto de los países, incluida España, participan en esos programas en posiciones de segundo o

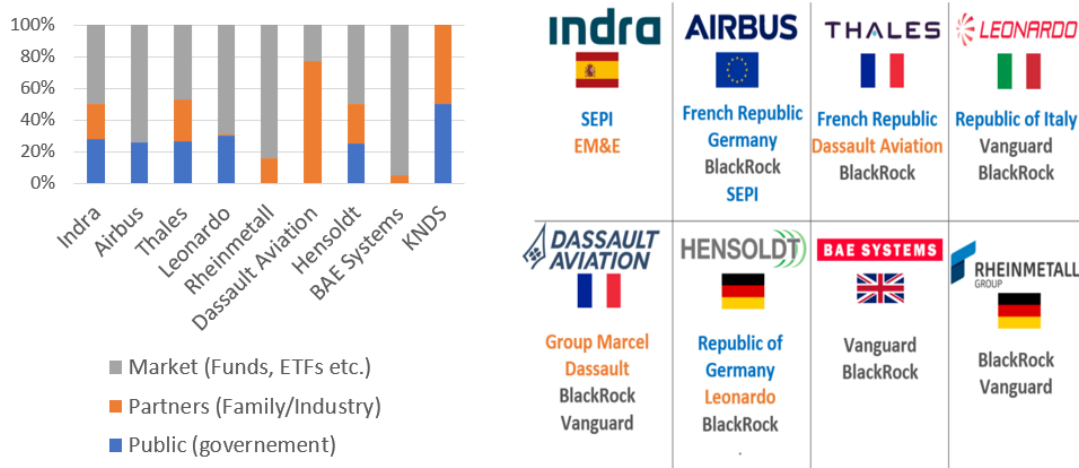


Figura 2.10: Accionariado de empresas de defensa, elaboración propia

tercer nivel salvo en aquellos dominios donde han desarrollado capacidades propias reconocidas.

Para Indra, esta estructura tiene implicaciones que van más allá de lo competitivo. La presencia del Estado español como accionista de referencia es simultáneamente una fuente de estabilidad contractual que garantiza el acceso a programas nacionales de largo plazo, y una limitación para la consolidación fuera de España, dado que cualquier movimiento de integración industrial requeriría negociación entre gobiernos antes que entre consejos de administración.

### 2.3.2. Capitalización bursátil y PIB nacional: el caso de infravaloración relativa de Indra

Una forma alternativa de medir el peso relativo de los grandes *primes* de defensa en sus respectivas economías nacionales es el ratio entre capitalización bursátil y PIB del país de origen. Este indicador, aunque no es una métrica de valoración en sentido estricto, refleja hasta qué punto el mercado ha incorporado el ciclo de rearme en el precio de cada compañía y, de forma indirecta, cuánto peso industrial tiene el sector de defensa en la estructura productiva de cada país. Los datos referidos a 2025 se muestran en la gráfica [2.11](#):

BAE Systems (2,01 %) y Rheinmetall (1,78 %) lideran este ratio gracias a su gran volumen de contratos locales y a una sólida estrategia de exportación. En

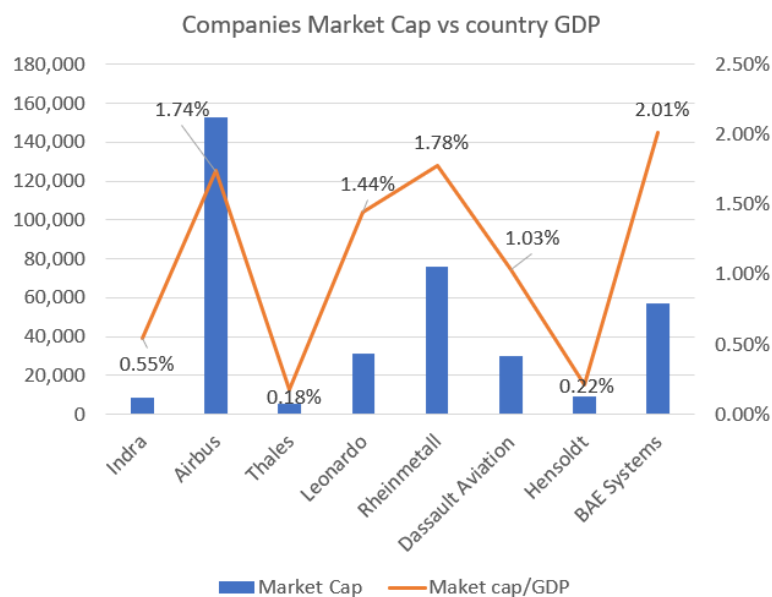


Figura 2.11: Capitalización bursátil vs. PIB 2025, elaboración propia

un punto medio se sitúan Airbus (1,74%), Leonardo, Thales y Dassault (entre el 1,03% y el 1,44%), lo que refleja el peso histórico que la industria de defensa siempre ha tenido en las economías de Francia e Italia.

Indra presenta el ratio más bajo del grupo, con un 0,55% sobre el PIB español, menos de un tercio de la mediana del panel. Esta brecha es la consecuencia acumulada de décadas de subinversión española en defensa. España ha mantenido históricamente uno de los presupuestos de defensa más bajos de la **OTAN** en términos relativos. Un mercado doméstico limitado ha contenido el crecimiento de su único *prime* de referencia. Sin embargo, la evolución temporal del ratio entre 2022 y 2025 ilustra que esto está cambiando rápidamente, lo que representa una gran oportunidad de crecimiento para la empresa. La rapidez a la que está creciendo Indra frente al resto de empresas europeas (con excepción de Rheinmetall) se puede ver en la figura **2.12**.

Esta diferencia de valoración es clave para entender el potencial de mejora (*re-rating*) de Indra. Si su ratio capitalización/PIB se acercara al de sus competidores europeos en los próximos años, la acción podría subir cerca de un +300%.

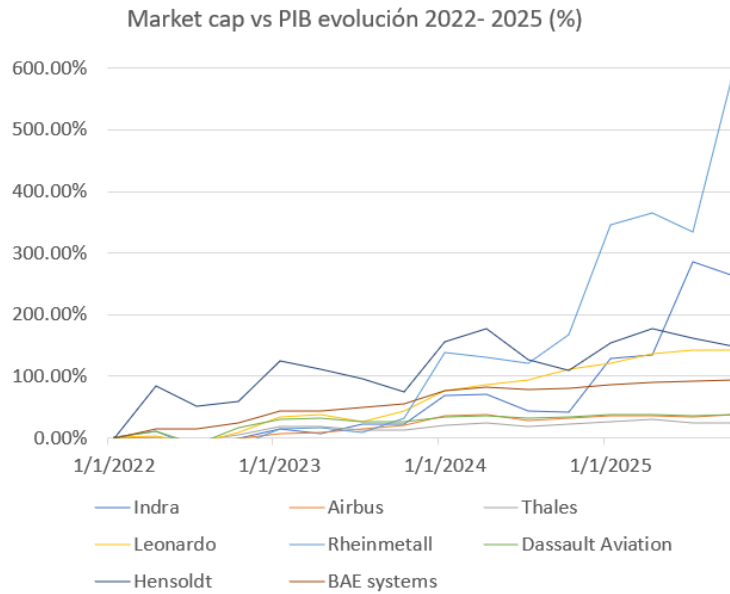


Figura 2.12: Capitalización bursátil vs. PIB evolución, elaboración propia

## 2.4. Grandes programas europeos de defensa: arquitectura industrial y posicionamiento Indra

El aumento del gasto en defensa en Europa se canaliza mediante programas multinacionales a largo plazo. Estas iniciativas buscan estandarizar los sistemas de los ejércitos europeos y crear consorcios industriales con la escala suficiente para competir con las grandes empresas norteamericanas. Para Indra, analizar la estructura de estos programas es crucial ya que de ellos dependen sus ingresos futuros y la gestión de unas relaciones con la industria europea que combinan, a la vez, la competencia y la cooperación.

Una característica definitoria de los grandes programas europeos es que ningún *prime* los ejecuta en solitario. La tabla de Unión Temporal de Empresas ([UTE](#)) y participaciones cruzadas entre los principales actores revela una red densa de interdependencias. Indra coincide por ejemplo con Airbus, Thales y Leonardo en el programa Infrastructure for Resilience, Interconnectivity and Security by Satellite ([IRIS<sup>2</sup>](#)), con Leonardo y Thales en el sistema Joint European System for Countering Unmanned Air Systems ([JEY-CUAS](#)), y con Airbus y Dassault en el [FCAS](#) [\[24\]](#). Rheinmetall y Leonardo comparten una [UTE](#) para el programa terrestre; Matra, BAe Dynamics y Alenia (Consortio de sistemas de misiles) ([MBDA](#))

es propiedad conjunta de Airbus, BAE Systems y Leonardo, etc. Las relaciones se muestran en la matriz [2.13](#)

	INDRA	AIRBUS	THALES	LEONARDO	RHM	DASSAULT	BAE SYSTEMS	KNDS	MBDA
INDRA		PEM REE FCAS IRIS (Hispasat); Eurodrone	IRIS JEY-CUAS	JEY-CUAS	JEY-CUAS	FCAS Eurodrone			JEY-CUAS
AIRBUS			IRIS Space	Eurofighter Eurodrone Space NH90		FCAS Eurodrone	Eurofighter		Owner
THALES				JEY-CUAS Space	MGCS	Rafale		MGCS	Eurosam HYDIS
LEONARDO					RHM-LO JV	Eurodrone	Eurofighter	Artillería	Owner
RHM							RBSL	MGCS MARTE Munición	Laser
DASSAULT									
BAE SYSTEMS									Owner

Figura 2.13: Matriz colaboración grandes empresas defensa, elaboración propia

Esta estructura tiene dos implicaciones directas. Por un lado, genera oportunidades para actores de tamaño medio como Indra, que pueden acceder a programas de envergadura como integradores de subsistemas dentro de consorcios liderados por *primes* mayores. Por otro, introduce costes de coordinación significativos dado que los programas tienen entre tres y cinco accionistas con intereses nacionales distintos. Para Indra, navegar esta red de interdependencias con eficacia es tan determinante para su crecimiento como la calidad de su tecnología.

Dentro de todos estos programas, se identifican cuatro que son particularmente importantes. Estos son el [FCAS](#), el Main Ground Combat System (Sistema de Combate Terrestre Superior) ([MGCS](#)), el [IRIS<sup>2</sup>](#) y los sistemas [MBDA](#), cada uno dominante en un dominio estratégico diferente y con implicaciones distintas para Indra [\[25\]](#).

Indra aparece como participante en prácticamente todos los programas del rearme europeo, pero siempre en posición de integrador de subsistemas o de tecnología habilitante, no como integrador de plataforma principal. Esta posición tiene

Cuadro 2.1: Principales Proyectos de Defensa Estratégica Europea

Proyecto	Dominio Estratégico	Es-	Integradores Clave	Importancia defensa
FCAS	Aire /	Inteli-	Airbus, Indra, Dassault (+Bélgica)	Define la superioridad aérea de 6 <sup>a</sup> generación sin dependencia de EE. UU. Permite controlar el estándar de integración de drones y cazas.
MGCS	Tierra /	Masa	KNDS, Rheinmetall, LDO	Eje del rearme terrestre tras Ucrania. Garantiza la interoperabilidad al sustituir flotas heterogéneas.
IRIS <sup>2</sup>	Espacio /	Da-	Airbus, Thales, Indra, Leonardo	Elimina la dependencia crítica de redes privadas o extranjeras para comunicaciones militares. Es el sistema nervioso que permite que el FCAS y el MGCS se comuniquen en un entorno blindado.
MBDA	Efectores /	Mi-	Airbus, BAE, Leonardo	MBDA garantiza que todos los ejércitos europeos usen el mismo “lenguaje” de misiles. Es vital para la logística en conflictos de alta intensidad.

ventajas e inconvenientes. La ventaja es la diversificación, Indra tiene exposición al crecimiento del gasto en todos los dominios sin concentrar su riesgo en ningún programa único. El inconveniente es que los márgenes y el reconocimiento de los integradores de plataforma son superiores a los de los integradores de subsistemas [53]. La evolución del perfil de Indra dentro de estos consorcios hacia roles de mayor responsabilidad y mayor captura de valor es la variable cualitativa más determinante para su valoración a largo plazo.



# Capítulo 3

## Defensa España

### 3.1. Magnitudes Macroeconómicas

El presupuesto de defensa español ha estado históricamente por debajo de la media de la OTAN, manteniéndose desde hace casi dos décadas por debajo del 2 % del PIB [27]. Se puede observar en la gráfica 3.1 como ha evolucionado el gasto de defensa desde el año 1990 [4].

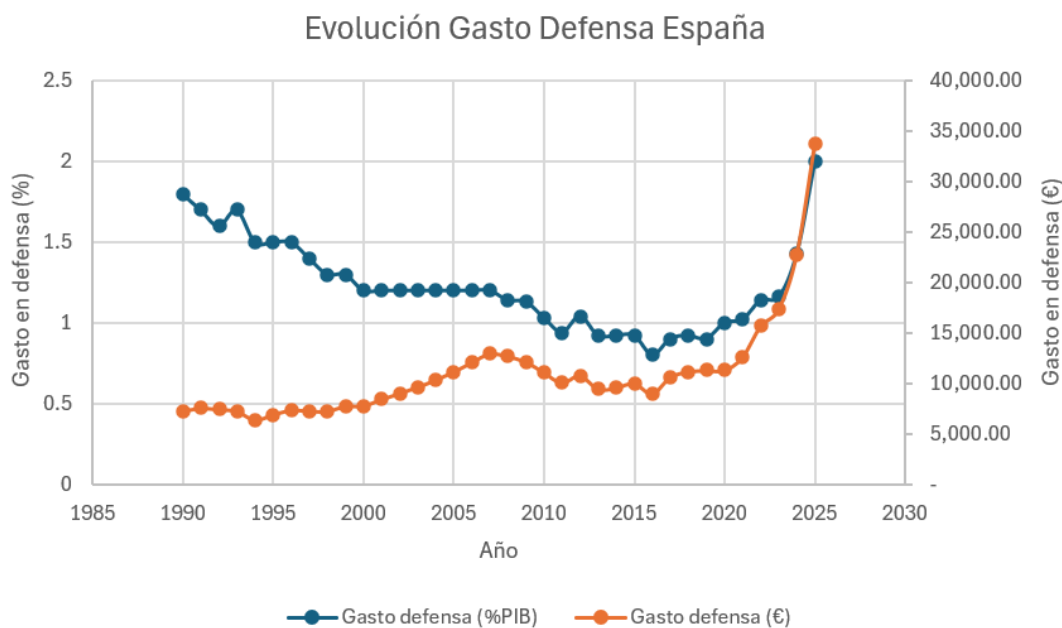


Figura 3.1: Evolución del gasto en defensa en España 1990-2025

No obstante, la industria de defensa presenta una dimensión y una capacidad

tecnológica de notable relevancia dentro de la economía nacional.

En 2024, la facturación del sector llegó a los 9.997 millones de euros [70] [56], manteniendo el crecimiento constante que registra desde 2019. La industria **TEDAE** (Asociación Española de Empresas Tecnológicas de Defensa, Seguridad, Aeronáutica y Espacio) creció un 16,2% en 2024, siendo la defensa terrestre el sector que mayor crecimiento ha experimentado el este año (+42,1%) [70] [57]. Los sectores más relevantes de la industria son aeronáutica, armamento, naval, vehículos terrestres, electrónico, misiles y auxiliar [75].

El sector está formado por 407 empresas (135 de ellas exportadoras) y no depende solo del mercado nacional. El 69,7% de las ventas totales va a la exportación en un total de 83 países. Esto coloca a España como el noveno exportador mundial de defensa en el periodo acumulado entre 2020 y 2024. Las tecnologías exportadas no son iguales que las desarrolladas para su uso nacional. Se exporta mucho más en la parte de aeronáutica, como se puede comprobar en las gráficas [3.2].

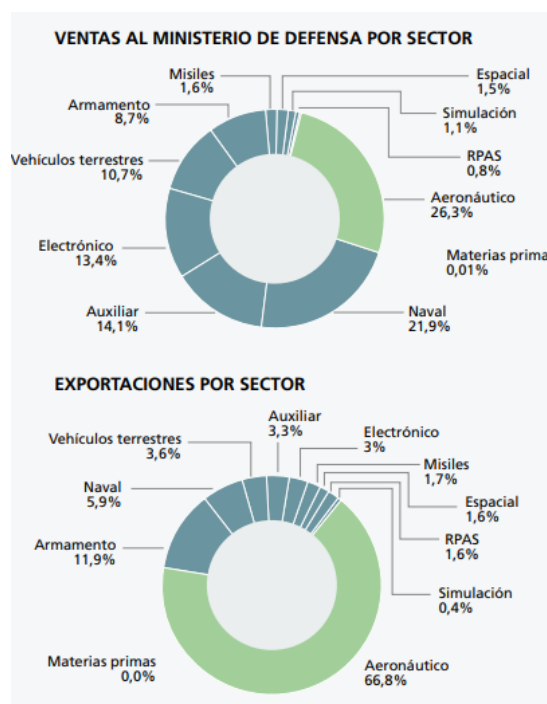


Figura 3.2: Tecnologías exportadas vs. usado para el Ministerio de Defensa, [70]

Cada euro invertido de forma directa en el sector se ramifica con fuerza en la cadena de suministro, transformándose en 2,7€ de PIB para la economía general [56].

### 3.1.1. Empleos y productividad

La industria de defensa emplea a casi 116.000 personas [70] entre empleos directos indirectos e inducidos, equivalente al 4,4 % del empleo industrial en 2024. Considerando todo lo englobado en TEDAE, se generan 158.000 empleos, distribuidos según la gráfica 3.3.

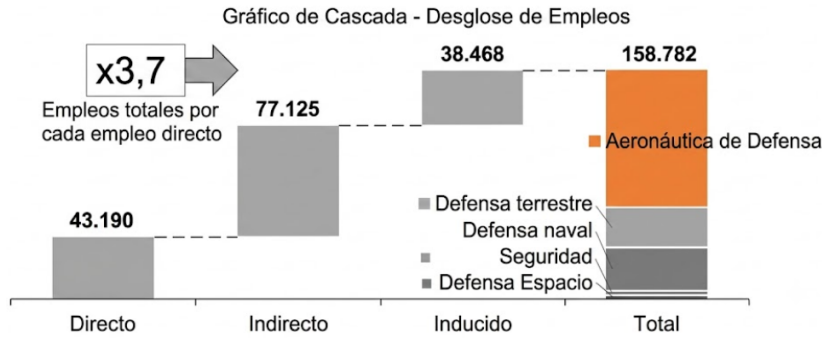


Figura 3.3: Empleos directos, indirectos e inducidos creados por la industria TEDAE, datos [70]

Los empleos directos de las industrias TEDAE son altamente productivos en comparación tanto con la media nacional como industrial, impulsando una retribución de los empleados más competitiva. La productividad de los empleados se estima en 122.956€ [56], calculado como

$$Productividad = \frac{Ingresos - Gastos}{Nempleados} \quad (3.1)$$

Los profesionales del sector generan un valor un 65 % superior a la media nacional [70], como se puede comprobar en la gráfica 3.4.

### 3.1.2. Complejidad del sector

Las industrias de TEDAE fabrican productos con un alto nivel tecnológico. El índice de complejidad promedio de estos bienes es de 0,58 [70], una cifra cuatro veces mayor que la media del resto de las exportaciones españolas [73].

Los productos con mayor puntuación son los buques de defensa (con un índice de 1,11 [68]), seguidos por el armamento terrestre, las aeronaves y los sistemas espaciales. El volumen de exportación de estos bienes está directamente ligado al índice de complejidad general de España, lo que sitúa al país en el grupo superior global junto a otras economías avanzadas. De este modo, el sector no solo aporta

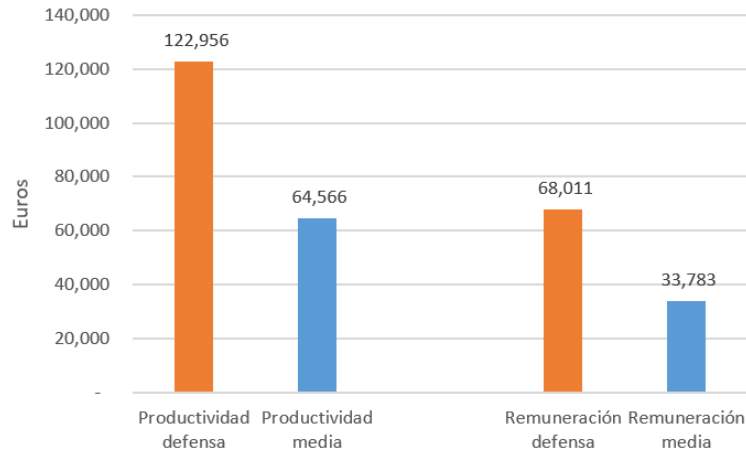


Figura 3.4: Productividad y remuneración en defensa vs. media nacional, elaboración propia

ingresos por ventas, sino que eleva el desarrollo tecnológico y el crecimiento futuro de toda la estructura productiva nacional.

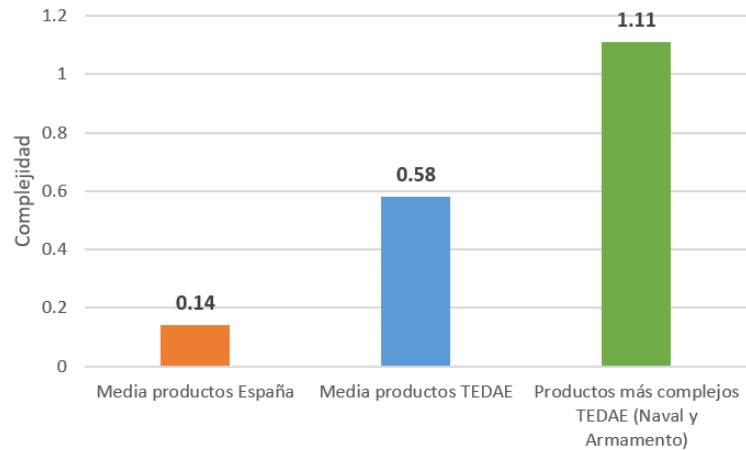


Figura 3.5: Complejidad TEDAE, elaboración propia

## 3.2. Estructura de la Cadena de Valor

La articulación industrial de la defensa en España se basa en la cooperación entre las grandes corporaciones tractoras y un ecosistema de empresas de menor

tamaño. Como señala Ángel Escribano, antiguo presidente de Indra, este equilibrio es fundamental para mantener la competitividad del ecosistema nacional: [56]:

*Es clave que las grandes inversiones en defensa, canalizadas a través de empresas tractoras, permeen hacia las compañías especializadas, enriqueciendo el tejido industrial y la economía, en lugar de competir con ellas o absorberlas. La innovación debe acelerarse y ganar relevancia, y son las empresas flexibles, medianas y pequeñas, con menos procesos y burocracia, las que mejor la impulsan (...) Es imprescindible fortalecer todo el tejido industrial y fomentar una colaboración más estrecha.*

La aportación de este tejido auxiliar se refleja directamente en la distribución del valor económico sectorial. Del impacto directo del sector en el PIB, se obtiene el siguiente reparto por tamaño de empresa (tabla 3.6):

- **Grandes empresas tractoras:** Suman 5.854 millones de euros, el 60 % del impacto directo.
- **Pequeñas y medianas empresas (PYMEs):** Generan 2.493 millones de euros, el 25 % de la aportación directa al PIB.
- **Mid-Caps:** Aportan los 1.431 millones de euros restantes (15 %).

La tabla 3.6 permite ver la división contable, mostrando de dónde vienen exactamente los beneficios y la masa salarial del sector según el tamaño de la empresa.

Componentes del PIB (M€)	PyMEs	Mid-Cap	Grandes empresas	Total
Remuneración del trabajo	1.569	896	3.661	6.126
Excedente Bruto de Explotación	965	558	2.292	3.815
Impuestos – subvenciones a la producción	-41	-23	-99	-163
<b>Impacto directo en PIB</b>	<b>2.493</b>	<b>1.431</b>	<b>5.854</b>	<b>9.778</b>

Figura 3.6: Contribución directa en PIB [70]

Para Indra, esta estructura de red descentralizada es una variable fundamental que afecta de forma directa al perfil de riesgo y a la rentabilidad futura del negocio. Por un lado, es una protección del margen operativo ya que, al delegar el desarrollo de componentes especializados en la red de PYMEs, la empresa tractora optimiza su estructura de costes. De esta forma, si cambian los presupuestos del Ministerio

o hay un parón entre proyectos, la empresa grande puede recortar gastos reduciendo la subcontratación, en lugar de soportar el coste fijo de mantener personal inactivo. Al delegar las fases más cíclicas o intensivas en mano de obra en la red de proveedores subcontratados, Indra mitiga el riesgo de un apalancamiento operativo adverso durante los periodos de transición entre programas gubernamentales, blindando la estabilidad del margen Earnings Before Interest and Taxes (Beneficio Antes de Intereses e Impuestos) (EBIT).

Las PYMES también son una fuente de eficiencia en Capital Expenditure (Inversión o Gasto de Capital) (CapEx) y blindaje de la innovación. Mantener una cadena de suministro externa evita que el campeón nacional tenga que absorber verticalmente a sus proveedores. Financieramente, esto reduce las necesidades de inversión en activos fijos (CapEx) y elimina el riesgo de registrar pérdidas por deterioro de activos en el balance. Además, preservar la independencia de estas empresas flexibles con menos burocracia garantiza que sigan actuando como el motor rápido de innovación que el sector necesita para competir en Europa.

Por último, tanto el Ministerio de Defensa como las directrices del Fondo Europeo de Defensa (European Defence Fund (Fondo Europeo de Defensa) (EDF)) obligan a subcontratar un porcentaje del proyecto a pequeñas y medianas empresas. Contar con una red sólida de PYMEs aliadas permite al campeón nacional cumplir siempre con estas exigencias institucionales. Esto asegura la adjudicación de futuros contratos clave y estabiliza la cartera de pedidos (backlog) a largo plazo.

### 3.3. Intensidad Tecnológica e Inversión en I+D+i

En las empresas tecnológicas de defensa, la inversión en investigación, desarrollo e innovación (I+D+i) representa la tasa de reposición de la ventaja competitiva y la métrica principal para evaluar la sostenibilidad de sus márgenes a largo plazo.

Para modelizar correctamente el balance y los flujos de caja de un campeón nacional como Indra, se consideran los siguientes datos de las magnitudes de inversión en I+D+i de la industria TEDAE:

#### Intensidad de la innovación y creación de fosos económicos (*Economic Moats*)

Los recursos económicos directos destinados a actividades de I+D+i en el sector alcanzaron los 1.466 millones de euros en 2024, registrando un fuerte incremento del 23,5% respecto al año anterior [58]. En términos relativos, la industria promedia una intensidad en innovación (gasto en I+D+i dividido entre la cifra de negocios)

del 8,1 %, tasa que varía según la rama de actividad al situarse en un 14,4 % en el sector Espacio, un 9,2 % en el segmento específico de Defensa y Seguridad, y un 7,8 % en Aeronáutica civil [70].

Esta ratio medio del 8,1 % representa un esfuerzo más de ocho veces al que realiza el conjunto de la industria manufacturera española, que dedica aproximadamente el 1 % de su facturación a actividades de innovación, y supera a otros sectores de alta tecnología del país. Un esfuerzo inversor de tal magnitud en defensa actúa como una barrera de entrada estructural frente a nuevos competidores. Para el modelo, esta media permite estimar que gasto de **CapEx** tendrá Indra una vez estabilizada la inversión por los **PEM**. Tener una inversión tal alta en el área principal de la compañía valorada es parte de lo que justifica la proyección de márgenes operativos protegidos y estables en el tiempo, evitando la necesidad de asumir una erosión por competencia de precios.

### El efecto multiplicador y la eficiencia del ecosistema local

La inversión directa de 1.466 millones de euros impulsa un efecto arrastre en toda la cadena de suministro que genera otros 1.148 millones de euros de **I+D+i** indirecta en los proveedores. El impacto total acumulado asciende a 2.614 millones de euros, una cifra que equivale al 12,5 % de toda la **I+D+i** del sector industrial de España [70].

Para entender cómo se reparten realmente los márgenes operativos e inversiones en innovación en toda la cadena de suministro, la Tabla 3.1 desglosa este impacto total según el tipo de gasto, mientras que la Tabla 3.2 detalla la ejecución del presupuesto en función de la escala de las empresas.

Cuadro 3.1: Desglose del impacto sectorial en **I+D+i** y coeficientes de arrastre (2024).

Componente del Impacto	Gasto <b>I+D+i</b> (M€)	% sobre Total	Significado Financiero para el Modelo
Impacto Directo (Inversión propia)	1.466	56,1 %	Financiación interna de tecnología base y patentes.
Impacto Indirecto (Proveedores)	1.148	43,9 %	Innovación periférica activada en la industria auxiliar.
<b>Impacto Total Sectorial</b>	<b>2.614</b>	<b>100,0 %</b>	<b>Equivale al 12,5 % de la <b>I+D+i</b> industrial en España.</b>
<i>Coefficiente Multiplicador</i>	<i>1,8x</i>	—	<i>Cada euro directo genera 1,8€ totales en el ecosistema.</i>

La Tabla 3.3 muestra los multiplicadores específicos de las siete ramas de actividad.

Cuadro 3.2: Distribución del gasto directo en **I+D+i** según el segmento empresarial (2024).

Segmento de Empresa	Gasto Directo (M€)	% sobre Gasto	Función en la Estrategia de Innovación
Grandes Empresas (Tractoras)	1.136	77,5 %	Financiación de grandes programas ( <b>ECAS</b> satélites, etc.).
PYMEs	188	12,8 %	Desarrollo ágil de componentes y software de nicho.
Mid-Caps	142	9,7 %	Escalabilidad intermedia de ingeniería avanzada.
<b>Total Gasto Directo</b>	<b>1.466</b>	<b>100,0 %</b>	<b>Tasa de crecimiento del +23,5 % respecto al año anterior.</b>

Cuadro 3.3: Desglose de inversión total en **I+D+i** e impacto multiplicador por subsectores (2024).

Rama de Actividad	Gasto Directo (M€)	Gasto Indirecto (M€)	Impacto Total (M€)	Multiplicador
Aeronáutica de Defensa	634	492	1.126	1,8x
Aeronáutica Civil	390	306	696	1,8x
Defensa Naval	154	123	277	1,8x
Espacio Civil	143	106	249	1,7x
Defensa Terrestre	71	66	137	1,9x
Espacio de Defensa	62	44	106	1,7x
Seguridad Digital	13	10	23	1,8x
<b>Total Consolidado Industria</b>	<b>1.466</b>	<b>1.148</b>	<b>2.614</b>	<b>1,8x</b>

Desde la perspectiva de la eficiencia financiera y el rendimiento del capital invertido (*ROIC*, *return on invested capital*), un multiplicador consolidado de 1,8x demuestra que la empresa tractora es capaz de integrar innovaciones avanzadas desarrolladas y financiadas externamente por su red de proveedores secundarios. Esto permite reducir los costes de desarrollo de los sistemas de integración final de la corporación valorada, optimizando el rendimiento de cada euro invertido en desarrollo propio y acelerando el retorno financiero en la fase de producción de los programas.

### 3.4. Empresas importantes del sector

La base industrial de defensa en España está muy concentrada en unas pocas grandes empresas que actúan como contratistas principales o entidades tractoras. La facturación de las 20 primeras compañías del sector suma cerca del 90 % de la industria nacional [56].

A efectos del modelado financiero de Indra, es fundamental analizar este primer nivel de la cadena de valor, ya que determina el volumen de adjudicaciones accesibles y el grado de dependencia de consorcios multinacionales. La tabla 3.4 resume

las principales cifras operativas de estas empresas líderes con datos consolidados de 2024.

Cuadro 3.4: Principales magnitudes de las empresas líderes del sector de defensa en España (2024).

Posición		Ventas Defensa	Ventas Defensa	Peso en el
2024	Empresa	2024 (M€)	2023 (M€)	Sector (%)
1	Airbus Defence and Space	3.958	3.642	31,4%
2	Airbus Military	1.754	1.628	13,9%
3	Navantia	951	968	7,5%
4	Indra Sistemas	763	698	6,0%
5	Rheinmetall Expal	639	291	5,1%
6	EM&E (Escribano)	337	96	2,7%
7	ITP Aero	335	260	2,7%
8	GDELS-Santa Bárbara Sistemas	265	315	2,1%
9	Airbus Helicopters España	245	207	1,9%
10	GMV A&D	170	6	1,3%
11	FMG	163	72	1,3%
12	Moeve (Cepsa)	158	255	1,3%
13	Fecsa	145	49	1,2%
14	Telefonica Soluciones	134	37	1,1%
15	Urovesa	113	94	0,9%

Al analizar el perfil de estas grandes empresas, se pueden distinguir tres categorías especialmente importantes para Indra en 2026:

### Sector Aeroespacial

La defensa española (y europea) aeroespacial gira entorno a Airbus, el mayor fabricante aeroespacial del mundo. Domina el mercado español con más del 47% de la cuota del sector [56]. Este gigante (líder en aviación comercial, militar y helicópteros) cuenta con respaldo político directo, ya que nace de un consorcio entre varios países del continente [56]. Con una gigantesca cartera de pedidos globales y plantas clave en España (Getafe, Sevilla y Albacete), Airbus es cliente vital que asegura a Indra una gran carga de trabajo. Las dos empresas son miembros de UTE en programas principales como el Eurofighter (*EF – 2000*), el avión de transporte *A400M* o el futuro sistema de combate europeo *FCAS*. ITP Aero funciona como contratista de Airbus, produciendo motores aeronáuticos [7].

### Sector Naval

La única empresa completamente pública de la lista es el astillero Navantia. Tiene una cuota de mercado del 7,5% con una facturación de 951 millones de euros [56]. Es el motor de la defensa naval en España y, al igual que Indra, depende de la

SEPI. Su relación con Indra es de colaboración estrecha más que de competición. Navantia diseña los buques complejos y confía en Indra para integrar los sistemas de combate, sensores electroópticos y soluciones de guerra electrónica. Este modelo de trabajo ya funciona en las fragatas clase  $F - 110$  y los submarinos clase  $S - 80$ .

## Sector Terrestre

Este es el sector de mayor relevancia para Indra, ya que desde 2025 entra en el desarrollo de vehículos pesados, lanzando *Indra Land Vehicles* [51]. Dentro de este sector destacan tres empresas:

1. **Rheinmetall Expal Munitions:** Con una cuota de mercado del 5,1 % [56], la filial del grupo alemán destaca por su alta capacidad de exportación en sistemas de munición y proyectiles de alta precisión. Indra y Rheinmetall han cerrado una alianza estratégica clave para fabricar de forma conjunta el nuevo obús sobre ruedas del Ejército de Tierra español [54].
2. **Escribano Mechanical & Engineering (EM&E):** Registra una cuota del 2,7 % en el mercado nacional [56] y está especializada en el desarrollo de estaciones de armas remotas de alta precisión. Su posición es doblemente estratégica, por un lado, colidera junto a Indra la UTE del programa PEM de los Artillería Autopropulsada (Programa de Defensa) (ATP) (el mayor contrato por volumen de inversión); por otro, actúa como socio dentro del consorcio sectorial TESS Defence [76]. Indra intentó adquirir Escribano para consolidar su control del hardware terrestre, una operación que no llegó a concretarse por conflictos de interés y tras la cual Rheinmetall ha manifestado un fuerte interés en comprar la firma española [29].
3. **GDELS-Santa Bárbara Sistemas:** Con una cuota del 2,1 % [56], representa el pilar tradicional de la manufactura pesada y plataformas blindadas en España. Santa Bárbara opera como un competidor directo de Indra, llegando a recurrir judicialmente la adjudicación del macroprograma de artillería PEM ATP otorgado a la UTE de sus competidores [22]. No obstante, ambas compañías coexisten dentro de TESS Defence, el consorcio nacional de blindados donde Indra tiene el control mayoritario (51,01 %) y Santa Bárbara retiene un 16,33 % junto Escribano y SAPA [76]. Para evitar retrasos en los contratos institucionales, ambas empresas negocian resolver sus disputas legales y colaborar en futuros proyectos terrestres. Así, Indra asegura el suministro de los vehículos físicos sin descuidar el desarrollo de sus sistemas digitales y de mando y control [55].

## Sector tecnología

El segmento de misiles y sistemas de alta tecnología ha experimentado una reconfiguración mediante la creación de Sistemas de Misiles de España [56]. Este ecosistema industrial busca centralizar y proteger las capacidades nacionales en tecnologías de guiado y munición inteligente, actuando Indra como uno de sus ejes vertebradores para programas como el misil contracarro Spike LR II [56]. En una línea tecnológica cercana se sitúa GMV (1,3% de cuota) [56], firma especializada en computación crítica, navegación militar y sistemas espaciales. Para Indra, GMV representa tanto un socio estratégico como una referencia en el modelado de márgenes de alto valor añadido dentro del sector del software de defensa.

### Indra: Modelo de Crecimiento y Rol Tractor Internacional

Los ingresos de Indra son muy previsibles gracias a sus contratos con las grandes constructoras del sector. Históricamente, su rentabilidad dependía de la electrónica y el software aeronaval, un modelo que requería poca inversión en activos físicos. Actualmente, la estrategia se centra en la expansión terrestre. Al asumir el desarrollo del VCR 8x8 Dragón, nuevos sistemas de artillería y el futuro carro de combate, la empresa gestiona directamente la producción de plataformas físicas. Este papel de contratista principal amplía su mercado y consolida su posición nacional.

A largo plazo, esta actividad se complementa con los recursos del Fondo Europeo de Defensa (EDEF). En las últimas convocatorias, la industria española participó en 36 de los 62 proyectos seleccionados, captando más de 600 millones de euros para 47 entidades nacionales. Indra lidera este proceso en España al coordinar las propuestas de medianas empresas y PYME tecnológicas ante Bruselas. Este rol le permite atraer inversión exterior hacia áreas críticas como la ciberdefensa o la inteligencia artificial, capturando el valor de los programas europeos sin elevar sus costes fijos ni comprometer su balance operativo.

## 3.5. Concentración Geográfica y Centros de Producción

La industria de defensa en España está descentralizada y se concentra en ejes logísticos y *clústeres* regionales especializados. Este sector cuenta con una red de fábricas, centros de ingeniería y plantas operativas repartidas por el territorio. En el último año, los centros operativos autorizados aumentaron un 19%, pasando de

1.500 en 2023 a 1.788 en 2024. Su distribución se muestra en la imagen [3.7](#).

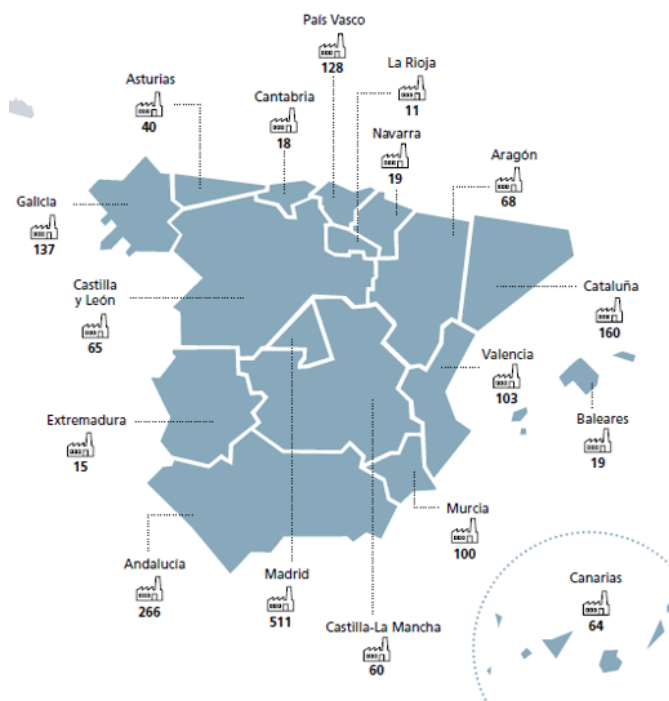


Figura 3.7: Centros de actividad en España, infodefensa [56](#)

Se puede comprobar que una gran parte de los centros se concentra en Madrid (con 511 centros) y zonas tradicionalmente ligadas a la defensa o altamente industrializadas como puede ser el País Vasco (128 centros) o Andalucía (266 centros).

Esta estructura geográfica se organiza en cuatro corredores industriales que distribuyen las capacidades tecnológicas del país y definen la estrategia de aprovisionamiento de Indra, como se muestra en la imagen [3.8](#). La especialización regional de esta base industrial determina las relaciones entre las empresas tractoras y su red de proveedores secundarios según los siguientes vectores geográficos:

- **Corredor Centro – Headquarters (Sedes Centrales / Cuarteles Generales) (HQs) & Technology:** Representa el núcleo tecnológico y de toma de decisiones estratégicas del país. Concentra 957 centros operativos, de los cuales 511 se ubican en la Comunidad de Madrid, generando un volumen de negocio sectorial de 7.483 millones de euros y sosteniendo 23.953 empleos directos. Este eje concentra empresas especializadas en ciberseguridad, ingeniería digital e inteligencia artificial, por lo que funciona como

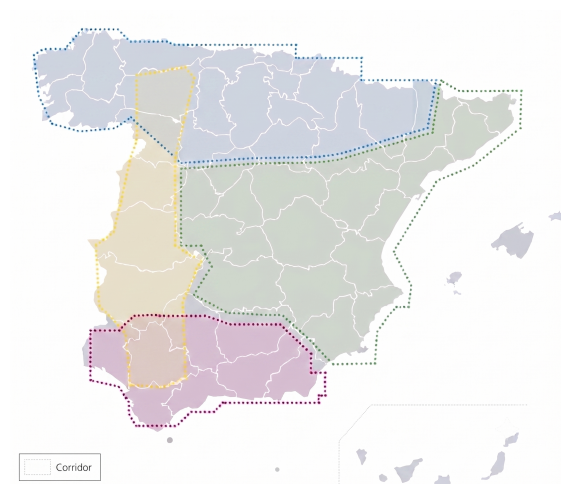


Figura 3.8: Mapa corredores defensa España

el centro de la soberanía tecnológica y de las comunicaciones cifradas de la defensa española [56]. Es el área donde Indra mantiene sus infraestructuras centrales (Sede Corporativa, Torrejón de Ardoz y Aranjuez) para liderar los programas tractores de soberanía tecnológica como el [ECAS](#), los sistemas de simulación avanzada y las arquitecturas de mando y control.

- **Corredor Sur – Aerospace and Naval:** Con 266 centros, factura 3.441 millones de euros y genera 7.119 empleos directos. Se centra en el ensamblaje final de grandes plataformas aeroespaciales y navales, fabricación de aeroestructuras e ingeniería naval militar, apoyado por talleres mecánicos auxiliares [56]. Indra participa en este eje con sus nuevas fábricas en Córdoba (cuya Fase II se completa en 2026) para integrarse en la cadena de suministro de los programas terrestres y aeroespaciales ([ATP](#), Vehículo de Apoyo a Cadenas ([VAC](#)), Vehículo de Apoyo a Cadenas de Ingenieros y Morteros ([VACIM](#))).
- **Corredor Norte – Industrial:** Cuenta con 475 centros, factura 4.782 millones de euros y suma 4.782 empleos. Está especializado en industria pesada, metalurgia de alta precisión, sistemas de propulsión y procesamiento mecánico para buques y vehículos blindados. Indra se conecta a este corredor mediante centros especializados como El Tallerón en Gijón y Sparc Foundry para desarrollar microelectrónica y optrónica.
- **Corredor de La Plata:** Es el eje logístico occidental, formado por 142 centros con un volumen de negocio de 2.967 millones de euros y 5.755 empleos directos. Destaca por su red de pequeñas y medianas empresas orientadas a

la movilidad terrestre táctica, blindajes, transporte y logística operativa [56]. Con compañías como Urovesa o Baluartia, este corredor concentra PYMEs auxiliares que se benefician indirectamente de los programas de vehículos blindados (Vehículo Lanzapuentes (VLP), VAC, VACIM).

### 3.5.1. Implicaciones estratégicas y financieras para Indra

Para la modelización financiera y el cálculo del valor fundamental de Indra, esta configuración de la base industrial nacional introduce tres variables analíticas que alteran la proyección del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Por un lado, la proximidad física a la cadena de suministro dentro de los corredores Centro y Norte reduce los plazos de entrega y simplifica la logística. Esto permite a Indra disminuir estructuralmente sus días de inventario (*Days Inventory Outstanding*), acelerar el ciclo de conversión de caja operativa y liberar capital de trabajo, lo que eleva el flujo de caja libre desde los primeros años de la proyección.

Además, la presencia descentralizada en nodos especializados (como Córdoba o Gijón) evita duplicar inversiones en plantas industriales pesadas. Al aprovechar las instalaciones de socios estratégicos como Navantia o Airbus, Indra mantiene un modelo relativamente menos centrado en activos tangibles, lo que optimiza la rotación de activos fijos y eleva el Return on Invested Capital (Rendimiento del Capital Invertido) (ROIC).

Finalmente, concentrar la ingeniería de software y sistemas en el Corredor Centro facilita la transferencia de conocimiento, pero eleva el riesgo de competencia por el talento técnico en Madrid. Esto requiere proyectar un aumento moderado en los gastos de personal a largo plazo. Sin embargo, la vinculación a planes institucionales estables reduce la volatilidad del negocio, permitiendo aplicar una prima de riesgo más contenida al modelar el Weighted Average Cost of Capital (Coste Medio Ponderado del Capital) (WACC).

En definitiva, la base industrial de defensa en España condiciona de forma directa las variables clave del modelo de descuento de flujos de caja de Indra. El giro estratégico hacia el dominio terrestre con *Indra Land Vehicles* y la gestión de macroprogramas como el VCR 8x8 Dragón elevan el techo de ingresos absolutos de la compañía (*backlog*), pero introducen la complejidad y la menor rentabilidad relativa propias de las plataformas físicas. Por tanto, la capacidad de Indra para apalancarse en la eficiencia de los corredores industriales locales, captar fondos europeos del EDF y mantener la variabilización de sus costes a través de la red de PYMEs será el vector crítico que determine si la empresa logra expandir sus márgenes operativos a largo plazo o si, por el contrario, sufrirá una dilución del rendimiento de su capital invertido (ROIC).

# Capítulo 4

## Indra: perfil corporativo y posicionamiento estratégico

### 4.1. Historia y evolución

Los orígenes de Indra se remontan a la política industrial española de la década de 1980. Para reducir la dependencia tecnológica exterior ante el ingreso en la Comunidad Europea, el gobierno aprobó en 1983 el Plan Electrónico e Informático Nacional. Este marco impulsó la creación de diversas empresas de tecnología y defensa, principalmente INISEL, Ceselsa y Tecosa. Tras un proceso de consolidación se fusionaron en 1993, para constituir Indra Sistemas S.A. [19, 30]. Desde su fundación, la compañía se estructuró bajo un doble objetivo estratégico. Por un lado, consolidarse como el socio tecnológico de referencia del Ministerio de Defensa y, por otro, desarrollar sistemas de información aplicados a otros sectores de interés público.

Durante los primeros años, Indra operó como una empresa pública, centrada en contratos institucionales nacionales. El punto de inflexión llegó en 1999, cuando la compañía sacó a bolsa el 66 % de las acciones que pertenecían antes a la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI). La cotización en bolsa no alteró la naturaleza estratégica de la empresa, ya que la SEPI mantuvo el control accionarial. No obstante, este proceso introdujo nuevas presiones de rentabilidad y transparencia. [69].

La primera década del siglo XXI marcó la principal etapa de expansión de Indra. En primer lugar, la compañía se consolidó como proveedor estratégico del Ministerio de Defensa por una creciente cartera de programas que incluía radares de vigilancia, sistemas de mando y control, simuladores y electrónica embarcada. A

la vez, impulsó su división de tecnologías de la información dirigida a sectores regulados (transporte, banca, energía y administración pública). Este segundo ámbito creció tanto de forma orgánica como mediante adquisiciones en España y América Latina. La internacionalización hacia el mercado iberoamericano, consolidó a Indra como un integrador tecnológico clave. Esta estrategia permitió diversificar los ingresos y reducir la vulnerabilidad de la empresa frente a los ciclos presupuestarios nacionales de defensa.

En 2012, la compañía reorganizó formalmente su estructura para separar con más claridad el negocio de defensa y sistemas del de tecnologías de la información, reconociendo que ambos negocios respondían a lógicas de mercado, perfiles de cliente y dinámicas competitivas distintas. Esta diferenciación interna no resolvió, sin embargo, las tensiones de gestión que se acumularon durante los años de la crisis financiera. La contracción del gasto público en España entre 2012 y 2015 golpeó los ingresos de defensa, mientras que el negocio de tecnologías de la información atravesaba un período de márgenes débiles y presiones competitivas. La respuesta fue una reestructuración que en 2015 reorganizó la dirección de la compañía y sentó las bases de una recuperación gradual de la rentabilidad. El punto de inflexión de ese proceso fue el nombramiento de Fernando Abril-Martorell como consejero delegado en 2015, impulsado por la [SEPI](#). Su gestión permitió una recuperación de la recuperación de rentabilidad que se materializó a lo largo de 2016-2020 y que devolvió a Indra a una camino de crecimiento sostenido.

En 2017 se creó la marca Minsait para unificar el negocio de tecnologías de la información y transformación digital del grupo [\[23\]](#). Esta decisión buscaba mejorar el posicionamiento comercial en un mercado digital en rápido crecimiento, separando la consultoría tecnológica generalista del sector de defensa especializado para evitar confusiones entre clientes e inversores.

Entre 2018 y 2022, la compañía completó un ciclo de saneamiento y recuperación de márgenes. La División de Defensa comenzó a beneficiarse de la lenta pero sostenida recuperación del presupuesto de defensa español, impulsada inicialmente por los compromisos adquiridos ante la [OTAN](#) tras la Cumbre de Gales de 2014. La División Air Traffic Management (Gestión del Tráfico Aéreo) ([ATM](#)) ganó contratos relevantes en mercados internacionales. Minsait fue ganando escala y mejorando gradualmente su perfil de márgenes, aunque sin alcanzar los niveles de rentabilidad del segmento de defensa.

En 2021, la [SEPI](#) volvió a ejercer su influencia accionarial de forma determinante al impulsar el nombramiento de Marc Murtra como presidente ejecutivo, en sustitución de Fernando Abril-Martorell [\[34\]](#). El cambio respondía a una volun-

tad política de acelerar la transformación de Indra hacia un perfil más claramente orientado a la defensa y a la tecnología soberana. Murtra lideró la articulación de la nueva estrategia corporativa y preparó el terreno para las operaciones de Mergers and Acquisitions (Fusiones y Adquisiciones) (M&A) y las alianzas industriales que definirían la siguiente etapa de la compañía. En ese mismo momento hubo un cambio importante en el accionariado de Indra con la entrada de Escribano Mechanical & Engineering (EM&E) como segundo accionista industrial de referencia, con una participación del entorno del 14%. Esto introdujo en el accionariado a un fabricante especializado en torretas, sistemas de armas para vehículos terrestres y sistemas de contramisiones antidrón, cuya escala de negocio estaba creciendo de forma acelerada.

En 2023, Indra vuelve a mostrar su interés en convertirse en una empresa más industrial con el nombramiento de Jose Vicente de los Mozos como consejero delegado, un perfil con una larga trayectoria en la alta dirección de la automoción marcado por la eficiencia operativa y la producción a gran escala. Poco después se aprueba además un nuevo plan estratégico llamado "*Leading the future*", que formaliza la nueva ambición de Indra como prime europeo de defensa y tecnología con un objetivo de ingresos de 10.000 millones de euros y una cartera de negocios que abarca defensa, tráfico aéreo, movilidad, servicios digitales, espacio y sistemas autónomos. La arquitectura y los objetivos de ese plan se analizan en detalle en la sección 4.5.

2025 fue un año de cambios importantes para Indra, ya que la empresa adquirió TESS Defence, consorcio especializado en vehículos blindados 8x8 y sistemas de comunicaciones tácticas, incorporando por primera vez capacidades de integración de plataformas terrestres a su cartera. La compañía cerró también la adquisición de Hispasat e Hisdesat a finales de 2025, añadiendo al grupo capacidades satelitales y de comunicaciones por satélite que completan su presencia en el dominio espacial. Estos movimientos ampliaron el perímetro industrial de Indra más allá de su zona de confort histórica en electrónica de defensa y sistemas de información, acercándola a un perfil de prime integrado con presencia en múltiples dominios. Gracias a estas adquisiciones, Indra consigue un rol central en los PEM, liderando 18 y colaborando en 10 más. La adjudicación de estos programas aporta una caja a la empresa que les ayudará a crecer en sus capacidades industriales a un ritmo muy acelerado.

En el último año ha habido además varios cambios en el gobierno corporativo. En enero de 2025, Ángel Escribano (dueño de EM&E) asumió la presidencia ejecutiva de la compañía, relevando a Marc Murtra [35]. Bajo su presidencia, la

acción subió de 18,21€ a 49,34€, habiendo llegado a un máximo de 62,75€, lo que representa una subida del 171 %. Este movimiento se muestra en la figura [4.1](#)



Figura 4.1: Movimiento acción desde el 20 de enero 2025, cuando entra Ángel Escribano como presidente [11](#)

Esta subida se debe en gran parte al ciclo de defensa explicado en los capítulos anteriores, pero también fue la consecuencia de la expectativa de una fusión entre Indra y [EM&E](#). Sin embargo, al ser [EM&E](#) accionista relevante, potencial vendedor y al tener a su dueño como máximo responsable ejecutivo del grupo se generó un debate sobre conflicto de interés. Estos debates acabaron en marzo de 2026, cuando [EM&E](#) se retira de las negociaciones, y diez días después Ángel Escribano deja su rol en Indra. De Los Mozos también es reemplazado poco tiempo después, dejando el puesto de presidente y director ejecutivo a Ángel Simón y Josep Maria Recansens respectivamente [37](#).

## 4.2. Estructura de negocio, divisiones y perfil comercial

Indra opera como un grupo industrial diversificado en cuatro divisiones con dinámicas competitivas, bases de clientes y distribuciones geográficas muy distintas [47](#). Esta estructura aporta resiliencia frente a los ciclos económicos sectoriales, pero dificulta el análisis financiero consolidado al diluir los márgenes y el crecimiento específico de cada área en los reportes agregados [47](#). Por tanto, es necesario

desglosar el perfil operativo y geográfico de cada división para comprender la estrategia global del grupo [48, 47].

### 4.2.1. Defensa

La División de Defensa es el núcleo estratégico de la compañía. Desarrolla, integra y mantiene sistemas tecnológicos de mando, control, comunicaciones, inteligencia, radares, guerra electrónica, simulación y aviónica [36].

Su cliente principal es el Ministerio de Defensa de España, que actúa como cliente soberano e institucional indispensable para su rentabilidad, generando una barrera de entrada para competidores extranjeros a través de contratos de alta visibilidad como los PEM [48, 47, 28]. A nivel internacional, su base de clientes se expande hacia fuerzas armadas de otros países europeos, latinoamericanos y de Oriente Medio, así como organismos multilaterales (OTAN, Agencia Europea de Defensa) y consorcios transfronterizos en macroprogramas de cooperación como el FCAS o el Eurofighter [51, 48, 25]. Estos contratos plurianuales aportan una elevada previsibilidad de ingresos debido a sus altos costes de sustitución [51].

### 4.2.2. Gestión del Tráfico Aéreo

Esta división posiciona a Indra como un referente global en sistemas de control y gestión del espacio aéreo civil y militar, desarrollando soluciones de automatización, vigilancia radar, comunicaciones y gestión de información de vuelo.

En contraste con Defensa, representa el principal vector de internacionalización tecnológica del grupo, con presencia activa en más de 160 países [47]. Su base de clientes la integran autoridades de navegación aérea civiles y militares extranjeras (como Eurocontrol o proveedores de servicios en Asia-Pacífico y Oriente Medio). Esta dispersión geográfica global reduce el riesgo de concentración de cliente y asegura ingresos recurrentes gracias a los elevados costes de sustitución de los sistemas y al desarrollo del programa regulatorio Single European Sky ATM Research (SESAR) en Europa [47].

### 4.2.3. Movilidad

La División de Movilidad agrupa las actividades de sistemas de transporte inteligente, principalmente en el sector ferroviario y en la gestión del tráfico urbano e interurbano a través de soluciones de automatización, señalización y sistemas de billete integrado.

Sus mercados principales se ubican en España e Iberoamérica, con presencia complementaria en proyectos de infraestructura en Europa y Oriente Medio. Sus clientes típicos son administraciones públicas, ministerios de transporte y empresas

concesionarias de infraestructuras. Aunque presenta márgenes operativos distintos a los de defensa, sus contratos son de larga duración y alta visibilidad, lo que favorece la estabilidad de los ingresos generales del grupo.

#### 4.2.4. Minsait

Minsait es la filial de tecnología y transformación digital especializada en desarrollo de software, ciberseguridad, analítica de datos e inteligencia artificial aplicada a procesos de negocio [23]. En este ecosistema destaca IndraMind, el modelo propio de inteligencia artificial industrial y soberana del grupo, diseñado para operaciones críticas con un enfoque de alta seguridad.

Es la división de mayor facturación del grupo y concentra su actividad en los mercados español e iberoamericano, donde compite directamente en el sector privado frente a integradores globales [23, 47]. Al operar con corporaciones privadas (banca, seguros, telecomunicaciones y energía) bajo ciclos de contratación cortos y alta competencia, sus flujos de caja son más volátiles y sensibles al ciclo macroeconómico a corto plazo de las regiones donde opera, especialmente en Latinoamérica [47]. Actualmente, esta división ha dejado de ser prioritaria dentro de la estrategia corporativa; en mayo de 2026 se cerró la desinversión de la rama de consultoría tradicional Minsait Business Consulting (MBC) para liberar capital, concentrando los recursos del grupo en soluciones digitales avanzadas [51, 6].

#### 4.2.5. Distribución financiera e implicaciones del perfil comercial

Al cierre del ejercicio 2025, la distribución de las ventas del grupo por áreas de negocio y zonas geográficas se estructura según las siguientes figuras:

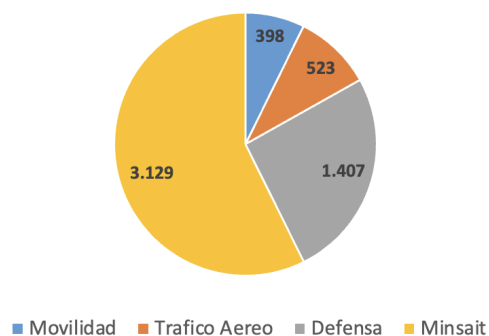


Figura 4.2: Ingresos 2025 por área de negocio de Indra, elaboración propia [47]

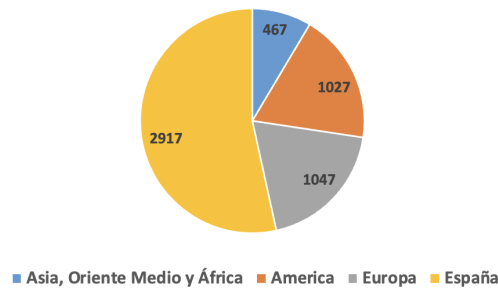


Figura 4.3: Ingresos por geografía 2025, Indra [47]

La combinación de mercados geográficos y tipologías de clientes genera dos efectos financieros contrapuestos sobre el balance y el perfil de riesgo del grupo:

Cuadro 4.1: Matriz geografía vs. cliente

División	Núcleo Geográfico Dominante	Perfil de Cliente Principal
Defensa	España y Europa Occidental	Soberano / Institucional Multilateral
ATM	Global (Más de 160 países)	Autoridades Navales y de Navegación Aérea
Movilidad	España e Iberoamérica	Administraciones Públicas y Concesionarias
Minsait	España e Iberoamérica	Grandes Corporaciones Privadas Reguladas

Por un lado, el incremento del peso del cliente soberano europeo y de los macroprogramas institucionales protege la cartera de pedidos actual frente a crisis comerciales ordinarias, garantizando la predictibilidad de los flujos de caja a largo plazo. Por otro lado, la fuerte implantación de Minsait en Iberoamérica expone al grupo al riesgo de tipo de cambio por la fluctuación de las monedas locales frente al euro al consolidar los estados financieros [47].

### 4.3. Posición financiera histórica

Entre 2021 y 2025, la evolución financiera de Indra acompañó el crecimiento general de la defensa europea. La trayectoria del grupo refleja su doble perfil, por un lado, un negocio de defensa y tecnología con alta visibilidad y fuerte crecimiento; por otro, una división de servicios digitales que genera más ingresos pero con menores márgenes.

### 4.3.1. Crecimiento sostenido de ingresos

Los ingresos del grupo han crecido durante el período analizado, pasando de 3.390 millones de euros en 2021 a 5.457 millones en 2025, lo que implica un crecimiento acumulado del 61 % en cuatro años y un Compound Annual Growth Rate (Tasa de Crecimiento Anual Compuesto) (**CAGR**) del 13 %. La división con mayor crecimiento ha sido siempre la de Defensa, cuyos ingresos pasaron de 662 millones en 2022 a 817 millones en 2023, 1.032 millones en 2024 y 1.407 millones en 2025, con un CAGR en el trienio 2022-2025 superior al 28 %. Este ritmo de crecimiento contrasta con el de las divisiones de Minsait y Movilidad, que mantuvieron tasas de avance más moderadas en el entorno del 5-10 % anual, y con **ATM**, que aceleró progresivamente desde 299 millones en 2022 hasta 523 millones en 2025.

### 4.3.2. Expansión de rentabilidad operativa

El **EBIT** ha seguido una trayectoria de expansión, desde 255 millones de euros en 2021, hasta 517 millones en 2025. El margen **EBIT** sobre ingresos pasó del 7,5 % en 2021 al 9,5 % en 2025, reflejando tanto el efecto de la mayor escala como el cambio progresivo en el mix de negocio hacia divisiones de mayor margen. La División de Defensa ha operado con márgenes **EBIT** superiores al 16 % desde 2022, lo que la sitúa por encima del margen del grupo. El Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (**EBITDA**) creció de 349 millones en 2021 a 636 millones en 2025, con un margen que mejoró desde el 10,3 % hasta el 11,7 % en el mismo período.

### 4.3.3. Resultado neto y generación de caja

El beneficio neto pasó de 144 millones de euros en 2021 a 436 millones en 2025, multiplicándose por tres en cuatro años. El beneficio por acción evolucionó de 0,81 euros en 2021 a 2,48 euros en 2025, reflejo tanto del crecimiento de resultados como de la política de recompra de acciones propias ejecutada durante el período **[51]**. En términos de generación de caja operativa, los flujos netos pasaron de cifras en el entorno de 345-380 millones anuales entre 2021 y 2023 a 451 millones en 2024 y 516 millones en 2025, consolidando la capacidad del grupo para financiar internamente su transformación.

### 4.3.4. Estructura de balance y endeudamiento

El balance del grupo experimentó una transformación significativa en 2025, principalmente como consecuencia de las adquisiciones estratégicas ejecutadas en el ejercicio (TESS Defence, Hispasat e Hisdesat). Los activos totales crecieron de

4.956 millones a finales de 2024 a 9.135 millones a finales de 2025, con un incremento relevante en inmovilizado material, fondo de comercio y activos intangibles. En paralelo, la deuda financiera neta aumentó de forma significativa pasando de 530 millones en 2024 a 1.583 millones en 2025, financiando en parte las adquisiciones del ejercicio. No obstante, la generación de caja operativa y la posición de tesorería, que se situaba en 976 millones a finales de 2025, proporcionan una cobertura razonable de la deuda.

### 4.3.5. Cartera de pedidos

Un elemento especialmente relevante para la comprensión de la posición financiera del grupo es la evolución de la cartera de pedidos de la División de Defensa, que constituye el principal indicador de visibilidad de ingresos futuros. La cartera de defensa se situaba en 2.954 millones a finales de 2022, prácticamente estable en 2023 con 2.953 millones, y aumentó levemente a 2.972 millones en 2024. El salto se produjo en 2025, con la adjudicación de los **PEM**, que elevó la cartera de defensa a 11.337 millones, equivalente a más de ocho veces los ingresos de defensa del ejercicio. Esta transformación en la visibilidad de ingresos es el fundamento de las proyecciones financieras desarrolladas en los capítulos siguientes.

## 4.4. Plan Leading the future

El plan estratégico *Leading the Future*, presentado oficialmente en el Capital Markets Day de 2024, marca un punto de inflexión en la trayectoria de Indra [38]. Su propósito fundamental no es simplemente expandir las líneas de negocio existentes, sino redefinir la identidad corporativa del grupo, transformándolo de un proveedor diversificado de servicios de tecnología en el gran campeón nacional e integrador global de la defensa y el aeroespacio en España [38, 45]. Para entender el impacto financiero que se modela en los capítulos de valoración, es clave analizar la lógica estratégica que hay detrás de este cambio de rumbo y cómo afecta a la estructura organizativa y operativa de la compañía.

### 4.4.1. La transición hacia un modelo de *holding* flexible

Anteriormente, Indra operaba con una estructura que mezclaba sus divisiones industriales y sus servicios de consultoría. El nuevo plan estratégico cambia este modelo por un *holding* flexible organizado en cuatro divisiones claras [38].

Por un lado, cambia el enfoque desde la integración de proyectos de software hacia la producción industrial en serie y el control vertical de hardware complejo.

Como parte de esta estrategia de expansión se entra en el dominio terrestre. Para ello, la compañía lanzó en 2025 la filial *Indra Land Vehicles*, lo que le permite gestionar directamente la fabricación y el desarrollo de plataformas físicas complejas como los vehículos blindados Dragón, transportes pesados y nuevos sistemas de artillería.

El plan también aporta autonomía operativa para Minsait. Al separar su gestión, el grupo le otorga la agilidad comercial necesaria para competir en el mercado. El plan contemplaba desde su inicio la entrada de socios estratégicos para acelerar su crecimiento independiente, una hoja de ruta que se materializó en mayo de 2026 con la desinversión de Minsait Business Consulting [6]. Esta venta confirma la intención de liberar recursos para concentrar los esfuerzos en la digitalización avanzada y la inteligencia artificial soberana mediante *IndraMind* [45].

*Leading the Future* identificó el espacio como un dominio crítico y dual (civil y militar) en la que crecer. La creación de una nueva filial espacial *IndraSpace* responde a la necesidad de coordinar los esfuerzos españoles en comunicaciones satelitales y observación de la Tierra, unificando bajo un mismo paraguas las recientes adquisiciones estratégicas del grupo [38, 45].

Esta redistribución de responsabilidades y recursos persigue, en última instancia, una transformación radical en la generación de valor del grupo, priorizando los negocios de mayor margen operativo. Mientras que en 2023 la consultoría y los servicios digitales tradicionales aportaban la mayor parte del flujo operativo, el plan fija que el bloque de Defensa pase a generar más del 60 % del EBITDA total para 2026 [38]. Este cambio en el mix de negocio es el principal argumento que justifica el potencial *rerating* de la acción. La tabla 4.2 refleja visualmente este cambio.

Cuadro 4.2: Evolución del Mix de EBITDA estimado en el Plan *Leading the Future*.

Bloque de Negocio	Mix EBITDA 2023 (Real)	Mix EBITDA 2026 (Objetivo)
Aeroespacio y Defensa (A&D)	<50 %	>60 %
Tecnologías Digitales (Minsait / Otros)	>50 %	<40 %
<b>EBITDA Total del Grupo</b>	–	<b>&gt;750 M€</b>

#### 4.4.2. El vector de la consolidación sectorial (M&A)

Un pilar del plan es el papel de Indra como consolidador del mercado de la defensa en España. Frente al modelo tradicional de crecimiento puramente orgánico, *Leading the Future* establece una política activa de M&A concebida para rellenar

vacíos tecnológicos y de escala operativa [38].

Al cumplirse el primer año del plan, ya se ha desplegado gran parte de este capital estratégico en los negocios clave de aeroespacio y defensa [45]. A través de estas operaciones, Indra no solo gana tamaño, sino que incorpora capacidades industriales ya instaladas y contratos recurrentes. Esto acelera el calendario de cumplimiento de los objetivos de ingresos y márgenes del grupo, situándolo en posición para actuar como el interlocutor natural español en los grandes consorcios europeos [45]. Las adquisiciones de 2025 y las previstas para los próximos años se analizan en más detalle en el capítulo 6.

## 4.5. Gobierno corporativo y accionariado

El gobierno corporativo y la estructura accionarial de Indra son claves para su acceso a los contratos estatales. En el sector de defensa, la composición del consejo y el reparto de poder garantizan la alineación de la empresa con los objetivos de soberanía tecnológica del Estado [38]. Los cambios societarios recientes han reconfigurado esta gobernanza, lo que afecta directamente a la prima de riesgo y a la valoración de la compañía [48, 47]. Los accionistas más relevantes, y los cambios importantes, son:

- **El papel de la SEPI:** La **SEPI** es el principal accionista de la compañía con cerca del 28% del capital. Esta participación del Estado garantiza la estabilidad de los contratos y asegura la alineación de la empresa con los **PEM** y las directrices europeas [28, 25].
- **La etapa de Escribano Mechanical & Engineering:** La entrada de **EM&E** como segundo accionista con un 14% del capital aportó valor industrial al grupo, al tratarse de un fabricante especializado en torretas y sistemas antidrón. Su presencia impulsó la cotización por la expectativa de crear un campeón nacional integrado. Sin embargo, tras cancelarse la fusión por conflictos de interés, la familia Escribano salió por completo del capital, finalizando esta etapa manufacturera [81].
- **Sociedad Anónima Placencia de las Armas (SAPA) y Amber Capital:** Entre los accionistas con representación en el Consejo de Administración destaca la presencia de **SAPA** y Amber Capital, dos inversores con posiciones relevantes en el capital. **SAPA** Placencia, grupo industrial vasco con intereses en el sector de defensa, aporta una visión manufacturera e industrial complementaria a la de Indra, mientras que Amber Capital representa el perfil

del inversor institucional activista, históricamente exigente en materia de gobernanza y eficiencia en la asignación de capital.

- **Capital institucional:** El resto del accionariado se reparte entre fondos de inversión internacionales de perfil institucional (como BlackRock o Vanguard) y un *free float* altamente sensible a las noticias sobre gobernanza [48].

#### 4.5.1. Relevo directivo

Tras la salida de Ángel Escribano, el Consejo de Administración modificó la estructura de gestión de la empresa, separando las funciones de dirección en dos figuras diferenciadas.

Ángel Simón asumió la presidencia no ejecutiva aportando experiencia en la gestión de sectores regulados. Este perfil está orientado a coordinar las relaciones de Indra con las administraciones públicas y los ministerios de defensa europeos, lo que contrasta con la etapa anterior, en la que Ángel Escribano aportaba una trayectoria directa en la industria de defensa y la fabricación de armamento.

Por su parte, la dirección ejecutiva y el día a día operativo quedan en manos de Josep Maria Recasens como nuevo CEO. Al igual que su predecesor, José Vicente de los Mozos, Recasens procede de la alta dirección del sector de la automoción (destacando su trayectoria en Renault y la presidencia de la patronal Anfac), lo que asegura que Indra mantenga la apuesta por la eficiencia operativa, la gestión de cadenas de suministro complejas y la estandarización de la ingeniería de producción que exige el plan *Leading the Future* [38, 45].

Desde el punto de vista del análisis financiero, este nuevo diseño del gobierno corporativo impacta en el coste de capital aplicado al modelo de valoración. Por un lado, la salida de los socios industriales del capital y la separación clara entre la presidencia y la dirección ejecutiva despejan las dudas del mercado sobre conflictos de interés. Esto aporta un marco de gobernanza más transparente y predecible, algo que los inversores institucionales penalizan con menor dureza en sus primas de riesgo.

Por otro lado, existe un reto analítico importante. La agresiva transformación hacia el perfil manufacturero iniciada por Escribano y De los Mozos en 2025 supuso el gran motor de crecimiento e industrialización de la empresa [45]. Al disolverse ese núcleo original y cambiar los perfiles directivos, el mercado vigila de cerca si el nuevo grupo gestor será capaz de mantener la velocidad en la ejecución de los programas terrestres y espaciales sin la experiencia militar anterior. Esta transición

introduce una incertidumbre operativa que justifica un enfoque prudente en las tasas de descuento y en los escenarios de sensibilidad que se desarrollan en los siguientes capítulos.

## 4.6. Riesgos corporativos y operativos

A pesar de la visibilidad que aportan la cartera de pedidos récord y el crecimiento de la defensa europea, la dependencia del sector público y la estructura de Indra generan vulnerabilidades estructurales. Los principales riesgos estratégicos y operativos que pueden afectar a los objetivos de su plan se dividen en tres categorías:

### 4.6.1. Riesgo de ejecución

La transición impulsada bajo el plan *Leading the Future* exige que Indra cambie de un modelo basado en la integración de plataformas, desarrollo de hardware y producto industrial propio de alta tecnología [38]. Esta transformación genera riesgos operativos, ya que la empresa carece de experiencia en la fabricación a gran escala de las nuevas tecnologías terrestres y espaciales [45].

Cualquier retraso o la incapacidad de estandarizar los modelos, no solo deterioraría la confianza del Ministerio de Defensa, sino que provocaría sobrecostes operativos que erosionarían los márgenes proyectados.

### 4.6.2. Riesgo geopolítico y de dependencia presupuestaria

A pesar de la notable diversificación geográfica de divisiones como **ATM**, la rentabilidad y el crecimiento a largo plazo del segmento de Defensa dependen de forma casi absoluta del presupuesto del Estado español. Aunque los **PEM** están respaldados mediante asignaciones plurianuales, Indra permanece expuesta al riesgo político de un cambio de ciclo macroeconómico o de posibles reajustes fiscales en España.

Como ha ocurrido en ciclos históricos de contracción del gasto público, los retrasos en las aprobaciones presupuestarias o la ralentización en los calendarios de ejecución de los contratos impactan directamente en la velocidad de rotación del capital de trabajo del grupo y en su generación de flujo de caja libre [60].

### 4.6.3. Riesgos por la dualidad y desinversión de Minsait

La estructura de conglomerado genera riesgos de asignación de capital y distracción directiva. Minsait opera en un mercado privado muy competitivo y de

ciclo corto, cuyas dinámicas de personal y márgenes difieren de las de defensa. Aunque la venta de la consultoría tradicional [MBC](#) en mayo de 2026 mitiga esto al centrar el negocio en la digitalización avanzada, el grupo aún debe coordinar la autonomía de Minsait sin perder las sinergias tecnológicas en ciberdefensa o en el modelo IndraMind [\[45\]](#). Asimismo, la alta exposición de la filial a Latinoamérica mantiene el riesgo de tipo de cambio al consolidar resultados [\[47\]](#).

## 4.7. Análisis [DAFO](#)

El siguiente análisis [DAFO](#) recopila los factores internos (fortalezas y debilidades) y externos (oportunidades y amenazas) de Indra y resume la situación estratégica e industrial de Indra, sirviendo de base para las proyecciones financieras y los análisis de sensibilidad del estudio.

Cuadro 4.3: Matriz DAFO de Indra Group en el escenario actual.

Fortalezas (Internas)	Debilidades (Internas)
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Condición de coordinador nacional exclusivo en programas clave como el FCAS.</li> <li>▪ Elevada visibilidad de ingresos gracias a una cartera de pedidos récord.</li> <li>▪ Portfolio concentrado en soluciones tecnológicas de alto valor añadido.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Menor histórico en producción de hardware militar a gran escala frente a competidores puros.</li> <li>▪ Presión en márgenes operativos por la dependencia de servicios de TI en Minsait.</li> </ul>
Oportunidades (Externas)	Amenazas (Externas)
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Incremento estructural del gasto en defensa en la UE y cumplimiento del objetivo OTAN.</li> <li>▪ Consolidación del mercado nacional mediante M&amp;A estratégicos.</li> <li>▪ Despeje de ruidos en la gobernanza que favorece un potencial <i>rerating</i> por múltiples.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Riesgo político o reajustes fiscales en España que alarguen la ejecución de los PEMs.</li> <li>▪ Escasez global de talento especializado en ingeniería de defensa y ciberseguridad.</li> <li>▪ Retos de integración operativa en la nueva cadena de suministro industrial en serie.</li> </ul>

- **Fortalezas:** Posicionamiento institucional clave como interlocutor único de España en el programa **FCAS** y gestor de los 31 **PEM**. Esto genera una fuerte barrera de entrada y asegura una cartera de pedidos récord con ingresos a largo plazo.
- **Debilidades:** Menor experiencia en fabricación pesada o en serie en comparación con otros grandes contratistas europeos, debido a su historial centrado en software e integración. Por otro lado, los márgenes operativos de Minsait son más estrechos que los de la división de defensa [47].
- **Oportunidades:** El aumento de los presupuestos de defensa en Europa impulsa la estrategia de Indra para consolidar el sector en España mediante la integración de firmas como TESS Defence o Hispasat [45]. Asimismo, la estabilización de su consejo de administración mejora el gobierno corporativo, lo que puede atraer inversión internacional y elevar la valoración de la empresa (*re-rating*).
- **Amenazas:** Dependencia del cliente público; cambios políticos o presupuestarios en España podrían retrasar contratos y afectar al fondo de maniobra. En el plano operativo, la competencia por contratar ingenieros especializados en sistemas y ciberseguridad puede ralentizar las entregas. Además, la gestión de la nueva cadena de suministro terrestre implica costes y retos operativos iniciales.



# Capítulo 5

## Estimación de ingresos por los **PEM**: metodología y proyecciones

### 5.1. Introducción a los **PEM**

#### 5.1.1. Contexto y definición

Los **PEM** son herramientas plurianuales de inversión que utiliza el Ministerio de Defensa de España para adquirir y actualizar grandes sistemas de armas y capacidades militares. A diferencia de los contratos ordinarios de corto plazo, los **PEM** son planes estructurales a largo plazo (10-20 años) que involucran de lleno a la industria nacional. Debido a su escala, estos programas no siguen un flujo de pago tradicional, operan bajo un esquema financiero de tres fases diseñado para no ahogar la tesorería de las empresas ni desequilibrar el déficit público:

1. **Fase de Financiación (Ministerio de Industria):** Al inicio del programa, este ministerio inyecta anticipos (créditos a tipo cero) a las empresas adjudicatarias para cubrir el fuerte gasto inicial en **I+D+i**.
2. **Fase de Ingresos (Ministerio de Defensa):** A medida que la compañía avanza en la producción y realiza las entregas físicas de los sistemas terminados, Defensa abona el importe correspondiente, lo que genera los ingresos operativos reales de la empresa.
3. **Fase de Devolución (Repago a Industria):** Una vez cobrados los fondos de Defensa, la empresa utiliza una parte de ese capital para devolver progresivamente los anticipos iniciales al Ministerio de Industria.

Este mecanismo de pagos escalonados permite a empresas como Indra asumir proyectos multimillonarios sin necesidad de recurrir a deuda bancaria, aunque genera un desfase temporal entre la entrada de la caja inicial y el reconocimiento de

los ingresos por ventas.

En reacción al rearme europeo visto en el año 2025, a través del Plan Industrial y Tecnológico de Seguridad y Defensa (**PITSD**), el Gobierno aprobó un total de 31 nuevos **PEM** con un presupuesto total de 28.123 millones de euros, de los cuales 10.471 correspondían a la inversión inicial de 2025. Esta aprobación asegura una enorme carga de trabajo para el sector a medio plazo, pero no representa un límite definitivo. Dado que España arrastra un déficit histórico de inversión militar y necesita estabilizar su gasto para cumplir de forma real con los compromisos de la **OTAN**, este marco presupuestario deja la puerta abierta al lanzamiento de nuevos programas extraordinarios en los próximos años.

Los nuevos programas se suman a una base de programas que ya estaban en marcha en el país. Como ya se ha mencionado, la acumulación de los contratos antiguos junto con la avalancha de los nuevos aprobados en 2025 ha disparado la cartera de pedidos (*backlog*) de la división de Defensa de Indra hasta niveles históricos, pasando de unos 2.900 millones de euros en 2024 a superar los 11.300 millones a finales de 2025. Semejante volumen de pedidos acumulados, considerando además que habrá que lanzar nuevos programas en los próximos años, impactará de manera muy significativa los ingresos de la compañía. Es precisamente por la enorme magnitud de este impacto en la facturación y la valoración futura de Indra por lo que se dedica un estudio tan exhaustivo a los **PEM**, eligiendo analizar su impacto uno a uno, es decir de manera *bottom-up*.

### 5.1.2. Papel de Indra en los **PEM**

La participación de Indra en los 31 **PEM** destaca por mostrar un claro liderazgo en la industria. La compañía lidera 17 programas, 13 de ellos directamente como contratista principal y 4 a través de **UTE**, mientras que participa en 10 programas adicionales como subcontratista. Participa en programas de tecnologías de su catálogo tradicional (como radares, guerra electrónica o ciberseguridad), y en nuevos dominios como plataformas terrestres. Esta distinción de roles y tecnologías determina directamente qué porcentaje del presupuesto total de cada programa se queda realmente dentro de Indra.

## 5.2. Análisis de los 31 **PEM**

A continuación se detalla la relación de los 31 **PEM** aprobados en 2025. El desglose completo de los 17 **PEM** adjudicados a Indra está en el anexo **F**. Para cada proyecto se especifica la empresa adjudicataria o consorcio líder, su presupuesto bruto total y su propósito operativo dentro de las Fuerzas Armadas:

1. **Advanced Integrated Flight Training System (ITS-C)** [Airbus | 3.120 M€]: Reemplazo de los aviones de entrenamiento F-5M de la Escuela de Caza y Ataque mediante la implantación de la plataforma Hürjet y simuladores avanzados integrados en tierra.
2. **Light Multipurpose Helicopter (HELIPO)** [Airbus | 1.975 M€]: Adquisición de helicópteros ligeros dedicados a la instrucción de pilotos en la Academia de Aviación del Ejército de Tierra y al apoyo logístico en emergencias.
3. **H-135 Training and Support Helicopter - Phase 2** [Airbus | 237 M€]: Continuación del plan de renovación de las flotas de helicópteros ligeros de enseñanza para homogeneizar el mantenimiento en torno al modelo H135.
4. **Teaching Technologies in Air Mobility Efficient Propulsion (ITS-T)** [Airbus | 1.560 M€]: Sustitución por obsolescencia de las aeronaves C-212 Aviocar y CN-235 para modernizar los cursos de la Escuela Militar de Paracaidismo utilizando el modelo C295.
5. **Isolated Virtual Environment for Teaching Cybersecurity (Cyber Range)** [Indra | 58 M€]: Creación de campos de maniobras cibernéticos virtuales aislados para el adiestramiento y simulación de escenarios tácticos complejos en ciberdefensa.
6. **Joint Tactical Radio System (CTRS / Sistema de Cooperación del Radar de Torrejón (Simulación Avanzada) (SCRT))** [Indra | 1.174 M€]: Renovación de las comunicaciones tácticas terrestres mediante radios definidas por software (SDR) dotadas de algoritmos de cifrado nacional soberano.
7. **Multidisciplinary Connectivity (MC3)** [UTE Indra - Telefónica | 785 M€]: Despliegue de una nube de combate híbrida militarizada basada en 5G, satélites y fibra óptica para dotar al mando de conciencia situacional en tiempo real.
8. **Multipurpose and Multidomain Crypto Capability (CCMM)** [Epicom / Cipherbit | 159 M€]: Desarrollo de dispositivos criptográficos miniaturizados preparados para proteger información militar clasificada en entornos aeroembarcados y navales.
9. **Satellite Radar Image - SEOT PAZ II** [Hisdesat / Indra | 1.090 M€]: Puesta en órbita de dos satélites gubernamentales de observación terrestre equipados con tecnología radar de apertura sintética (SAR) de alta resolución.
10. **Replacing Previous Systems in the Electromagnetic Spectrum (REE)** [Indra / UTE IDR-AIR / SAES | 308 M€]: Actualización integral de las capacidades de captación aérea (SIGINT), guerra electrónica (EW) y vigilancia acústica submarina del sistema Santiago.
11. **Sensorized Autonomous Mobility Robotic Aerial Technologies (UAS Clase I)** [Aer-tec / Indra | 437 M€]: Suministro de 49 sistemas de drones tácticos ligeros de alta autonomía con capacidad de despegue vertical (VTOL) para reconocimiento a nivel batallón.
12. **EW Ship - BAM AGI** [Navantia | 716 M€]: Construcción de una plataforma naval de intervención especializada en inteligencia de señales para asumir de forma soberana las funciones del antiguo buque Alerta.
13. **Electromagnetic Wave Technologies Applied to Terrestrial Security (RADAR-FI)** [Indra | 25 M€]: Diseño y fabricación nacional de sensores radar activos multimisión (AESAs) optimizados para la localización inmediata de fuegos de contrabatería.
14. **Comprehensive Advanced Cybersecurity System (SCOMCE)** [Indra | 132 M€]: Ecosistema integral de combate en red diseñado para planear, coordinar y ejecutar acciones seguras que garanticen la libertad de acción de las Fuerzas Armadas.
15. **Multidisciplinary Connectivity in Air Safety (Multidisciplinary Connectivity in**

- Air Safety (COAAAS)** [Indra | 1.687 M€]: Modernización técnica de los centros de mando de artillería antiaérea terrestres y navales para unificar la gestión de interceptaciones con el escudo Sky Shield.
16. **Combat Supply Ship (BAC II)** [Navantia | 703 M€]: Diseño y construcción de una unidad naval logística pesada de aprovisionamiento en alta mar tomando como referencia las especificaciones del modelo Cantabria.
  17. **National Technology Contract NGWS** [Indra / UTE IDR-AIR | 540 M€]: Maduración e ingeniería avanzada en el pilar de sensores activos, conectividad de red y aviónica de combate para el futuro sistema aéreo de nueva generación.
    - 17b. **Future National Combat Air System (FCAS)** [UTE Indra - Airbus | 160 M€]: Estudios conceptuales orientados a definir las arquitecturas operativas y demostradores del combate colaborativo entre cazas pilotados y operadores no tripulados.
  18. **Chain Support Vehicle (VAC)** [TESS Defence | 1.970 M€]: Vehículo blindado multipropósito sobre cadenas desarrollado para la sustitución íntegra de la antigua y obsoleta familia de transporte pesado TOA M113.
  19. **Superior Ground Combat System (MGCS)** [Indra | 37 M€]: Fase de investigación técnica para la definición y co-diseño de la arquitectura electrónica y estándares de software abiertos de misión para el futuro carro de combate europeo.
  20. **Efficient Comprehensive Amphibious Projection System (VACIM)** [UTE Indra - Escribano | 306 M€]: Suministro de vehículos blindados de ruedas 8x8 con capacidad de navegación anfibia e integración de sistemas de visión táctica para la Infantería de Marina.
  21. **New Technologies Applied to Offshore Platforms - MMV F100** [Navantia | 3.200 M€]: Trabajos industriales de actualización de media vida sobre las cinco fragatas Álvaro de Bazán para homogeneizar sus capacidades operativas con la serie F-110.
  22. **New Technologies Applied to Amphibious Maritime Platforms - MMV LPD** [Navantia | 394 M€]: Modernización tecnológica de media vida orientada a renovar los sistemas de mando, control y resiliencia de los buques anfibios de asalto Galicia y Castilla.
  23. **Advanced Manufacturing in Sustainable Land Mobility II (ATP)** [UTE Indra - Escribano | 6.736 M€]: Fabricación a gran escala de piezas de artillería autopropulsada sobre cadenas y ruedas destinadas a reemplazar los antiguos obuses M109-A5 del Ejército.
  24. **Pizarro Vehicle Update (MODEPI)** [Santa Bárbara | 289 M€]: Actualización técnica sobre un lote de unos 120 vehículos acorazados de cadenas de la Fase II enfocado en renovar sus sistemas de puntería optrónica.
  25. **On-Board Launch System (SLE)** [Indra | 51 M€]: Desarrollo nacional de una Unidad de Control de Lanzamiento (LCU) libre de patentes extranjeras para celdas de defensa naval antimisil de punto.
  26. **Vehicle Exploration and Reconnaissance (VERT)** [Urovesa | 266 M€]: Adquisición de vehículos tácticos ligeros de la Fase 2 equipados con mástiles sensores para misiones de reconocimiento avanzado en caballería.
  27. **Next-Generation Air Mobility (NH-90)** [Airbus | 1.785 M€]: Suministro coordinado de helicópteros tácticos de transporte medio para homogeneizar las capacidades de maniobra y salvamento en los tres ejércitos.
  28. **Ocean Hydrographic Ship - BHO** [Navantia | 250 M€]: Plataforma oceanográfica multidisciplinar para la elaboración de cartas náuticas y apoyo geomilitar asignada al Instituto

Hidrográfico de la Marina.

29. **Counter-UAS Systems (C-UAS)** [UTE Indra - Escribano | 37 M€]: Adquisición de 14 sistemas móviles y 3 simuladores de neutralización antidrón multicapa equipados con radares compactos y perturbadores de radiofrecuencia.
30. **Wheeled Bridge Launcher Vehicle (VLP)** [Indra | 316 M€]: Suministro de 32 vehículos pesados 8x8 dotados de sistemas automatizados de lanzamiento de puentes tácticos para favorecer la maniobra mecanizada.
31. **Multipurpose Helicopter (HACES)** [Airbus | 240 M€]: Adquisición de helicópteros basados en el modelo H175 adaptados con aviónica y sistemas de navegación segura militarizada para apoyo a las acciones del Estado.

### 5.3. Análisis de Impacto Financiero de los **PEM** Lanzados en 2025

Una vez descrita la naturaleza técnica, el liderazgo industrial y el presupuesto global de los programas, el siguiente paso para incorporarlos al modelo de valoración consiste en traducir esos importes brutos en ingresos netos reales para Indra. Para ello, es necesario aplicar el concepto de *pass-through* (flujo de transferencia), ya que la capacidad de la compañía para retener el capital adjudicado varía en función de los componentes mecánicos, materias primas o subcontrataciones de cada proyecto.

Para calcular el porcentaje de cada contrato que se quedará Indra de forma realista, se han tomado como punto de partida los datos publicados por Santander Equity Research [78]. Para comprobar que estas estimaciones se ajustan a la realidad industrial, se ha contrastado la información directamente con otras empresas del sector, la legislación vigente sobre compras de Defensa y los pliegos oficiales de contratación pública [12, 75]. Este análisis detallado permite dividir la cartera de programas en dos grandes bloques operativos con dinámicas de margen muy diferenciadas.

#### 5.3.1. Programas de Repertorio vs. Nuevos Dominios

El impacto del *pass-through* genera una división clara entre los proyectos basados en tecnología propietaria y aquellos vinculados a grandes plataformas físicas:

##### Programas de Repertorio (Alta rentabilidad y bajo *pass-through*)

Este bloque engloba los contratos de software de misión, ciberseguridad, redes de datos y sensórica avanzada. Al depender de propiedad intelectual propia y requerir poca infraestructura física, el nivel de subcontratación externa es míni-

mo, lo que permite a Indra retener márgenes **EBIT** más elevados. Dentro de esta categoría, destacan tres programas críticos por su volumen neto:

- **SEOT PAZ II (1.090 M€ - 100 % retención):** Es el proyecto más relevante de la división espacial. Aunque la fabricación del hardware de los satélites se delega externamente, la compra del 89,68 % de Hispasat permite a Indra internalizar todo el ciclo operativo del segmento terreno, el guiado y el procesamiento de imágenes radar.
- **COAAAS (1.687 M€ - 60 % retención):** El control de 1.012,2 M€ netos se debe a que Indra es el único actor nacional capaz de proveer simultáneamente el hardware del sensor (radares AESA) y el software de mando y control (C2). La subcontratación se limita a la infraestructura civil y camiones, blindando el valor tecnológico dentro de la empresa.
- **SCRIT (1.174 M€ - 50 % retención):** La retención de 587 M€ responde a la nacionalización de las comunicaciones tácticas del Ejército. Tras adquirir la propiedad intelectual de la firma Bittium, Indra elimina los componentes y las licencias de terceros, asegurándose los ingresos de fabricación y los contratos de mantenimiento y actualización de software durante el ciclo de vida de las radios.

### **Programas de Nuevos Dominios (Alto volumen de ingresos y elevado pass-through)**

Esta categoría refleja el rol de Indra como integrador de sistemas terrestres complejos. Estos programas generan un impacto alto en los ingresos brutos por el coste de la mecánica y los materiales, pero exigen desviar gran parte del presupuesto hacia subcontratistas pesados, reduciendo el porcentaje neto retenido. Los dos ejemplos más claros son:

- **ATP (6.736 M€ - 24 % retención):** A pesar de que la tasa de captura es baja en términos porcentuales, aporta la cifra neta más alta de toda la cartera (1.616,64 M€). Indra lidera la integración tecnológica en la **UTE** con **EM&E**, pero el peso del presupuesto se desplaza hacia los chasis y la forja pesada.
- **Chain Support Vehicle (VAC - 1.970 M€ - 13 % retención):** La adjudicación neta de 256,1 M€ responde a una estructura en la que Indra integra los sistemas de misión y conectividad dentro del consorcio TESS Defence (del que tiene el 51,01 %), pero el grueso del capital se transfiere a socios encargados de la metalurgia balística y las transmisiones.

### 5.3.2. Matriz Cuantitativa de los **PEM**

Como traslación cuantitativa de este reparto, la siguiente matriz consolida el presupuesto total de cada programa, la cuota específica de retención y el importe neto resultante que se integrará en el modelo de valoración [78]:

Cuadro 5.1: Matriz Económica y Estructura de Retención de los **PEM**

Nº	Programa	Pto. Tot (M€)	% IDR	IDR Pto. (M€)
1	Advanced Integrated Flight Training System (ITS-C)	3.120	5 %	156,00
2	Light Multipurpose Helicopter	1.975	10 %	197,50
3	H-135 Training and Support Helicopter	237	15 %	35,55
4	Teaching Technologies in Air Mobility Efficient Propulsion (ITS-T)	1.560	10 %	156,00
5	Cyber Range	58	80 %	46,40
6	Joint Tactical Radio System	1.174	50 %	587,00
7	Multidisciplinary Connectivity	785	40 %	314,00
8	Multipurpose and Multidomain Crypto Capability	159	0 %	0,00
9	Satellite Radar Image PAZ II	1.090	100 %	1.090,00
10	Replacing Previous Systems in the Electromagnetic Spectrum (REE)	308	70 %	215,60
11	UAS I	437	60 %	262,20
12	EW Ship - BAM AGI	716	6 %	42,96
13	Electromagnetic Wave Tech. Terrestrial Security (RADAR-FI)	25	100 %	25,00
14	SCOMCE	132	100 %	132,00
15	<b>COAAAS</b>	1.687	60 %	1.012,20
16	Combat Supply Ship (BAC II)	703	6 %	42,18
17	NGWS	540	100 %	540,00
17b	<b>FCAS</b>	160	50 %	80,00
18	Chain Support Vehicle (VAC)	1.970	13 %	256,10
19	<b>MGCS</b>	37	50 %	18,50
20	VACIM	306	20 %	61,20
21	New Technologies Applied to Offshore Platforms - MMV F100	3.200	12 %	384,00
22	New Technologies Applied to Amphibious Maritime Platforms	394	12 %	47,28
23	Advanced Manufacturing in Sustainable Land Mobility II ( <b>ATP</b> )	6.736	24 %	1.616,64
24	Pizarro Vehicle Update	289	0 %	0,00
25	On-Board Launch System (SLE)	51	50 %	25,50

Continúa en la siguiente página...

**Cuadro 5.1 – Continuación de la página anterior**

Nº	Programa	Pto. Tot (M€)	% IDR	IDR Pto. (M€)
26	Vehicle Exploration and Reconnaissance (VERT)	266	0 %	0,00
27	Next-Generation Air Mobility	1.785	10 %	178,50
28	Ocean Hydrographic Ship - BHO	250	0 %	0,00
29	Counter-UAS Systems (C-UAS)	37	60 %	22,20
30	Wheeled Bridge Launcher Vehicle	316	30 %	94,80
31	Multipurpose Helicopter	240	10 %	24,00

En conjunto, estas cifras significan que del presupuesto movilizados por el Ministerio de Defensa, Indra se adjudica un importe neto real de 7.663,31 M€. Esta combinación de contratos equilibra volumen y rentabilidad dentro de la división de Defensa. Mientras los programas de plataformas (como el ATP o el VAC) aseguran un suelo de ingresos brutos muy elevado para los próximos años, los proyectos de software y espacio (como el COAAAS o el PAZ II) son los que realmente Contratos de Sostentamiento y Mantenimiento (SOST) tienen el margen operativo y el retorno del capital. Este desglose ofrece una base de ingresos para construir las proyecciones de flujo de caja del modelo de valoración.

### 5.3.3. Distribución Temporal de la Financiación

Como se ha mencionado, para poder afrontar el gasto en I+D+i necesario para el desarrollo de estos programas, el Ministerio de Industria da una financiación con un interés del 0 % que se irá repagando a medida que se cumplan los hitos de entrega. Estos importes van directamente a la empresa o consorcio que lidera el programa, y esta repartirá como sea necesario a los que subcontrate. Por lo tanto, para Indra se considera que recibe el total de la financiación de los programas 5, 6, 9, 13, 14, 15, 18, 19, 25 y 30, y una parte de los programas 7, 10, 17, 20, 23 y 29. Se considera que en caso de desarrollarse bajo una Unión Temporal de Empresas (UTE), se distribuye de manera equitativa entre cada participante. La distribución de estos importes se detalla en la tabla 5.2.

Cuadro 5.2: Distribución temporal de la financiación

Concepto	TOTAL	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Main contractor	4.430	1.775	747	720	571	529	70	13	5
UTE (Total programa)	3.635	823	509	499	491	493	470	350	0
Cuota Indra	1.817,5	411,5	254,5	249,5	245,5	246,5	235	175	0
<b>Total Indra</b>	<b>6.247,5</b>	<b>2.186,5</b>	<b>1.001,5</b>	<b>969,5</b>	<b>816,5</b>	<b>775,5</b>	<b>305</b>	<b>188</b>	<b>5</b>

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos suministrados directamente por Indra

[49].

### 5.3.4. Distribución Temporal de los Pagos

La distribución temporal de los cobros netos de Indra dentro del horizonte temporal 2026-2029, tampoco sigue una distribución lineal. Sigue una curva de maduración industrial típica de los proyectos de defensa (curva en S), que divide los flujos en tres momentos operativos [78]:

- **Fase de Arranque e Ingeniería (2026-2027):** Durante estos dos primeros años, los cobros son más moderados, representan el 18 % del total. Esto se debe a que la mayoría de los nuevos programas se encuentran en fases de diseño, desarrollo de prototipos e ingeniería de sistemas.
- **Fase de Producción en Serie y Entrega (2028-2031):** Es el periodo donde se concentra el 54 % de los pagos. A partir de 2028, los programas clave superan las revisiones de diseño y entran en fabricación. Las entregas de los sistemas terminados al Ministerio de Defensa disparan la facturación y la liberación de los hitos de cobro más importantes del contrato.
- **Fase Desaceleración (2032-):** En este periodo muchos de los contratos relativamente pequeños entran en sus fases finales, mientras que los contratos grandes se estabilizan. A partir de 2032, queda por cobrar el 28 % del importe de los **PEM**

La tabla 5.3 muestra lo esperado los primeros 8 años de pagos:

Cuadro 5.3: Resumen Financiero y Desglose por Período [78]

Concepto / Período	Total (EUR mn)	Over total (IDR)
Porcentaje	25 %	–
Total (IDR)	7,663	–
2026	546	7 %
2027	874	11 %
2028	1,061	14 %
2029	1,074	14 %
2030	1,166	15 %
2031	805	11 %
2032	565	7 %
2033	304	4 %

### 5.3.5. Distribución Temporal de las Devoluciones

La estimación de las devoluciones de la financiación se hace en base a los pagos del Ministerio de Defensa. En total, se financia un 53 % del importe total de los

**PEM**. Por lo tanto, se considera que el 53 % de los ingresos recibidos vuelven directamente al Ministerio de Industria. Cabe destacar que aunque de manera global esto encaja perfectamente (se devuelve el 53 % del importe de los contratos), como se han estimado los pagos y la financiación siguiendo métodos diferentes, puede haber un desajuste temporal frente a lo mostrado en la siguiente tabla **5.4**:

Cuadro 5.4: 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

Esta tabla es clave para proyectar la caja disponible de la empresa en los próximos años. Al juntar la financiación inicial, los ingresos y las devoluciones, se ve claramente el flujo de tesorería neto. Entender este desfase de tiempo permite conocer la liquidez real y asegurar que habrá dinero suficiente para cumplir con los proyectos sin problemas de caja.

## 5.4. Análisis de Impacto Financiero de los **PEM** Lanzados después de 2025

Como ya se ha mencionado, no se puede solo tener en cuenta los ingresos de los **PEM** de 2025, ya que para cumplir de manera sostenible el objetivo de llegar al 2 % de gasto en defensa, hay que emitir nuevos programas en los próximos años. No será hasta que haya suficientes programas recurrentes, con un coste mantenimiento elevado y una industria potente a su alrededor, que la emisión de nuevos grandes programas se pueda estabilizar. Por lo tanto en este apartado se considera lo que hay que emitir, considerando que se mantiene una estructura de pagos similar a la esperada de los **PEM** de 2025.

### 5.4.1. Estimación Anual del Gasto en Defensa

Hay que estimar primero el tamaño total del mercado de defensa nacional. Esta proyección se realiza considerando como evolucionará el porcentaje destinado a la defensa así como el PIB español.

Dado que muchos países europeos se han comprometido a gastar más del 2 % en los próximos años **15**, se estima que España aumentará lo que destina a defensa con un **CAGR** del 2 %, llegando por lo tanto a gastar un 2,3 % del PIB en 2029. Por

otro lado, para las estimaciones del PIB se toman de los crecimientos esperados [4]. En la tabla [5.5] se ve el resultado:

Cuadro 5.5: Evolución del PIB y Proyección del Gasto de Defensa en España

Defensa España	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	CAGR
% 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	1,9 %
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 %

#### 5.4.2. División del Gasto de Defensa Español

Para estimar el déficit en el gasto de defensa y por lo tanto los nuevos PEM que hay que lanzar se tiene que considerar como van a crecer todas las partidas del gasto. Estas se dividen en personal activo (sueldos, material etc.), pensiones militares, funcionamiento base, pagos de los PEM, Programas de Obtención de Capacidades (POC) (programas similares a los PEM pero de una escala inferior o que no requiere desarrollo de nuevas tecnologías), guardia civil y otros (por ejemplo el Centro Nacional de Inteligencia (CNI)), partidas extraordinarias (la ayuda destinada a Ucrania, o parte de lo que se necesitó por consecuencia de la Dana etc.)

A todo esto se le resta las devoluciones de la financiación mencionada previamente. El gasto en 2024 y 2025 se observa en la tabla [5.6] [63] [12] [66]. A partir de estos resultados, se hacen estimaciones de como evolucionará en los próximos años.

Cuadro 5.6: Desglose del Gasto en Defensa bajo el Criterio OTAN

Concepto	2024	2025
Personal activo	8.700	10.000
Pensiones militares	4.300	4.500
Funcionamiento	3.500	5.500
Pagos PEM	3.000	5.000
POC	1.500	2.300
Prefinanciación PEM	1.200	4.500
Guardia Civil y otros	260	900
Partidas extraordinarias	600	1.500
Devolución de financiación	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>23.060</b>	<b>34.200</b>

## Personal activo, pensiones militares, funcionamiento y programas de obtención de capacidades:

Se considera que estas partidas crecerán con un **CAGR** de 3,9%, ya que ese es el ritmo al que crece el presupuesto de defensa (considerando el impacto del aumento del PIB y mayor porcentaje gastado).

$$Gasto_t = Gasto_{t-1} * (1 + 3,9\%) \quad (5.1)$$

## Pagos **PEM**

Para estimar los pagos de los **PEM**, hay que tener en cuenta tanto los que se han aprobado en 2025 como los que existían ya antes. Para ello se ha cogido la lista completa de los 57 programas, y se han aplicado una serie de criterios generales para estimar los pagos. Esta información se recoge en el anexo **A**.

Por un lado, se separan los contratos de entregas de vehículos (por ejemplo el Vehículo de Combate sobre Ruedas (VCR 8x8) (**VCR**) 8x8, el vehículo apoyo cadenas (VAC) o el **ATP**) ya que se conoce cuantos vehículos hay que entregar y el tamaño del contrato, por lo que se puede usar el precio por vehículo. Se determinan unas entradas escalonadas empezando en 2025 (**VCR** 8x8), 2026, 2027 o 2028 según el programa y una aceleración uniforme en las entregas, como se puede comprobar en la tabla **5.7**. El resto de programas se dividen en varias categorías:

**FMS (Foreign Military Sales):** Se paga el **89,0%** en los primeros 4 años. Son compras de equipamiento a gobiernos extranjeros (normalmente a EE.UU.). Exigen adelantar casi todo el dinero al principio del contrato, siguiendo el patrón histórico de este tipo de acuerdos.

**SERIE\_AHORA:** Se paga el **79,0%** en 4 años. Son programas de fabricación que ya están en marcha o listos para empezar de inmediato. Como no necesitan una fase previa de desarrollo, el dinero se gasta rápido desde el principio. Los datos se basan en las cuentas anuales de Defensa.

**SERIE\_MEDIA:** Se paga el **67%** en 4 años. Son proyectos nuevos que necesitan una fase de desarrollo previa, de duración media. Siguen un arranque normal en el que los dos primeros años se gasta menos (diseño e ingeniería) y el gasto fuerte llega en el tercer y cuarto año con la fabricación en serie.

**SERIE\_LARGA:** Se paga el **50%** en 4 años. Son contratos grandes para fabricar armas pesadas a muy largo plazo (más de 10 años). Al repartirse en tanto tiempo, los pagos anuales son mucho más estables y lineales.

Cuadro 5.7: Desglose de contratos, planificación de entregas y asignación presupuestaria

Nº Programa	Tamaño contrato	Vehículos a entreg.	M€/Vehíc.	Entregas por año (Uds.)					Asignación anual (M€)				
				2025	2026	2027	2028	2029	2025	2026	2027	2028	2029
1 Modernización VCI/C PIZARRO (MODEPI)	289	225	1,28	0	30	33	36	40	0,0	38,5	42,4	46,2	51,4
2 Vehículo Apoyo Cadenas (VAC)	1.970	392	5,03	0	0	20	50	70	0,0	0,0	100,5	251,3	351,8
4 ATP-C – Obús autopropulsado cadenas	4.554	343	13,28	0	0	0	20	40	0,0	0,0	0,0	265,5	531,1
5 ATP-R – Obús autopropulsado ruedas	2.896	193	15,01	0	0	0	20	40	0,0	0,0	0,0	300,1	600,2
6 HELIPO – Helicóptero ligero ET	2.300	50	46,00	0	0	0	8	12	0,0	0,0	0,0	368,0	552,0
7 VCR 8x8	2.612,6	348	7,51	41	72	102	133	150	307,8	540,5	765,8	998,5	1.126,1
8 Renovación Chinook CH-47F	819,2	35	23,41	0	10	10	10	5	0,0	234,1	234,1	234,1	117,0
9 VACIM – Vehículo Anfibio IM	374	34	11,00	0	5	5	5	5	0,0	55,0	55,0	55,0	55,0
10 MH-60R – Helicóptero Armada	909,5	8	113,69	0	3	4	0	0	0,0	341,1	454,8	0,0	0,0
11 ITS-C – Entrenamiento Caza/Ataque (Hürjet)	2.600	29	89,66	0	0	0	5	10	0,0	0,0	0,0	448,3	896,6
12 ITS-T – Entrenamiento Transporte (C295)	1.300	12	108,33	0	3	5	4	0	0,0	325,0	541,7	433,3	0,0
13 MPA/VIGMA – Patrulla Marítima (C295)	1.730	16	108,13	0	2	4	4	4	0,0	216,3	432,5	432,5	432,5
14 NH-90 – Helicóptero Multipropósito FAS	2.500	76	32,89	0	10	10	10	6	0,0	328,9	328,9	328,9	197,4
15 VCIC PIZARRO / VC-ZAP CASTOR	867,9	119	7,29	36	20	0	0	0	262,6	145,9	0,0	0,0	0,0

**I\_D (Investigación y Desarrollo):** Se paga el **90 %** en 4 años. Son proyectos puramente tecnológicos y de desarrollo de prototipos. El presupuesto se gasta casi entero al principio por cumplimiento de hitos de diseño, y no tienen una fase de fabricación posterior que alargue los pagos en el tiempo.

**SOST (Sostenimiento):** Se paga el **24 %** en 4 años. Es el dinero destinado al mantenimiento de los equipos. Al ser contratos para todo el ciclo de vida, el gasto es lento, constante y se reparte a lo largo de muchos años.

**PLURIDEC (Pluridecadal):** Se paga el **20 %** en 4 años. Son compromisos muy largos que duran varias décadas, como los grandes proyectos internacionales. Los pagos se dividen en cantidades pequeñas cada año para no superar los límites de gasto autorizados.

Siguiendo esto, los pagos en los próximos años son los disponibles en la tabla [5.8](#).

Cuadro 5.8: Distribución porcentual anual de los pagos según el subtipo de programa

Subtipo	% Pagado en 4 años	2026 (%)	2027 (%)	2028 (%)	2029 (%)
FMS	89 %	21 %	22 %	26 %	20 %
SERIE_AHORA	79 %	25 %	23 %	19 %	12 %
SERIE_MEDIA	67 %	12 %	14 %	21 %	20 %
SERIE_LARGA	50 %	9 %	9 %	16 %	16 %
I_D	90 %	23 %	24 %	24 %	19 %
SOST	24 %	6 %	6 %	6 %	6 %
PLURIDEC	20 %	5 %	5 %	5 %	5 %

Se añade además un factor de corrección dependiendo de cuando es el primer año de entrega, ya que eso afecta mucho los hitos de producción y por lo tanto lo pagado. Estos factores se recogen en la tabla 5.9.

Cuadro 5.9: Factores de ajuste y penalización temporal según la primera entrega

Año 1ª Entrega	Factor 2026	Factor 2027-2029	Interpretación
2025	1,00	1,00	Programa maduro en plena ejecución.
2026	1,00	1,00	Primeras entregas en 2026 – pagos a pleno ritmo.
2027	0,65	1,00	Arranque contractual 2026; entregas empiezan 2027.
2028	0,35	0,60	Solo fase de definición/tooling en 2026.
2029	0,25	0,35	Programa en fases iniciales; pagos 2026 mínimos.

Juntando todo, se estiman que los pagos por los PEM aprobados en 2025 y antes de son los de la tabla 5.10. El desglose total está en el anexo A.

Cuadro 5.10: Totales anuales presupuestados para el periodo 2026-2029

Concepto	2026	2027	2028	2029
Total Pagado (M€)	6.804,23	8.335,84	10.506,21	10.868,42

## **Prefinanciación PEM**

Se considera que no hay que seguir financiando antiguos programas, por lo que en esta fila se suman únicamente los importes de los programas aprobados de 2025 en adelante.

## **Guardia civil y otros**

Esta sube a 900 millones de euros en 2025 y 2026 (3,2x veces lo gastado en 2024) debido al impulso inicial del PITSD y al refuerzo de fondos para el Ministerio del Interior. Para los años siguientes (2027-2029), una vez cubiertas estas inversiones principales de inicio, el gasto se estabiliza en 500 millones anuales para cubrir el mantenimiento ordinario.

## **Partidas extraordinarias**

Estas se elevan a 1.500 millones en 2025 y 2026 para absorber los fondos de contingencia y gastos imprevistos del arranque de los programas. También cubre la ayuda a Ucrania. A partir de 2027, cuando los contratos entran en una fase más estable, el presupuesto vuelve a su línea base histórica (dato 2024) de 600 millones.

## **Devolución de financiación**

Al igual que con la financiación, no se tiene en cuenta el impacto de antiguos programas, por lo que en esta fila se suman únicamente los importes de los programas aprobados de 2025 en adelante.

## **Presupuesto defensa sin considerar nuevos PEM**

Reuniendo todo lo descrito, se llega a una estimación del presupuesto de defensa correspondiente a la tabla 5.11. Se puede comprobar que esto no llega al presupuesto objetivo marcado anteriormente, por lo que hay que lanzar nuevos PEM, para cubrir los importes de la tabla 5.12.

### **5.4.3. Nuevos PEM lanzados**

Para alcanzar el presupuesto objetivo y cubrir el déficit identificado, es necesario proyectar la emisión de nuevos PEM. Dado que un gran programa de defensa aprobado en un año genera una cascada de flujos de caja en los ejercicios siguientes (nuevos tramos de financiación, pagos por entregas y devoluciones), el cálculo no puede ser estático; debe realizarse de forma iterativa año a año.

Tomando como punto de partida el ejercicio 2026, el modelo metodológico sigue estas cinco reglas secuenciales:

Cuadro 5.11: Proyección del Gasto de Defensa (2024-2029)

Concepto	2024	2025	2026	2027	2028	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 <b>PEM</b>	<b>3.000</b>	<b>5.000</b>	<b>6.804</b>	<b>8.336</b>	<b>10.506</b>	<b>10.868</b>
<b>POC</b>	1.500	2.300	2.391	2.485	2.583	2.684
Prefinanciación <b>PEM</b>	<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>

Cuadro 5.12: Comparativa de totales y necesidades presupuestarias

Concepto	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<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 <b>OTAN</b>	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

1. **Cobertura del déficit mediante prefinanciación inicial:** Durante el primer año de lanzamiento de un PEM, el programa se encuentra en su fase inicial, por lo que el Estado no realiza pagos por entregas. El único flujo de caja saliente es la concesión de prefinanciación a la industria. Por lo tanto, se asume que esta inyección de fondos en el año 1 debe cuadrar exactamente con el déficit estimado para ese ejercicio (en el caso de 2026, los 2.455 M€ identificados en la tabla anterior).
2. **Dimensión del programa total:** Para los **PEM** de 2025, el Ministerio de Industria financia el 53 % del valor total del contrato, y el primer año es el 16 % del importe total [64]. Aplicando esta misma proporción, la necesidad de prefinanciación del primer año permite estimar el tamaño total de los nuevos programas. El resto de la prefinanciación a inyectar en los años siguientes sigue el mismo esquema porcentual de los **PEM** de 2025 (8,2 % el segundo año, 8,3 % el tercero, 8,0 % el cuarto, 6,9 % el quinto y así sucesivamente).
3. **Curva de pagos por entregas:** Para estimar cuándo y cuánto pagará el Estado a medida que se ejecuta el programa, se utiliza como *proxy* el modelo de ingresos de Indra en los **PEM** de 2025. Es decir, si Indra factura un determinado porcentaje del total de su contrato en el segundo año, se asume que el consorcio industrial del nuevo PEM en su conjunto cobrará ese mismo

porcentaje en su respectivo año 2.

4. **Devolución de la financiación:** Las devoluciones al Ministerio de Industria se hace a medida que cobran las empresas por los sistemas entregados. Manteniendo la lógica estructural del préstamo, la cuota anual de devolución se calcula directamente como el -53 % de los pagos por entregas recibidos en ese mismo ejercicio.
5. **Iteración y actualización del déficit:** Una vez proyectados todos estos flujos (prefinanciación, pagos y devoluciones) para los nuevos **PEM** de 2026, se integran en la tabla consolidada general. Este paso reduce a cero el déficit de 2026, pero, al introducir nuevos gastos e ingresos futuros, altera los déficits previamente calculados para 2027, 2028 y 2029.

Esto termina dando que se lanzan unos nuevos programas con un importe de 15.367,47M€ en 2026, 10.968,36M€ en 2027, 0M€ en 2028 (no hay déficit presupuestario) y 553,25M€ en 2029, lo que suma unos contratos de 26.889,08M€. El esquema total se muestra en la tabla **5.13**.

Cuadro 5.13: Resultados de la emisión de los nuevos **PEM** (2026-2029)

Concepto	2026	2027	2028	2029
<b>PEM</b> lanzados	15.367,47	10.968,36	-	553,25
Financiación nuevos <b>PEM</b>	2.455,39	3.017,85	1.316,06	2.231,06
Pagos nuevos <b>PEM</b>	-	1.094,91	2.534,14	3.378,60
Devolución a industria	-	-	-635,05	-1.469,80

Finalmente, el presupuesto de defensa español se establece como lo que muestra la tabla **5.14**.

Cuadro 5.14: Proyección Final del Gasto de Defensa con Nuevos **PEM** (2024-2029)

Concepto	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Personal activo	8.700,00	10.000,00	10.393,74	10.802,98	11.228,33	11.670,43
Pensiones militares	4.300,00	4.500,00	4.677,18	4.861,34	5.052,75	5.251,69
Funcionamiento	3.500,00	5.500,00	5.716,56	5.941,64	6.175,58	6.418,74
Pagos <b>PEM</b>	<b>3.000,00</b>	<b>5.000,00</b>	<b>6.804,23</b>	<b>9.430,75</b>	<b>13.040,35</b>	<b>14.247,02</b>
<b>POC</b>	1.500,00	2.300,00	2.390,56	2.484,68	2.582,52	2.684,20
Prefinanciación <b>PEM</b>	<b>1.200,00</b>	<b>4.500,00</b>	<b>4.774,39</b>	<b>5.351,85</b>	<b>3.577,06</b>	<b>4.180,06</b>
Guardia Civil y otros	260,00	900,00	900,00	500,00	500,00	400,00
Partidas extraordinarias	600,00	1.500,00	1.500,00	600,00	600,00	600,00
Devolución de financiación	0,00	0,00	0,00	-1.163,85	-2.498,07	-3.731,43
<b>TOTAL</b>	<b>23.060,00</b>	<b>34.200,00</b>	<b>37.156,65</b>	<b>38.809,38</b>	<b>40.258,52</b>	<b>41.720,71</b>
TOTAL CRITERIO <b>OTAN</b>	23.060,00	34.200,00	37.156,65	38.809,38	40.258,52	41.720,71
Déficit	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

#### 5.4.4. Ingresos Indra **PEM** posteriores a 2025

Una vez calculado el impacto financiero a nivel global, el modelo traslada estas proyecciones al plano de Indra para evaluar su retorno específico. Se asume que la compañía absorberá el 30 % de la financiación directa de los nuevos **PEM** lanzados. Esta hipótesis se fundamenta en su posición dominante dentro del portafolio de 2025. Según lo estimado en apartados anteriores, Indra lidera contratos con un importe del 20,4 % del total. El aumento a un 30 % deriva de la expectativa de que a medida que Indra tenga más capacidades industriales (y los impactos de las consolidaciones de TESS Defence y de Hispasat de 2025), se le asignen más contratos.

Los pagos por entregas de los nuevos programas se estiman utilizando la curva de ingresos prevista para la adjudicación de 2025. Del total que consiguen, un 7 % es en el primer año, un 11 % el segundo año, un 14 % el tercero, y un 14 % el cuarto. Estos ritmos se mantienen para los nuevos **PEM**. Se había estimado que Indra se queda al final con el 25 % del importe de los contratos de todos **PEM** lanzados en 2025, para reflejar que habrá menos *pass-through* a medida que la empresa vaya adquiriendo capacidades esto sube a un 30 %. Los flujos para Indra por los nuevos **PEM** se muestran en la tabla 5.15. Sumando el impacto de los **PEM** de 2025 y los posteriores, se obtienen unos flujos de caja como los que muestra la tabla 5.16.

Cuadro 5.15: Proyección de flujos financieros estimados para Indra (2026-2029)

Concepto	2026	2027	2028	2029
Pagos Indra	-	328,47	760,24	1.013,58
Financiación Indra	860,83	1.058,03	461,40	782,19
Devolución a industria	-	-	-222,64	-515,30

Cuadro 5.16: Flujos Financieros para Indra (**PEM** 2025 y Posteriores)

Concepto (M€)	2025	2026	2027	2028	2029
Financiación Total	2.598,00	2.116,80	2.277,00	1.523,40	1.804,20
Ingresos (Pagos) Total	0,00	546,00	1.202,50	1.821,20	2.087,60
Devolución Total	0,00	-289,40	-1.627,10	-2.648,00	-3.346,10

Esta consolidación detalla las entradas y salidas de caja (financiación, pagos y devoluciones) de la cartera de 2025 y de los futuros programas de defensa. El flujo neto resultante es la base del modelo financiero y se utilizará en los próximos capítulos para proyectar los estados financieros y valorar la empresa.

# Capítulo 6

## Capacidad de ejecución industrial, estrategia de M&A y riesgos operativos

### 6.1. Evaluación de la Capacidad Industrial y Escalabilidad Productiva

Para dar cumplimiento a la histórica cartera de pedidos acumulada, Indra está transformando su modelo operativo de baja intensidad de capital hacia una estructura de producción industrial en serie de hardware pesado. Esta transición modifica de manera estructural la gestión de su cadena de suministro, la eficiencia en costes fijos y los plazos de conversión del backlog en ingresos reales [51].

#### 6.1.1. Ampliación Infraestructura Física y Capacidad de Producción

La huella industrial del grupo experimentará un incremento de  $4\times$  entre 2024 y 2027, expandiendo su superficie productiva desde los 35,000 m<sup>2</sup> originales hasta superar los 140,000 m<sup>2</sup>. Este despliegue de capacidad se sustenta en un plan de inversión **CapEx** acumulado superior a los 400 millones de euros entre 2025 y 2027, proyectando la creación de más de 3.000 nuevos empleos asociados a la expansión de ingeniería y fabricación [51].

El plan estratégico descentraliza la producción mediante nodos especializados alineados con las verticales del grupo:

- **Sistemas Terrestres:** Concentrados en la planta de Asturias-Gijón (76,000 m<sup>2</sup>), especializada en la integración de vehículos blindados (VCR 8x8 Dragón y

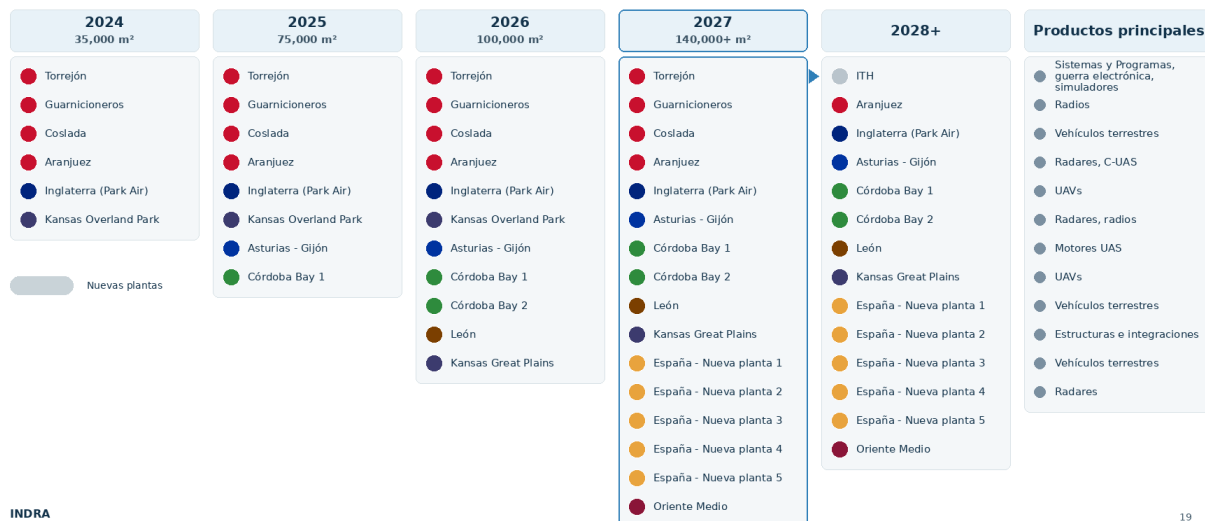


Figura 6.1: Evolución de la superficie fabril (2024-2028+)

VAC) tras incorporar el know-how técnico de GDELS.

- **Radares y C-UAS:** Centralizados en Córdoba (Bahía 1 de 13,000 m<sup>2</sup> para fabricación de radares AESA y Bahía 2 de 7,000 m<sup>2</sup> para estructuras metálicas) y reforzados con capacidad local en Oriente Medio.
- **Sistemas Aéreos y UAVs:** Distribuidos entre las nuevas instalaciones de León (fábrica de drones multipurpose junto a EDGE Group) y centros especializados en España para motores de UAS.
- **Radios y Sistemas ATM:** Soportados por la expansión de las plantas de Aranjuez, Inglaterra (Park Air) y la nueva capacidad de 7,250 m<sup>2</sup> en Kansas (Overland Park y Great Plains) para atender el contrato de renovación de la FAA en Estados Unidos.

Esta ampliación de infraestructura busca multiplicar por 2,5 el volumen de producción global en 2026 frente a los niveles de 2024. Operativamente, el incremento se apoya en la transición de dos a tres turnos rotativos continuos en las líneas de fabricación de componentes críticos [51].

### 6.1.2. Estandarización Modular, Cadena de Suministro y Eficiencia

La aceleración de los plazos de entrega no depende de un incremento lineal de los costes variables, sino de la reingeniería de procesos y la comunalidad de

componentes. La compañía ha reducido un 50 % el tiempo de ciclo (*lead time*) en la producción de radares prioritarios mediante la optimización de procesos y el aumento de turnos [51].

Estructuralmente, el catálogo se ha consolidado en 14 familias de radares en 2026 con el objetivo de converger hacia 13 familias en 2030 (frente a las 18 existentes en 2025). Al unificar un 60 % de elementos comunes entre mercados y elevar al 80 % los componentes compartidos dentro de la tecnología de barrido electrónico activo (AESA), la corporación mitiga las fricciones de almacenamiento y los cuellos de botella técnicos.

Cuadro 6.1: Métricas de Estandarización y Reestructuración de la Cadena de Suministro (FY25)

Dimensión Operativa	Indicador Clave de Rendimiento	Impacto / Métrica
<b>Estandarización de Radar</b>	Incremento unidades anuales producidas	4×
	Elementos comunes en radares AESA	80 %
	Elementos comunes en familias principales entre mercados	+60 %
	Consolidación familias radares activas	18 → 14 familias
	Reducción del tiempo de ciclo ( <i>lead time</i> ) en planta	-50 %
<b>Cadena de Suministro (Defensa)</b>	Volumen de compras adjudicado a proveedores nacionales	78 %
	Incremento en el volumen de gasto en aprovisionamiento	+70 %
	Concentración del 90 % del gasto en proveedores estratégicos	<450 proveedores <i>Tier 1</i>
<b>Eficiencia y Costes</b>	Ahorro de costes en compras de productos clave	>10 %
	Proyección de ahorro por consolidación de producción en serie	Doble del ahorro

Esta reestructuración responde a un entorno operativo crítico a nivel global, donde el 54,5 % del mercado identifica a la cadena de suministro como el principal desafío del sector, mientras que un 31,2 % adicional la califica como una preocupación mayor [56]. Como respuesta directa para estabilizar este cuello de botella estratégico, Indra ha replicado el modelo de gobernanza por niveles (*tiering*) propio de la industria de automoción, unificando su red global de compras en menos de 450 proveedores estratégicos de Nivel 1, los cuales concentran el 90 % del presupuesto total de aprovisionamiento de la división de Defensa. Esta concentración otorga mayor poder de negociación, materializando ahorros iniciales superiores al 10 % en la compra de componentes clave, con una proyección de duplicar dicho ahorro conforme se consolide la producción en serie [51].

Cuantitativamente, la magnitud de este esfuerzo de aprovisionamiento se refleja en las métricas de asignación de capital del grupo. El gasto total de Indra en subcontratación y materiales durante 2025 ascendió a 1.460 millones de euros, de los cuales 438 millones se destinaron específicamente a la división de defensa (lo que representa un 25 % de los ingresos de 2025, es decir el 20 % de los ingresos ajustado por intensidad de materiales). Para el ejercicio 2026, la previsión de gasto en subcontratación y materiales de defensa escala significativamente hasta los 745 millones de euros, registrando un aumento del +70 % (tal y como fue señalado en la presentación de resultados de 2025). De este presupuesto proyectado para 2026, un total de 600 millones de euros se ejecutará en España, garantizando que el 80 % del gasto total en defensa permanezca en el mercado doméstico [51]. A nivel soberano, el 78 % del volumen de contratación de defensa se adjudica a proveedores nacionales, estabilizando la base de costes frente a regulaciones de exportación extranjeras. Asimismo, asumir el control mayoritario del 51 % de Tess Defence permite centralizar las decisiones operativas y asegurar la entrega regular de plataformas de combate terrestres.

Finalmente, los avances en eficiencia se reflejan en la gestión del capital humano. A pesar de que la plantilla de la división de defensa creció un 36 % en 2025 para soportar la carga fabril, el grupo incrementó un 9 % su facturación por empleado y un 13 % el EBITDA por trabajador a nivel global [51]. Esta mejora de los indicadores de productividad se ve impulsada por la división transversal de operaciones tecnológicas y por la implantación de herramientas de inteligencia artificial avanzada en el 61 % de los procesos de desarrollo de software, optimizando los tiempos de validación e ingeniería de los programas asociados a los PEM.

### 6.1.3. Implicaciones Metodológicas y Vinculación con el Modelo Financiero

Las variables industriales analizadas sirven para calibrar las hipótesis del modelo de valoración del Capítulo 7. El cambio de un modelo de software a uno de manufactura pesada afecta directamente a las proyecciones financieras:

1. **Estructura de Activos y Dinámica de Amortización:** El despliegue de más de 400 millones de euros en CapEx acumulado y la expansión de la huella fabril hasta los 140,000 m<sup>2</sup> justifican contablemente la reducción del coeficiente de *D&A* en el modelo financiero. Al sustituir la rápida obsolescencia de los activos intangibles de TI por bienes de equipo, laboratorios de integración y plantas tangibles de ciclo largo (como los complejos de Córdoba, León y Kansas), la base depreciable real del balance desacelera su ritmo

de caída. Asimismo, la estabilización de esta infraestructura permite modelar una reducción progresiva del **CapEx** sobre ventas en la división de defensa debido a la captura de economías de escala industriales.

2. **Curva de Rentabilidad de TESS Defence:** El análisis operativo de la planta de Asturias-Gijón (76,000 m<sup>2</sup>) permite validar metodológicamente que la subdivisión de *TESS Defence* se proyecta con un margen bajo los primeros años. Los flujos iniciales derivados de los programas VCR 8x8 y VAC son absorbidos por completo por la curva de aprendizaje, los costes de arranque fabril y la amortización de los 13 millones de euros invertidos en la adquisición de *know-how* a GDELS.
3. **Presión en Circulante por Fabricación Anticipada:** La decisión de romper el modelo tradicional bajo pedido y acometer la producción anticipada de lotes de stock (12 radares LTM y 100 equipos de guerra electrónica) para recortar los plazos de entrega a 12 meses impacta directamente en el fondo de maniobra del modelo financiero. Esto fundamenta la fijación de la rotación de existencias en un valor elevado.
4. **Calibración de Márgenes y Simulación Estocástica:** Finalmente, la consolidación del catálogo en 14 familias de radares y el control de la cadena de suministro a través de menos de 450 proveedores estratégicos *Tier 1* (que ya reducen un 10 % los costes de aprovisionamiento) sustentan la hipótesis de expansión del margen EBIT de la defensa.

## 6.2. La Estrategia de M&A como Vector de Consolidación y Capacidad

La estrategia de **M&A** de Indra busca transformar su modelo en un grupo flexible y especializado, concentrando más del 75 % de su presupuesto de inversión en Aeroespacio y Defensa [81]. Para su ejecución, cuenta con una capacidad financiera superior a los 1.500 millones de euros y un objetivo de apalancamiento de Deuda Neta/EBITDA de 1,0x para proteger su calificación crediticia [81]. El análisis de estas operaciones se aborda desde la perspectiva de la diversificación de flujos de caja y la integración vertical para ejecutar los **PEMs**.

### 6.2.1. Operaciones de M&A en 2025: Despliegue de Capital e Integración Estratégica

En 2025, Indra invirtió más de 950 millones de euros en la adquisición de más de 10 compañías y lanzó *Indra Ventures* con 200 millones de euros para capturar

tecnologías tempranas (ciberseguridad, espacio y defensa) sin sobrecargar el **CapEx** ordinario [14]. Las transacciones principales fueron:

1. **Hispasat (Espacio):** Adquisición del 89,68 % por 725 millones de euros (6,9x EV/EBITDA), financiada con 700 millones de deuda. El crecimiento operativo para 2026 (7 % en ingresos y 10 % en **EBIT**) se diluye en la línea neta, limitando la acreción del **EPS** a un dígito bajo por los costes financieros e intereses minoritarios de Hisdesat [80] [10]. Captura sinergias de EBITDA de 20-30 millones de euros en 2026 (50-70 millones hacia 2030) [80] y reduce la dependencia de los presupuestos de defensa al combinar flujos civiles regulados con el negocio gubernamental. Junto a *Deimos*, consolida la vertical de Espacio con un objetivo de ingresos > 1,000 millones de euros para 2030.
2. **Tess Defence (Sistemas Terrestres):** Incremento de la participación del 25 % al 51 % por 106 millones de euros. Reduce el riesgo de agencia, unifica la ejecución del programa VCR 8x8 como contratista principal, absorbe el margen industrial de fabricación y asegura la cartera de pedidos a largo plazo [81] [51].
3. **Micro Nav Limited y Global ATS Limited (ATM):** Compra del 100 % por un agregado de 24.613 miles de libras. Aportan 10.707 M€ y 5.663 M€ de ingresos en 2025 [51] e integran verticalmente servicios recurrentes de simulación y formación, mitigando la ciclicidad de la venta de hardware en Oriente Medio y Asia-Pacífico [44].
4. **Aertec Defence y Aerial Systems, S.L.:** Adquisición del 100 % por 25.456 M€ más un *earn-out* de 4.600 M€ para transferir riesgos financieros. Cubre capacidades críticas en UAS dentro de la división de *Weapons & Ammunition* ante el crecimiento en guiado de precisión y tecnologías antidrón [43].
5. **Inversión en Sparc Foundry, S.L.:** Suscripción del 37 % de la ampliación de capital por 20.000 M€ para asegurar el acceso a chips de nitruro de galio (GaN). Mitiga riesgos en la cadena de suministro de semiconductores y aporta ventajas en sensórica avanzada para radares Agencia Estatal de Seguridad Aérea (**AESA**) y el programa FCAS [42] [51].

Estas compras consolidan el giro de proveedor de TI a integrador de defensa [16] [10] [51]. Aunque elevan costes fijos a corto plazo, optimizan el margen **EBITDA** futuro mediante economías de escala. En paralelo, Indra ejecutó desinversiones estratégicas de bajo margen para liberar capital: vendió la división de BPO a Teknei (diciembre de 2025, 96,6 millones de euros) y Minsait Business Consulting a Waterland (mayo de 2026, 125-150 millones). En febrero de 2026 se canceló la venta de Minsait Payments para retener su rentabilidad [51] [50].

### 6.2.2. Escribano Mechanical & Engineering (EM&E): Conflicto de Gobernanza e Impacto Corporativo

La principal operación del periodo, la compra de **EM&E**, fue cancelada a finales de marzo de 2026. Buscaba integrar la sensórica de Indra con las torres de armas de **EM&E** para ofrecer sistemas de combate llave en mano, eliminar duplicidades y absorber el margen industrial completo de los **PEMs** (como el VCR 8x8) donde operan conjuntamente en **UTE** [81]. Tras valoraciones iniciales de 1.000 millones de euros en 2025 por KPMG, la oferta formal escaló a 2.300 millones en marzo de 2026 con el apoyo de Third Point LLC.

Sin embargo, la operación encalló por problemas de gobernanza. El entonces presidente de Indra, Ángel Escribano, era también copropietario de **EM&E**, lo que provocó el veto del Gobierno a través de la **SEPI** [32]. Además, si la compra se pagaba con acciones, los hermanos Escribano podrían superar la participación del Estado en Indra (los hermanos ya tenían un 14,3%). Para desbloquear la situación, el Gobierno propuso separar el negocio de defensa de Indra en una filial bajo control estatal, pero los Escribano lo rechazaron al perder el control de ambas compañías.

Finalmente, el 19 de marzo de 2026, **EM&E** retiró la oferta. Las consecuencias fueron inmediatas: las acciones de Indra cayeron un 12% ese mismo día [81] y Ángel Escribano dejó la presidencia en abril [32]. A largo plazo, el sector de la defensa en España sigue fragmentado; ambas empresas tendrán que seguir colaborando mediante alianzas temporales para ejecutar los encargos de los **PEMs**, pero perdiendo la oportunidad de crear un único gigante integrado.

Este desenlace impacta directamente en dos variables clave. Por un lado, al cancelarse la operación se caen las sinergias operativas y el crecimiento inorgánico proyectado, lo que reduce las estimaciones de flujos de caja futuros. Por otro lado, la crisis de gobernanza y la fuerte interferencia estatal elevan la prima de riesgo del negocio; esto aumenta la tasa de descuento **WACC** y aplica un descuento por gobernanza en los múltiplos de valoración de Indra frente a sus competidores europeos.

### 6.2.3. Pipeline de M&A Futuro, Rotación de Cartera de Activos y Enfoque Metodológico de la Valoración

Al cierre del primer trimestre de 2026, Indra reportó un *pipeline* activo de más de 15 operaciones corporativas [50] y continua llevando a cabo desinversiones de partes del negocio de bajo margen. Aunque no hay datos públicos sobre las próximas operaciones de compra ni se pueden estimar importes o plazos, sí es posible anticipar sus objetivos. Analizando el sector de la defensa en España y la trayec-

toria de Indra, se pueden identificar los sectores y el tipo de empresas que encajan en su estrategia.

Se han analizado todos los comunicados y noticias oficiales publicados por la compañía en los últimos años, los eventos más importantes están reflejados, por sector, en la figura 6.2. Este estudio ha permitido reconstruir el cronograma de sus operaciones comerciales y corporativas para identificar el patrón que guían sus decisiones. El análisis sirve como base para prever la dirección y los sectores de sus futuras adquisiciones.

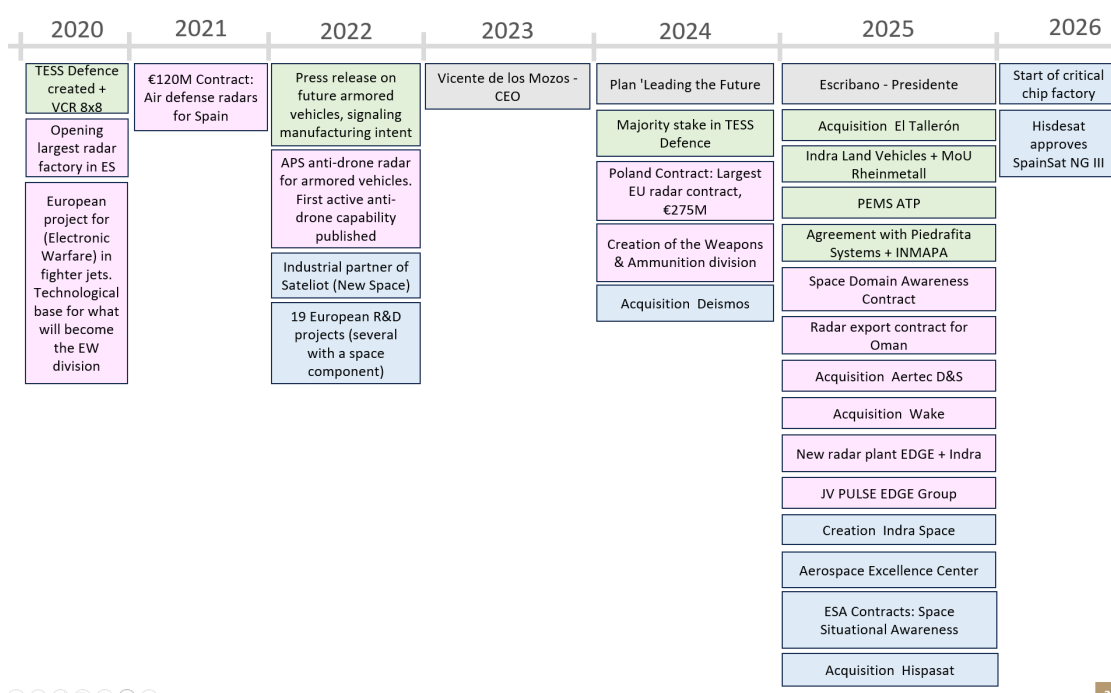


Figura 6.2: Cronograma de comunicados y noticias de Indra en defensa

Este cronograma refleja que la expansión internacional, las compras (M&A) y los ciclos de contratación de Indra no son movimientos aislados o especulativos, sino que siguen una secuencia estructural y predecible. Este patrón se basa en reglas claras: las adquisiciones se realizan agrupadas por sectores (entre 3 y 6 transacciones en plazos de 24 meses) y el salto del mercado nacional al exterior toma entre 2 y 3 años, pasando de España a Europa antes de exportar fuera de la Unión Europea. La entrada en cualquier mercado nuevo cumple siempre las mismas fases: mostrar capacidad técnica, lograr un contrato de referencia, realizar una compra local y activar las exportaciones, un ciclo que suele completarse en un plazo de

entre 12 y 24 meses.

Aplicando este patrón al periodo 2026/2027, los anuncios proyectados se dividen en tres ejes de crecimiento claros. El primero es la consolidación en programas clave europeos: en el sector aeroespacial, se anticipa la creación de una empresa conjunta europea, mientras que en el área terrestre se espera la primera gran exportación de vehículos blindados y la entrada oficial en el programa del futuro tanque europeo **MGCS**. El segundo eje es la internacionalización del negocio de guerra electrónica (EW), donde se prevé una nueva ronda de contratos fuera de España impulsada por las convocatorias de captación de talento de finales de 2025. Por último, la estrategia de M&A de Indra prioriza la absorción de ventajitas tecnológicas específicas sobre el simple aumento de escala o tamaño.

Para identificar las compañías que podrían integrar la lista de objetivos bajo análisis de Indra, se ha realizado un cruce analítico de los requisitos tecnológicos y de suministro de los principales **PEMs**, y por otro lado, se ha mapeado el Catálogo de la Industria Española de Defensa para identificar qué empresas nacionales rellenan los huecos de la cadena de valor que Indra necesita controlar **[65]**.

Este cruce agrupa a los candidatos en cuatro vectores alineados con la estructura del grupo:

1. **Vector Terrestre (Indra Land Vehicles)**: Dirigido a eliminar la dependencia en la cadena de componentes mecánicos y de movilidad pesada para los programas VCR 8x8 Dragón y VAC. Se identifican **Sapa Operaciones** por su tecnología nativa en transmisiones de alta potencia, y **Piedrafit Systems** por sus soluciones de suspensión hidroneumática y simulación de fatiga de materiales. Asimismo, las firmas de soporte y componentes mecánicos como **Cohemo** y **Cauchos Puntos** se integran para asegurar el ciclo de mantenimiento, reparación y suministro de repuestos críticos del tren de rodaje de las plataformas terrestres.
2. **Ciberdefensa y C4ISR (Indramind)**: Orientado a consolidar la infraestructura de seguridad soberana exigida por los PEM SCOMCE (Combate en Ciberespacio) y Cyber Range. El mapeo señala a **Epicom** como el estándar de hardware criptográfico con certificaciones de seguridad del Estado, y a **S2 Grupo** junto a **Sirt** por sus capacidades en el diseño y despliegue de Centros de Operaciones de Seguridad (SOC) críticos. La conectividad táctica y los radioenlaces terrestres quedan cubiertos con firmas como **Centum** y **Aicox**, mientras que la inversión en algoritmos de cifrado y computación avanzada se asocia a **Multiverse Computing** para la capa cuántica de protección de señales.

3. **Espacio y Guerra Electrónica (Indra Space y EW):** Segmento clave para dotar de autonomía técnica a la sensórica y a las plataformas satelitales sin recurrir a hardware extranjero. Involucra a ingenierías de referencia como **GMV** (líder en segmento de tierra y navegación por satélite) y **Sener** junto a **Tecnobit** por sus ventajas en optrónica, pantallas de aviónica militar y sistemas de actuación electromecánica para misiles. Para asegurar la fabricación interna de los radares AESA, se integran firmas de componentes de interconexión y filtrado de radiofrecuencia como **Sintersa** e **Intersoft Electronics**.
4. **Nichos Especializados:** Responde a necesidades de complementariedad naval. Se identifica a **SAES** (Sistemas Acústicos y Electrónicos Submarinos) como el único objetivo estratégico viable para incorporar la tecnología de procesamiento de sonar, boyas acústicas y medición de firmas submarinas que Indra requiere para unificar los sistemas de combate de las plataformas de la Armada.

Este mapeo expone los cuellos de botella tecnológicos de Indra y las futuras primas de control que la compañía tendría que asumir ante el crecimiento inorgánico. No obstante, el modelo financiero del Capítulo 7 excluye el impacto cuantitativo de estas compras por incertidumbre transaccional, estructura de financiación indefinida y porque los objetivos de 2026 (ingresos > 7,000 millones y EBIT > 700 millones) son estrictamente orgánicos. El *pipeline* se mantiene exclusivamente como opcionalidad positiva (*upside*) para el inversor.

### 6.3. Análisis de Riesgos Industriales y de Ejecución Operativa

Como contratista principal, el riesgo de Indra se desplaza hacia la producción. La rentabilidad real de los **PEM** depende de controlar estos factores, cuyo impacto altera directamente los márgenes operativos y el capital circulante del modelo financiero.

#### Riesgo de cadena de suministro

Es el principal desafío del sector: un 54.5% de las métricas lo identifica como el problema primario [56]. En Indra, este riesgo afecta a proyectos críticos como el satélite *Radar Imaging Satellite* (1.090 M€) y el sistema *CTRS* (1.174 M€), mitigándose mediante alianzas y licencias tecnológicas como la de Bittium.

## Atracción de talento técnico en fabricación

La aceleración de los programas exige incorporar ingenieros y técnicos para asegurar los plazos de entrega. El plan contempla crear más de 3.000 empleos, aumentando el personal en Gijón (de 256 a 850 trabajadores para 2027) y Córdoba (de 150 a 450) [52]. Paralelamente, iniciativas como el *Electronic Warfare Open Challenge* (2025) buscan captar talento joven [41].

## Introducción de nuevos productos y curvas de aprendizaje

Desarrollar productos complejos sin experiencia previa penaliza los márgenes si la curva de aprendizaje es lenta. Además, las fuertes inversiones en **CapEx** (56 M€ en Gijón para el blindado sobre cadenas y 56 M€ en Córdoba para radares AESA) presionan la rentabilidad a corto plazo, proyectando un margen **EBIT** del 0.0% en *TESS Defence* hasta 2027.

## Riesgo de concentración en el programa ATP

El programa *ATP* (6.736 M€) representa más de la mitad del *backlog* de la empresa. Dado que Indra retiene 1.617 M€ (24% del total), cualquier retraso o interrupción en el suministro de componentes críticos impactaría directamente en los ingresos globales proyectados.

## Riesgos geopolíticos, de gobernanza transnacional y alianzas

Los programas internacionales (con 3 a 5 socios) elevan los costes de coordinación. Proyectos como *FCAS/NGWS* y *MGCS* dependen de la relación franco-alemana. Asimismo, desarrollos como *VACIM* y *C-UAS* afrontan riesgos de consorcio; la retirada de *EM&E* de la fusión obliga a gestionar el **PEM** externamente, aumentando la complejidad estratégica.

### 6.3.1. Impacto e integración en las premisas de modelización y valoración financiera

Estos riesgos operativos y estructurales se trasladan directamente al modelo financiero, modificando las partidas de la cuenta de resultados, el capital circulante y las variables probabilísticas de la valoración.

En primer lugar, los costes de arranque, los cuellos de botella industriales y las ineficiencias iniciales de coordinación en la cadena de suministro de vehículos blindados se han integrado en los márgenes **EBIT**. Se ha fijado un margen EBIT del 0.0% para la subdivisión de *TESS Defence* durante los ejercicios de 2026 y

2027. Esta hipótesis absorbe contractualmente el impacto de las latencias técnicas y la falta de capacidad de soldadura pesada balística antes del salto a la rentabilidad en 2028 (5.0 %) y 2029 (8.0 %). El margen en el resto de sectores de defensa también se ve afectado, creciendo desde 17 % en 2026 (muy parecido a lo obtenido a 2026) a 18,5 % en 2029.

Por otro lado, la transición hacia un perfil más industrializado y de fabricante de sistemas (por la consolidación de TESS e Hispasat) altera el balance y justifica técnicamente la reducción del coeficiente de amortización y depreciación (*D&A*) hasta el -12.0 %, frente al histórico cercano al -28.0 %, debido a la mayor permanencia y menor tasa de obsolescencia de los activos tangibles industriales respecto al software puro.

Por último, la exposición a contratos a precio fijo frente a la inflación de materias primas y componentes se ha modelado con la carga en el circulante. Se ha incrementado la rotación de existencias (*Inventories over sales*) de forma constante hasta el 23.0 % para todo el horizonte temporal, reflejando que Indra requerirá mantener un volumen significativamente mayor de inventario inmovilizado en balance para protegerse de las interrupciones logísticas.

# Capítulo 7

## Modelización Financiera y Valoración Estratégica

### 7.1. Estructura y Metodología de Proyección de la Cuenta de Resultados

La base de este análisis es la proyección de la cuenta de pérdidas y ganancias. Para reflejar la nueva estrategia industrial del grupo, se diseña un modelo operativo *bottom-up* desglosado por línea de negocio. Esto permite analizar el crecimiento y la rentabilidad de cada actividad de forma independiente antes de consolidar los datos globales y calcular las amortizaciones, el resultado financiero y los impuestos.

#### 7.1.1. Proyección de los Ingresos por Segmento

El punto de partida del modelo es la estimación de las tasas de crecimiento orgánico anual de los ingresos para cada uno de los negocios del grupo. La compañía se ha estructurado en sus cuatro grandes divisiones, con una subsegmentación en aquellas áreas donde hay partes con a crecimientos diferentes:

- **División de Defensa:** Es el motor estratégico de la valoración por lo que se divide en cinco bloques independientes de actividad:
  - *Stand alone (Defensa Base):* Recoge la actividad recurrente en electrónica y sensores. Se proyecta un sólido crecimiento orgánico del 20 % para 2026, escalando de manera progresiva hacia un 21 % en 2027, 22 % en 2028 y un 23 % en 2029, consolidando un **CAGR** del 22 %. Este crecimiento corresponde aproximadamente a lo que venía haciendo Indra antes del impacto del rearme europeo. También se ha tenido en cuenta el objetivo de tener unos ingresos de 7.000 millones de euros y un EBIT

de 700 millones de euros en el año 2026, restando el efecto del resto de divisiones.

- *Eurofighter*: Al tratarse de un programa maduro con anualidades muy estables de soporte, el modelo captura un incremento del 10 % en 2026 para alcanzar su nivel de crucero de 220 M€, manteniéndose plano con un 0 % de variación orgánica durante el resto del horizonte explícito (2027-2029).
  - **PEM** (*ex. TESS*): Estas estimaciones no se hacen en base a una tasa de crecimiento, se usa lo planteado en el capítulo 5. La facturación por los PEMs en 2026 se estima en 515 M€, llegando a 1182,8 M€ en 2027, 1815,8 M€ en 2028 y 2092,1 M€ en 2029. Esto reflejan un **CAGR** del 57.8 %.
  - *Espacio*: Muestra un crecimiento orgánico constante y lineal de 21 % anual para todos los ejercicios del periodo (2026-2029), alcanzando una facturación final de 803,8 M€. Esto se basa en el objetivo de que IndraSpace facture 1.000M€ en 2030 [40], y a unos ingresos en 2025 de 375M€.
  - *TESS Defence*: La estimación de esta subdivisión se basa en la entrega estimada de vehículos (los ingresos del VAC ya han sido detallados en el capítulo 5). Para los 8x8, se considera que hay que entregar 398 vehículos para 2028, de los cuales antes de empezar 2026 se habían entregado 41. Se estima una aceleración en las entregas a medida que se acerca la fecha límite. También se considera que habrá una entrega posterior en 2029. Sabiendo que el contrato original es de 2.612M€, cada 8x8 cuesta aproximadamente 7,5M€ lo que permite estimar cuanto ingresará Indra [33].
- **Gestión del Tráfico Aéreo (Tráfico aéreo)**: Este segmento actúa como el gran vector de internacionalización. Se proyecta una tasa de crecimiento orgánica del 12 % en 2026, que disminuye un 0,5 % anualmente, ya que esta división viene ralentizando su crecimiento y no es una prioridad para la empresa.
  - **Movilidad (Mobility)**: División vinculada a contratos maduros de infraestructuras de transporte público regulado. Se asume un crecimiento orgánico estabilizado del 7 % en 2026 y 2027, moderándose levemente hacia un 6 % anual en 2028 y 2029, reflejando un perfil defensivo de ciclo largo. Este crecimiento considera los últimos grandes contratos firmados, como el acuerdo firmado con la ciudad de Londres a principios de 2026 con un importe de 1.000M€ [46].

- **Minsait:** La división de consultoría tecnológica se divide en dos velocidades independientes:
  - *Minsait (w/o IndraMind):* Agrupa los servicios informáticos y consultoría tradicionales de volumen. Su crecimiento orgánico se normaliza en un 2% anual para todo el periodo. Esto muestra la deseleración de esta división, que incluye venta de partes de su negocio.
  - *IndraMind:* Esta es la nueva subdivisión de inteligencia artificial avanzada. Se proyecta una tasa de crecimiento orgánica disruptiva y lineal del 25% anual para cada año (2026-2029), expandiendo su facturación de partida desde los 412,5 M€ hasta los 805,7 M€ en el cierre del horizonte. El 25% anual refleja una división que parte de una base pequeña y opera en un segmento con viento de cola claro ya que la demanda europea de IA aplicada a defensa crece con fuerza e Indra llega con la ventaja de tener ya la relación y los sistemas instalados en los clientes que más van a gastar en esto.

Las tasas de crecimiento y los ingresos anuales se recogen en las tablas [7.1](#) y [7.1](#):

Cuadro 7.1: Hipótesis de Tasas de Crecimiento Anual de Ingresos por Subdivisión.

Subdivisión Operativa	2026e	2027e	2028e	2029e	CAGR ingresos
Stand alone (Defensa Base)	20,0 %	21,0 %	22,0 %	23,0 %	22,0 %
Eurofighter	10,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
PEMS (ex. TESS)	–	130,0 %	54,0 %	15,0 %	59,6 %
Espacio	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %	21,0 %
Trafico aéreo	12,0 %	11,5 %	11,0 %	10,5 %	11,2 %
Mobility	7,0 %	7,0 %	6,0 %	6,0 %	6,5 %
Minsait (w/o IndraMind)	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
IndraMind	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %

Con estas estimaciones, se prevé que Indra llegará a su objetivo de 10.000M€ facturados en 2028, un año antes de lo esperado [45](#). Este aumento se debe en gran parte a los PEMs y su impacto en el corto plazo.

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	CAGR
Revenues	3.851,4	4.343,1	4.843,2	5.456,4	7.116,2	8.593,4	10.163,5	11.405,0	20,2%
Revenue growth		12,8%	11,5%	12,7%	30,4%	20,8%	18,3%	12,2%	
<b>Defensa</b>									
<b>Total</b>									
Revenues	662,2	817,2	1.031,6	1.406,5	2.838,7	4.060,5	5.346,6	6.265,2	45,3%
Revenue growth		23,4%	26,2%	36,3%	101,8%	43,0%	31,7%	17,2%	
<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%	
<b>Eurofighter</b>									
Revenues				200,0	220,0	220,0	220,0	220,0	
Revenue growth organic					10%	0%	0%	0%	
<b>PEMS (ex. TESS)</b>									
Revenues				0,0	515,0	1.182,8	1.815,8	2.092,1	59,6%
Revenue growth organic						130%	54%	15%	
<b>Espacio</b>									
Revenues (base)				375,0	453,8	549,0	664,3	803,8	21,0%
Revenue growth organic						21%	21%	21%	
<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	1126,12	
VAC				0,00	31,0	38,0	56,0	65,0	
Revenue growth					86%	41%	31%	13%	
<b>Trafico aereo</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%
<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%	
<b>Minsait</b>									
<b>Total</b>									
Revenues	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%	
<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%	
<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%	

Figura 7.1: Hipótesis de Ingresos por Subdivisión Operativa.

## 7.1.2. Determinación del Margen Operativo (EBIT) y Reconstitución del EBITDA

Fijados los ingresos, la determinación **EBIT** se construye de la misma manera, estableciendo un margen por cada año y segmento. El **EBIT** individual ( $EBIT_i$ ) se calcula multiplicando la facturación de cada bloque por su respectivo margen operativo ( $mgEBIT_i$ ):

$$EBIT_i = Revenues_i \times mgEBIT_i \quad (7.1)$$

Los márgenes se han calibrado de forma diferenciada para cada división, reflejando sus distintas estructuras de coste:

- **Stand alone (Defensa Base), Eurofighter y PEMS:** Comparten una trayectoria idéntica de escalabilidad en márgenes. Partiendo del suelo real del 16,5 % obtenido en 2025, se proyecta una expansión continua de la eficiencia: un 17,0 % en 2026, un 17,5 % en 2027, un 18,0 % en 2028 y un techo del 18,5 % en 2029, sustentada en las sinergias de la simplificación del catálogo.
- **TESS Defence:** El margen operativo es del 0,0 % en 2026 y 2027, dado que los costes de arranque y absorción de ingeniería consumen el resultado en la fase inicial. La división entra en rentabilidad positiva en 2028, con un margen EBIT del 5,0 % que crece a un 8,0 % en 2029.
- **Espacio:** Se modela con un margen operativo constante y lineal del 13,0 % para todos los años del periodo proyectado. Esto se basa en el consenso de analistas [11].
- **Trafico aéreo:** Mantiene un perfil de alta rentabilidad global estabilizada, con un margen EBIT del 12,5 % constante de 2026 a 2029. Esto es ligeramente inferior al margen EBIT obtenido en 2023 y 2024 (12,8 % y 13,3 % respectivamente) ligeramente superior al obtenido en 2025 (10,5 %).
- **Mobility:** Se proyecta con un margen plano y más ajustado del 6,0 % para todo el horizonte, que corresponde a lo obtenido en 2025.
- **Minsait (w/o IndraMind):** Esta subdivisión está sometida a una fuerte presión de costes laborales y muy alta competición. Su margen operativo desciende gradualmente desde el 3,0 % en 2026 y 2027, hasta un 2,0 % en 2028 y 2029.
- **IndraMind:** Presenta un margen EBIT lineal y constante del 12,0 % para todo el horizonte explícito, basado en estimaciones del consenso [11].

La suma de los resultados operativos individuales determina el **EBIT** consolidado final del grupo:

$$EBIT_{total} = \sum_{i=1}^9 Revenues_i \times mgEBIT_i \quad (7.2)$$

Los márgenes obtenidos y el EBIT total se muestran en las tablas **7.2**:

Cuadro 7.2: Evolución de los Márgenes EBIT Objetivos ( $mgEBIT_i$ ) por Segmento.

Subdivisión Operativa	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Stand alone (Defensa Base)	16,5 %	17,0 %	17,5 %	18,0 %	18,5 %
Eurofighter	–	17,0 %	17,5 %	18,0 %	18,5 %
PEMS (ex. TESS)	–	17,0 %	17,5 %	18,0 %	18,5 %
TESS Defence	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,0 %	8,0 %
Espacio	–	13,0 %	13,0 %	13,0 %	13,0 %
Trafico aéreo	–	12,5 %	12,5 %	12,5 %	12,5 %
Mobility	–	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %
Minsait (w/o IndraMind)	–	3,0 %	3,0 %	2,0 %	1,0 %
IndraMind	–	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %

Cabe destacar que estos resultados ponen el EBIT de Indra ligeramente por encima de sus objetivos, establecido en 700M€ en 2026 **38**. Sin embargo, es un aumento menor que se justifica por el crecimiento de la división de defensa.

A partir del **EBIT** consolidado (que escala desde los **683,3 M€** en 2026 hasta los **1.200,8 M€** en 2029), el modelo calcula el **EBITDA**. Para ello, se suma el gasto anual de Amortizaciones y Depreciaciones ( $D\&A$ ):

$$EBITDA = EBIT_{total} + D\&A \quad (7.3)$$

La modelización de la línea de  $D\&A$  se calcula como un coeficiente fijo del -12.0 % aplicado sobre los activos operativos del año. Este nivel de amortización representa una bajada importante con respecto a los niveles pasados (que históricamente se situaban cerca del -28 % **51**). Esta diferencia se justifica por el cambio en el *mix tecnológico e industrial* de la compañía. Al asumir un rol de fabricante de sistemas (con la consolidación de TESS e Hispasat) frente a su histórico perfil de consultoría de software puro, la mayor intensidad en bienes de equipo, plantas de producción y activos tangibles industriales decelera de forma contable la tasa media de depreciación del balance.

El coste contable de  $D\&A$  en un cierto año  $t$  se calcula como:

$$D\&A_t = coef.f.D\&A * \frac{Activos_t + Activos_{t-1}}{2} \quad (7.4)$$

siendo los activos la suma de los activos tangibles e intangibles. Se calcula de esta manera ya que los activos medios del año aproxima la base depreciable real del período, combinando el stock heredado con los nuevos activos incorporados a lo largo del año.

Los activos de cada año se obtienen partiendo de la cantidad anterior, sumando la inversión nueva **CapEx** y restando las desinversiones y la propia D&A del período. Esto genera una dependencia circular, ya que la D&A depende a su vez del nivel de activos. Esta circularidad se basa en que la depreciación y los activos se determinan de forma simultánea, por lo que modelizarlos así refleja con mayor fidelidad la dinámica contable real. Excel lo resuelve activando el cálculo iterativo. El cálculo del **CapEx** se detalla en las siguientes secciones del capítulo.

### 7.1.3. Proyección desde el EBIT hacia el Beneficio Neto

Desde el escalón del **EBIT** consolidado, el modelo desciende por la cuenta de resultados, integrando el ingreso y coste financiero, los impuestos y el impacto de las contribuciones minoritarias:

#### 1. Resultado Financiero Neto:

- *Ingresos Financieros (Financial income)*: Se proyectan aplicando un tipo de interés constante y lineal del 5.0% sobre los saldos acumulados de caja y equivalentes.
- *Gastos Financieros (Financial expenses)*: Se asume un coste de la deuda bruta constante y lineal del -10% sobre el volumen total de pasivos financieros en el balance. No se incorporara nuevas emisiones de deuda ni repagos anticipados, dado que no existe visibilidad suficiente sobre el calendario, importe o condiciones de financiación futura.

2. **Impuestos sobre Sociedades (Tax)**: La partida fiscal se calcula aplicando una tasa impositiva del 27% sobre el Earnings Before Taxes (Beneficio Antes de Impuestos) (**EBT**), coherente con el histórico medio pagado por la empresa.

3. **Intereses Minoritarios (Mins) y Otros**: Representan el beneficio de las filiales atribuible a socios externos. Su proyección aumenta según el crecimiento previsto de estas sociedades: -4,2 M€ (2026), -4,3 M€ (2027), -5,9 M€ (2028) y -7,3 M€ (2029). Por su parte, los extraordinarios no recurrentes (*Others*) se mantienen constantes en -3,2 M€, igual que en 2025.

La última línea del P&L, el Beneficio Neto, crece desde 464,3 M€ en 2026 hasta 964,3 M€ en 2029, que implica un **CAGR** del 22.0%. Esto refleja una expansión de

la rentabilidad del grupo a lo largo del período. La cuenta de pérdidas y ganancias total se representa en la tabla [7.3](#):

Cuadro 7.3: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Consolidada Proyectada (Mapeo de Datos Reales).

Magnitud Financiera (M€)	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>Ingresos Totales (Revenues)</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>
EBITDA Consolidado	636,4	884,7	931,6	1.225,8	1.484,9
Amortizaciones (D&A)	-119,0	-201,5	-221,4	-249,0	-284,1
<b>EBIT Consolidado</b>	<b>517,3</b>	<b>683,3</b>	<b>710,1</b>	<b>976,8</b>	<b>1.200,8</b>
Ingresos Financieros	165,0	89,9	166,4	223,0	257,8
Gastos Financieros	-92,9	-128,3	-126,7	-126,5	-126,2
Otros / Diferencias Cambio	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2
<b>Beneficio Antes de Impuestos (EBT)</b>	<b>586,3</b>	<b>641,7</b>	<b>746,7</b>	<b>1.070,1</b>	<b>1.330,9</b>
Impuesto sobre Sociedades (Tax)	-147,3	-173,3	-201,6	-288,9	-359,3
Intereses Minoritarios (Mins)	-3,1	-4,2	-4,3	-5,9	-7,3
<b>Beneficio Neto Atribuible (NI)</b>	<b>435,8</b>	<b>464,3</b>	<b>540,7</b>	<b>775,2</b>	<b>963,0</b>

## 7.2. Proyección y Dinámica del Estado de Flujos de Caja

El Estado de Flujos de Caja (*CF*) es el puente que conecta la cuenta de resultados con el balance general. Mientras que el P&L muestra los ingresos y gastos contables, el flujo de caja muestra cuánto efectivo entró y salió de verdad durante el periodo. El flujo de caja se estructura en tres grandes bloques: actividades de explotación u operaciones, actividades de inversión y actividades de financiación.

### 7.2.1. Flujo de Caja de las Actividades de Explotación

El bloque operativo mide la capacidad de Indra para generar liquidez interna a través de su actividad comercial e industrial ordinaria. El cálculo se realiza tomando como punto de partida el [EBIT](#) y se le vuelve a sumar aquellos gastos contables que no han supuesto una salida real de dinero (como las amortizaciones):

El agregado de estas dos magnitudes asciende desde los 884,7 M€ en 2026 hasta alcanzar los 1.481,9 M€ en 2029.

A partir de eso, el flujo neto de explotación (Net CF from operations) se calcula aplicando los impactos fiscales, financieros y de circulante mediante el siguiente cálculo:

$$\text{Net CF from operations}_t = EBITDA_t + \Delta WC_t + \text{Interests}_t + \text{Tax}_t \quad (7.5)$$

Donde cada sumando corresponde a las siguientes ecuaciones de balance y resultados:

### Cambio en capital circulante

**Cambio en el capital circulante ( $\Delta WC_t$ ):** Refleja el impacto en caja del ciclo de explotación (clientes, proveedores y existencias). Si el número es positivo, significa que en el último año se ha liberado caja (por ejemplo, cobrando antes a clientes o acumulando menos inventario); si es negativo, significa que se ha tenido que usar efectivo para financiar las operaciones corrientes.

$$\Delta WC_t = -(\text{Net WC Position}_t - \text{Net WC Position}_{t-1}) \quad (7.6)$$

La posición del capital circulante de cada año se calcula como:

$$\text{Net WC}_t = \text{Inventories}_t + \text{Clients and other receivables}_t - \text{Payables}_t + \text{Factoring}_t \quad (7.7)$$

Para mantener la coherencia a largo plazo, las diferentes partes del circulante (parte del activo y pasivo corriente) se calculan como un porcentaje fijo de las ventas:

- Rotación de Existencias (*Inventories over sales*): Mantenido en un 23%, esto representa un aumento importante comparado con lo que había entre 2021 y 2024, que era aproximadamente 13% (calculado inversamente como *inventario/ventas*), ya que al cambiar hacia un negocio más industrial, es de esperar que los inventarios crezcan. Se ha tomado por lo tanto el porcentaje correspondiente a 2025.

$$\text{Inventories}_t = \text{Revenues}_t \times \alpha_{\text{inv}} \quad (7.8)$$

- Período de Cobro (*Clients over sales*): Estabilizado en un 30% sobre las ventas, es lo que tarda Indra en cobrar a sus clientes. Si aumenta, Indra está tardando más en cobrar, lo que significa que dispone de menos efectivo. Se ha tomado la media de los últimos seis años, que ha sido siempre muy estable, y alrededor del 30%.

$$\text{Clients and other rec.}_t = \text{Revenues}_t \times \beta_{\text{rec}} \quad (7.9)$$

- Período de Pago (*Payables over sales*): Esto es lo contrario que el punto anterior, representa lo que tarda Indra en pagar a sus proveedores. Si aumenta, significa que la empresa tarda más en pagar, por lo que tiene más efectivo, se está financiando gracias a sus proveedores. Se mantiene fijo en un 43 %, el valor de 2025 y aproximadamente la media de los últimos cuatro años, para reflejar las condiciones comerciales con los proveedores.

$$\text{Payables}_t = \text{Revenues}_t \times \gamma_{\text{pay}} \quad (7.10)$$

Para el flujo de caja no se tiene en cuenta el valor absoluto del capital circulante, si no cuanto cambia de un año a otro. Esto suma -63,3 en 2026, -151,8 en 2027, -160,0 en 2028 y -127,2 en 2029. Como este valor siempre es negativo, según lo modelado Indra tiene un mayor volumen de capital circulante comprometido en su ciclo operativo.

### Intereses netos del período

Esto agrega el efecto neto de las cargas de la deuda y los rendimientos de la liquidez:

$$\text{Interests}_t = \text{Financial Income}_t + \text{Financial Expenses}_t \quad (7.11)$$

Se obtienen valores netos de -38,4 M€ (2026), 39,7 M€ (2027), 96,5 M€ (2028) y un saldo final de 131,6 M€ (2029e) ya que según lo modelado, la empresa pasa a tener más caja que deuda.

### Carga Fiscal Real

Esta parte vuelca el gasto por impuesto de sociedades que aparece en el *P&L*.

La suma de todo esto da el flujo total por las operaciones de Indra, como muestra la tabla [7.4](#):

Cuadro 7.4: Flujo de Caja de Operaciones

Concepto	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
CF from operations	191	335	432	444	541	587	882	928	1.223	1.478
WC	43	55	-25	14	-5	63	-63	-152	-160	-127,2
Interests	-37	-33	-26	-18	-26	-25	-38,4	39,7	96,5	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>615</b>	<b>870</b>	<b>1.127</b>

## 7.2.2. Flujo de Caja de las Actividades de Inversión

El flujo de inversión muestra el dinero destinado a la renovación, sostenimiento y ampliación de la base de activos fijos del grupo. Incluye tanto el gasto en bienes de equipo tangibles e intangibles (**CapEx**) como la financiación pública de los programas de Defensa, así como la compra de activos financieros (*Acquisition*) y las desinversiones (*Divestments*):

$$\begin{aligned} \text{Net CF from Investments}_t &= \text{Capex}_t + \text{PEMS Pago}_t + \text{PEMS Devolución}_t \\ &+ \text{Acquisition}_t + \text{Divestments}_t \end{aligned} \tag{7.12}$$

### Inversiones de capital, CapEx

La inversión en capital es el dinero que una empresa invierte en adquirir, mantener o mejorar sus activos a largo plazo, como maquinaria, instalaciones o tecnología. Es común calcularlo sobre un porcentaje de las ventas, mirando la trayectoria y los objetivos de la empresa para estimar cuando se destina a esto.

En este modelo se ha considerado que no se invertirá lo mismo en las cuatro divisiones del Indra, es evidente que hay que destinar más a defensa (que está en crecimiento y requiere mayor capacidad industrial) que Minsait (negocio maduro que no requiere de maquinaria física importante).

Para la división de defensa, se estima que se invertirá un 10% de las ventas, igual que en 2025 (un aumento considerable frente a años anteriores, cuando el **CapEx** de esta división rondaba el 3%). Este porcentaje bajará a 9% en 2027, 8% en 2028 (que se mantiene en 2029, siguiendo lo explicado en el capítulo 3), considerando que se empiezan a observar economías de escala. La infraestructura ya instalada permitirá absorber el crecimiento de la demanda sin requerir inversiones en activos fijos proporcionales al aumento de los ingresos. Para IndraMind, otra parte del negocio en fuerte crecimiento, se asume un porcentaje fijo del 4%. Esto es superior al **CapEx** histórico de Minsait que ronda el 1%, pero refleja que este negocio no necesita la inversión masiva que necesita defensa.

En el resto de divisiones, se asume un **CapEx** de mantenimiento fijo en línea con lo que se ha gastado estos últimos años, resultando en 4% en tráfico aéreo, 2% en movilidad y 1% en Minsait (fuera de IndraMind).

El resultado de estos **CapEx** da unas salidas de efectivo de -330,2 M€ en 2026, -416,9 M€ en 2027, -484,7 M€ en 2028 y -565,8 M€ en 2029 para sostener la rampa de fabricación y la industria creciente que necesita Indra.

## PEMS: Pagos y devoluciones

El aspecto clave de este bloque (explicado previamente en el capítulo 5) es el impacto de la financiación institucional de los PEMS. En los primeros años, el cobro por los hitos del programa estatal genera importantes entradas de caja, posteriormente las devoluciones reducen el saldo.

## Adquisiciones y desinversiones

Tal y como se ha mencionado, el modelo no incluye futuras compras ni ventas de empresas, aunque es probable que en los próximos años, Indra adquiera empresas pequeñas del ecosistema de defensa español.

El flujo de caja por inversiones se muestra en la tabla [7.5](#).

Cuadro 7.5: Flujo de Caja de Inversiones

Concepto	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Capex	-111	-138	-330	-417	-485	-566
Other investments	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	-31	-808	0	0	0	0
Divestments			0	0	0	0
<b>Net CF from investments</b>	<b>-101</b>	<b>-905</b>	<b>1.243</b>	<b>1.147</b>	<b>8</b>	<b>-66</b>

### 7.2.3. Flujo de Caja de las Actividades de Financiación

El último bloque del estado de flujos, el flujo de caja de financiación, registra las entradas y salidas de dinero relacionadas con la estructura de capital de la empresa, abarcando la obtención y devolución de deuda, las ampliaciones de capital y el pago de dividendos, donde los sumandos se proyectan bajo las siguientes hipótesis:

$$\begin{aligned} \text{CF Neto de Financiación}_t &= \text{Cobros por deudas y préstamos}_t \\ &+ \text{Pagos por deudas y préstamos}_t \\ &+ \text{Operaciones con autocartera}_t \\ &+ \text{Ampliación de capital}_t \\ &+ \text{Dividendos a minoritarios}_t \\ &+ \text{Dividendos}_t \\ &+ \text{Otros}_t \end{aligned} \tag{7.13}$$

- **Cobros por deudas y préstamos:** No se puede estimar la deuda que emitirá la empresa sin caer en especulación, ya que en gran parte dependerá de las

adquisiciones que quieran hacer. Además es evidente que Indra no tiene una necesidad importante de financiarse con nueva deuda, por lo que tampoco se puede usar esa variable para hacer estimaciones futuras. Por ese motivo, se mantiene esta línea del modelo en blanco. No obstante, seguramente se termine emitiendo deuda por ser una vía de financiación más económica.

- **Pagos por deudas y préstamos:** Recoge los vencimientos según el calendario auditado actual, sin asumir refinanciaciones futuras. Contempla una salida de 300 M€ en 2026, quedando el saldo casi amortizado para el resto del periodo.
- **Operaciones con autocartera:** Esto refleja el saldo de las acciones propias que mantiene la empresa. Se ha dejado constante al nivel de 2025 (-31M€), ya que los datos de 2023 y 2024 demuestran que es una partida relativamente estable y no hay motivos para prever nuevas compras o ventas de acciones.
- **Ampliaciones de capital:** Las ampliaciones de capital recogen el dinero que entra en la empresa al emitir nuevas acciones. Se han proyectado a cero ya que la compañía lleva cinco años sin recurrir a esta vía de financiación.
- **Dividendos a minoritarios:** Los dividendos a minoritarios son los pagos que se hacen a los socios externos de las filiales del grupo. Como este importe ha sido muy bajo y casi constante en los últimos años, se proyecta manteniéndolo fijo al nivel de 2025, 3M€.
- **Política de Dividendos:** Refleja la remuneración a los accionistas. Para 2026, se mantiene el dividendo de 0,30 € por acción anunciado en la última llamada de resultados [51]. Para el resto de los años, el modelo aplica un porcentaje de reparto (*payout ratio*) del 20 % sobre el beneficio neto, siguiendo la estrategia fijada en su plan de 2024 [39]. Esto se traduce en salidas de caja de 53,0 M€, 108,2 M€, 155,2 M€ y 196,6 M€, lo que equivale a un dividendo por acción de 0,30 €, 0,61 €, 0,88 € y 1,09€.
- **Salida de Caja Extraordinaria de Ajuste (Otros<sub>t</sub>):** Mantiene una salida financiera lineal constante de -30M€ anuales para todos los ejercicios proyectados, ya que es un valor muy estable observado en los años 2021-2025.

#### 7.2.4. Generación Neta de Liquidez

La suma de estos tres bloques da como resultado la Generación Neta de Caja (Net Cash Generation<sub>t</sub>), que se traslada directamente al balance de situación:

$$\text{Net Cash Generation}_t = \text{Net CF Oper.}_t + \text{Net CF Invest.}_t + \text{Net CF Financ.}_t \quad (7.14)$$

Este resultado muestra una creación de caja todos los años. Este flujo neto actualiza de forma automática el efectivo en el balance, garantizando que el modelo cuadre. El estado de flujos de caja se muestra en la tabla [7.6](#):

Cuadro 7.6: Consolidated Cash Flow Statement

<b>CONSOLIDATED CF STATEMENT</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>	<b>2029e</b>
CF from operations	587	882	928	1.221	1.482
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 PEMS (pago industria)		1.862	2.028	1.278	1.523
Financiación PEMS (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
Treasury stock	-31	0	0	0	0
Increase in capital	0	0	0	0	0
Dividends to minority stock	-3	-3	-3	-3	-3
Other	-30	-30	-30	-30	-30
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>

### 7.3. Estructura y Metodología de Proyección del Balance Consolidado (Balance Sheet)

El balance de situación refleja la posición financiera de la empresa, dividiéndose en tres bloques: el activo (lo que posee), el pasivo (sus deudas y obligaciones) y el patrimonio neto (sus recursos propios). Su proyección en este modelo permite verificar la salud financiera de Indra a largo plazo y garantizar que todas las

operaciones de la cuenta de resultados y del estado de flujos de caja se integran de forma coherente.

Se proyecta de forma dinámica vinculando cada año con el anterior, en lugar de aplicar tasas de crecimiento fijas. Así, las partidas del activo, pasivo y patrimonio neto quedan conectadas directamente con el beneficio neto, la amortización, el flujo de caja, el **CapEx** y la rotación del circulante, garantizando que el modelo cuadre automáticamente. Para la proyección se ha respetado la estructura y el desglose que presenta Indra en sus estados financieros. No obstante, muchas líneas secundarias se mantienen constantes al nivel de 2025 durante todo el periodo estimado, ya que al tener un impacto menor o ser poco predecibles, no aporta valor intentar proyectar su evolución de forma separada.

Se divide el análisis en cuatro secciones, el activo no corriente, activo corriente, pasivo no corriente y pasivo corriente:

### 7.3.1. Activo No Corriente

Los activos no corrientes son todos los bienes y derechos que Indra tiene la intención de mantener en su balance a largo plazo (más de un año) para poder desarrollar su actividad económica. La gran mayoría de estas partidas se han mantenido constantes a partir de 2025 para simplificar las estimaciones y evitar supuestos arbitrarios. La única cuenta que evoluciona dinámicamente es la de activos intangibles, aunque esta evolución recoge todo el **CapEx**, por lo que representa el cambio en activos tangibles e intangibles.

Se considera **[51]**:

1. **Activos intangibles:** Incluye el gasto en **I+D+i** capitalizado, software, patentes y licencias tecnológicas esenciales para el negocio de defensa y tecnología de Indra.
2. **Fondo de comercio:** Representa el sobreprecio pagado por Indra al adquirir otras empresas en el pasado. Se mantiene fijo en 1.444M€.
3. **Activos materiales:** Recoge las propiedades físicas de la empresa, como instalaciones, oficinas y equipos tecnológicos. Se mantiene fijo en 1.155M€.
4. **Activos por derecho de uso:** Corresponde a los contratos de alquiler a largo plazo de oficinas o vehículos. Se mantiene fijo en 162M€.
5. **Inversiones contabilizadas por el método de la participación:** Participaciones en empresas asociadas donde Indra tiene influencia significativa pero no el control total. Se mantiene fijo en 48M€.

6. **Derivados financieros:** Instrumentos financieros contratados principalmente para la cobertura de riesgos de mercado (como tipos de cambio o de interés). Se mantiene fijo en 19M€.
7. **Otros activos financieros:** Inversiones a largo plazo, créditos concedidos a terceros o fianzas depositadas. Se mantiene fijo en 496M€.
8. **Otros activos no corrientes:** Derechos de cobro y activos a largo plazo de menor relevancia que no encajan en las categorías principales. Se mantiene fijo en 828M€.
9. **Activos por impuestos diferido:** Derechos fiscales acumulados que permitirán pagar menos impuestos sobre sociedades en el futuro. Se mantiene fijo en 43M€.

Tal y como se explicaba en el cálculo de la depreciación, para calcular como varían los activos intangibles, se usa:

$$\begin{aligned} \text{Activos intangibles}_t = & \text{Activos intangibles}_{t-1} + D\&A_t + CapEx_t \\ & + \text{Otras inversiones}_t - \text{Desinversiones}_t \end{aligned} \quad (7.15)$$

En la práctica, como *Otras inversiones* y *Desinversiones* se han fijado en cero para todo el periodo estimado, la evolución de los activos intangibles pasa a depender exclusivamente del neto entre el **CapEx** y la amortización del ejercicio (*D&A*). Esta partida crece en el periodo proyectado, pasa de 460M€ en 2025 hasta alcanzar 1.353M€ en 2029.

Cuadro 7.7: Proyección del Activo No Corriente de Indra (M€).

Activo No Corriente (M€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Activos intangibles	279	274	253	264	250	460	588	784	1.022	1.353
Fondo de comercio	889	921	946	996	1.044	1.444	1.444	1.444	1.444	1.444
Activos materiales	97	79	100	111	128	1.155	1.155	1.155	1.155	1.155
Activos por derecho de uso	119	99	86	119	126	162	162	162	162	162
Inversiones por método de participación	16	24	20	17	15	48	48	48	48	48
Derivados financieros	2	2	2	1	1	19	19	19	19	19
Otros activos financieros	145	127	158	364	295	496	496	496	496	496
Otros activos no corrientes	97	70	79	138	175	828	828	828	828	828
Activos por impuestos diferidos	199	182	161	118	104	43	43	43	43	43
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>1.844</b>	<b>1.779</b>	<b>1.805</b>	<b>2.129</b>	<b>2.138</b>	<b>4.655</b>	<b>4.783</b>	<b>4.979</b>	<b>5.217</b>	<b>5.549</b>

### 7.3.2. Activo Corriente

Los activos corrientes son todos los bienes y derechos vinculados al ciclo operativo de Indra que se prevé vender, consumir o cobrar a corto plazo (menos de

un año). Las cuentas principales del circulante comercial (inventarios y clientes) y la caja evolucionan de forma dinámica según la actividad operativa, varias otras categorías se mantienen constantes.

Se considera:

1. **Inventarios:** Representa las existencias de materiales, trabajos en curso y productos terminados para los proyectos de defensa y tecnología. Varía de forma dinámica como se explica en el apartado anterior.
2. **Clientes y otras cuentas a cobrar:** Refleja los derechos de cobro pendientes por los servicios y proyectos ya entregados a los clientes. Su evolución está ligada de forma directa al crecimiento de los ingresos.
3. **Derivados financieros:** Instrumentos financieros a corto plazo contratados para mitigar riesgos de mercado. Se mantiene fijo en 8 M€.
4. **Activos financieros:** Inversiones financieras temporales o excedentes de tesorería a corto plazo. Se mantiene fijo en 90 M€.
5. **Otros activos corrientes:** Cuentas e importes menores pendientes de liquidar a corto plazo que no encajan en las categorías principales. Se mantiene fijo en 277 M€.
6. **Efectivo y equivalentes (Caja):** Representa la liquidez disponible en caja y cuentas bancarias. Es la variable de cierre del balance y cambia dinámicamente cada año según la última línea del flujo de caja.
7. **Activos mantenidos para la venta:** Activos no corrientes cuyo valor contable se recuperará mediante una venta rápida a corto plazo. Se mantiene fijo en 121 M€.

La cuenta de efectivo se calcula sumando la generación neta de caja al saldo del año anterior:

$$\text{Efectivo}_t = \text{Efectivo}_{t-1} + \text{Net Cash Generation}_t \quad (7.16)$$

El fuerte incremento del activo corriente en los primeros años proyectados viene impulsado por la acumulación de liquidez debido a los cobros anticipados de los programas de defensa, así como por el aumento natural de las necesidades operativas de inventarios y clientes a medida que escala la actividad del grupo.

Cuadro 7.8: Total Current Assets

Concepto	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Inventories	1.261	1.645	1.982	2.338	2.620
Clients and other receivables	1.746	2.135	2.573	3.034	3.401
Derivatives	8	8	8	8	8
Financial assets	90	90	90	90	90
Other current assets	277	277	277	277	277
Cash	976	2.439	4.044	4.731	5.451
<b>Total Current assets</b>	<b>4.360</b>	<b>6.595</b>	<b>8.974</b>	<b>10.478</b>	<b>11.848</b>

### 7.3.3. Pasivo No Corriente y Patrimonio Neto

El patrimonio neto recoge los recursos propios, y el pasivo no corriente agrupa las obligaciones y deudas con vencimiento superior a un año. En este bloque, la mayoría de las cuentas accesorias se dejan fijas a partir de 2025, cambiando solo el patrimonio neto, la deuda financiera y las otras obligaciones financieras [51]:

1. **Patrimonio neto (Equity):** Recursos propios de la empresa que pertenecen a los accionistas de la matriz. Se calcula sumando el beneficio neto del ejercicio al saldo del año anterior y restando los dividendos distribuidos:

$$\text{Patrimonio Neto}_t = \text{Patrimonio Neto}_{t-1} + \text{Beneficio}_t - \text{Dividendos}_t \quad (7.17)$$

2. **Intereses minoritarios:** Parte del patrimonio neto de las filiales que no pertenece a la matriz. Muestra una variación residual muy baja a lo largo de la serie ya que se calcula:

$$\begin{aligned} \text{Intereses Minoritarios}_t = & \text{Intereses Minoritarios}_{t-1} + \text{Mins (P\&L)}_t \\ & - \text{Dividendos Minoritarios}_t \end{aligned} \quad (7.18)$$

siendo tanto los minoritarios del P&L y los dividendos valores pequeños y relativamente estables.

3. **Provisiones:** Fondos reservados para cubrir posibles obligaciones futuras o litigios a largo plazo. Se mantiene fijo en 98 M€.
4. **Deuda financiera (Borrowings):** Préstamos y créditos bancarios a largo plazo. Su saldo disminuye cada año al restar directamente los vencimientos de deuda detallados en el apartado de flujos de caja. Se calcula:

$$\begin{aligned} \text{Deuda Financiera}_t = & \text{Deuda Financiera}_{t-1} - \text{Vencimientos}_t \\ & + \text{Nuevas Emisiones}_t \end{aligned} \quad (7.19)$$

5. **Otras obligaciones financieras (Other financial liabilities):** Registra la financiación industrial vinculada a los PEMS (Programas Especiales de Modernización).

$$\begin{aligned} \text{Otras Obligaciones}_t &= \text{Otras Obligaciones}_{t-1} \\ &\quad + \text{Cobros Anticipados PEMS}_t - \\ &\quad + \text{Devoluciones PEMS}_t \end{aligned} \quad (7.20)$$

6. **Derivados financieros:** Instrumentos de cobertura de riesgos a largo plazo. Se mantiene fijo en 7 M€.
7. **Pasivos por impuestos diferidos:** Obligaciones fiscales que se liquidarán en ejercicios futuros. Se mantiene fijo en 59 M€.
8. **Otros pasivos no corrientes:** Obligaciones ajenas a la actividad comercial principal con vencimiento a largo plazo. Se toma el valor de 2025 (136 M€) y se restan los 30M€ de salidas de caja anuales proyectadas en el flujo de caja por *Otro*.

El volumen total de este bloque experimenta un crecimiento notable debido a la combinación del incremento de los fondos propios por la mejora de los resultados y, fundamentalmente, por la entrada masiva de financiación anticipada para los programas de defensa, como se verifica en la tabla [7.9](#).

Cuadro 7.9: Total Non-Current Liabilities

Concepto	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Equity	1.297	1734	2145	2578	3199	3969
Minority interest	18	259	260	261	264	268
Provisions	88	98	98	98	98	98
Borrowings	343	1.197	897	881	879	876
other financial liabilities	688	2.020	3.593	5.158	5.651	6.089
Derivatives	4	7	7	7	7	7
Deferred tax liabilities	4	59	59	59	59	59
Other liabilities	56	136	106	76	46	16
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>2.497</b>	<b>5.511</b>	<b>7.166</b>	<b>9.118</b>	<b>10.203</b>	<b>11.382</b>

### 7.3.4. Pasivo Corriente

El pasivo corriente engloba las obligaciones y deudas de la compañía con vencimiento a corto plazo (menos de un año). Siguiendo el resto del modelo, la mayoría de las cuentas no operativas se mantienen constantes a partir de 2025. La única

partida dinámica es la de acreedores comerciales (*Payables*), la cual evoluciona de forma orgánica para reflejar el incremento de la actividad operativa y las compras a proveedores asociadas a los grandes proyectos del grupo.

Se considera [51]:

1. **Provisiones:** Fondos para cubrir riesgos, litigios o garantías a corto plazo. Se mantiene fijo en 123M€.
2. **Deuda financiera (Borrowings):** Financiación bancaria con vencimiento inferior a doce meses. Aunque esta partida varía de forma natural a medida que los tramos de deuda van venciendo, en el modelo se ha optado por centralizar y gestionar la totalidad de la deuda bancaria y sus amortizaciones dentro del pasivo no corriente. Como consecuencia de concentrar allí todo el impacto financiero, esta línea a corto plazo se mantiene constante en 386M€.
3. **Derivados financieros:** Instrumentos de cobertura de riesgos a corto plazo. Se mantiene fijo en 6M€.
4. **Otros pasivos corrientes:** Obligaciones fiscales o sociales pendientes de liquidación inmediata. Se mantiene fijo en 729M€.
5. **Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar (Payables):** Deudas con proveedores por la compra de bienes y servicios. Es la partida clave del bloque y crece proporcionalmente al volumen de operaciones, pasando de 2.331M€ en 2025 hasta alcanzar los 4.842€ en 2029 como se explica en el apartado de flujos de caja.
6. **Pasivos mantenidos para la venta:** Obligaciones directamente asociadas a activos no corrientes destinados a la venta interanual. Se mantiene fijo en 50M€.

Cuadro 7.10: Total Current Liabilities

Concepto	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
Provisions	130	123	123	123	123	123
Borrowings	186	386	386	386	386	386
Derivatives	14	6	6	6	6	6
other current liabilities	345	729	729	729	729	729
Payables	1.699	2.331	3.039	3.663	4.319	4.842
<b>Total current liabilities</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>

	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>CONSOLIDATED BALANCE SHEET</b>								
<b>ASSETS</b>								
Intangible assets	253	264	250	460	588	784	1.022	1.251
Goodwill	946	996	1.044	1.444	1.444	1.444	1.444	1.444
tangible assets	100	111	128	1155	1155	1155	1155	1155
Right of use assets	86	119	126	162	162	162	162	162
Equity-accounted investments	20	17	15	48	48	48	48	48
Derivatives	2	1	1	19	19	19	19	19
Other financial assets	158	364	295	496	496	496	496	496
Other non current assets	79	138	175	828	828	828	828	828
Deferred tax assets	161	118	104	43	43	43	43	43
<b>Total Non-current assets</b>	<b>1.805</b>	<b>2.129</b>	<b>2.138</b>	<b>4.655</b>	<b>4.783</b>	<b>4.979</b>	<b>5.217</b>	<b>5.446</b>
Inventories	465	555	659	1.261	1.645	1.982	2.338	2.620
Clients and other receivables	1.194	1.230	1.155	1.746	2.135	2.573	3.034	3.401
Derivatives	4	5	4	8	8	8	8	8
Financial assets	41	61	90	90	90	90	90	90
Other current assets	93	148	141	277	277	277	277	277
Cash	933	596	555	976	2.439	4.044	4.731	5.557
<b>Total Current assets</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>10.478</b>	<b>11.953</b>
<b>Assets held for sale</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>214</b>	<b>121</b>	<b>121</b>	<b>121</b>	<b>121</b>	<b>121</b>
<b>TOTAL ASSETS</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>15.816</b>	<b>17.520</b>
<b>LIABILITIES</b>								
Equity	987	1.118	1.297	1734	2145	2578	3199	3972
Minority interest	18	18	18	259	260	261	264	268
Provisions	74	72	88	98	98	98	98	98
Borrowings	700	479	343	1.197	897	881	879	876
other financial liabilities	536	695	688	2.020	3.593	5.158	5.651	6.089
Derivatives	2	1	4	7	7	7	7	7
Deferred tax liabilities	3	4	4	59	59	59	59	59
Other liabilities	27	45	56	136	106	76	46	16
<b>Total non-current liabilities</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>10.203</b>	<b>11.385</b>
Provisions	82	128	130	123	123	123	123	123
Borrowings	275	224	186	386	386	386	386	386
Derivatives	13	8	14	6	6	6	6	6
other current liabilities	300	351	345	729	729	729	729	729
Payables	1.517	1.580	1.699	2.331	3.039	3.663	4.319	4.842
<b>Total current liabilities</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>
<b>Liabilities held for sale</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>84</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
<b>TOTAL LIABILITIES</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>15.816</b>	<b>17.520</b>
check	0	0	(0)	0	0	0	0	0

Figura 7.2: Balance consolidado

### 7.3.5. Balance de situación total

Para comprobar que el balance es correcto, se verifica que el total del activo coincida con la suma del pasivo y el patrimonio neto en cada año.

En la figura 7.2 se muestra el balance completo. Al sumar todas las partidas, se comprueba que las cifras cuadran perfectamente en todos los años.

## 7.4. Flujo de Caja Libre (Free Cash Flow)

Una vez estimados los estados financieros, se calculan el flujo de caja libre y el valor terminal de Indra para, posteriormente, descontarlos y traerlos a valor presente.

El Flujo de Caja Libre (Free Cash Flow) (FCF) representa la liquidez que genera la actividad operativa de Indra una vez cubiertas las necesidades de inversión en capital y circulante. Este flujo es el dinero real disponible para retribuir tanto

a los proveedores de deuda como a los accionistas. Para obtener el FCF de cada ejercicio a partir del **EBIT**, se aplica la siguiente fórmula:

$$FCF_t = NOPAT_t + D\&A_t - CapEx_t - \Delta WC_t \quad (7.21)$$

El cálculo se realiza siguiendo los siguientes pasos:

1. **beneficio Operativo Neto Después de Impuestos (Net Operating Profit After Taxes) (NOPAT)**: Es el beneficio operativo neto de impuestos. Se calcula aplicando la tasa impositiva correspondiente directamente sobre el EBIT, es decir  $EBIT * (1 - \text{tasa impositiva})$
2. **Amortizaciones y depreciaciones (D&A)**: Al no suponer una salida real de efectivo, se suman de nuevo al **NOPAT**
3. **CapEx**: Representa el gasto en activos tangibles e intangibles necesario para mantener y expandir la actividad.
4. **Necesidades Operativas de Fondos ( $\Delta WC$ )**: Refleja la caja atrapada o liberada por el circulante (inventarios, clientes y proveedores).

Como se observa en la Tabla **7.11**, el flujo de caja libre experimenta un crecimiento constante durante el periodo proyectado, pasando de 433M€ en 2026 hasta alcanzar los 722M€ en 2029, impulsado principalmente por la expansión del **EBIT** (que pasa de 683M€ a 1.201M€).

Cuadro 7.11: 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>

## 7.5. Cálculo coste de capital

Tras determinar los flujos de caja libre, el siguiente paso es calcular la tasa de descuento adecuada para el modelo. Para ello se utiliza el **WACC**, que representa el coste medio que le supone a Indra financiar sus activos combinando recursos propios y deuda financiera. Es la tasa utilizada en para calcular el valor terminal

y, posteriormente, aplicar el descuento a todos los flujos para obtener la valoración final de la compañía. Se calcula con la siguiente fórmula:

$$WACC = Ke * \frac{E}{E + D} + Kd * \frac{D}{E + D} * (1 - T) \quad (7.22)$$

siendo:

Ke el coste del capital propio, E el valor de mercado del capital, D el valor de mercado de la deuda, Kd el coste de la deuda y T la tasa de impuestos.

La capitalización bursátil (E) a final de 2025 era de 8.575 millones de euros. Para la deuda se usa el valor de la deuda bruta a final de 2025, es decir la suma del corto y largo plazo sin tener en cuenta la caja. El porcentaje pagado por Indra en impuestos en 2025 fue de 25,1 %.

### 7.5.1. Coste de capital

El coste del capital propio, Ke, se calcula a su vez con la siguiente fórmula:

$$Ke = rf + \beta * ERP \quad (7.23)$$

En esta ecuación,  $rf$  representa la tasa libre de riesgo, es decir la cantidad que puede obtener un inversor sin tener riesgo de pérdidas. En Europa, se usa el bono del gobierno alemán a 10 años, que tiene una tasa de aproximadamente un 2,90 % [1].

La beta representa cuanto cambia el valor de la acción cuando cambia un determinado índice, en este caso el IBEX35. Para calcular este valor, se reúnen precios históricos al cierre de mercado del índice y de Indra, y se calculan los retornos mensuales durante los últimos cinco años. Esto se puede comprobar en el anexo B. Se calcula tanto la varianza del índice como la covarianza entre Indra y el IBEX35. Por último, se calcula la beta:

$$\beta = \frac{\sigma_{\text{Indra,IBEX35}}}{\sigma_{\text{IBEX35}}^2} = \frac{0,00162}{0,00187} = 0,87 \quad (7.24)$$

Para Indra, este valor se sitúa entorno a 0.87, lo que significa que si el IBEX35 sube un 1 %, Indra subirá solo un 0,87 %.

Por último, el Equity Risk Premium (Prima de Riesgo de las Acciones) (ERP), la prima de riesgo de las acciones, es el rendimiento adicional que los inversores esperan obtener al invertir en bolsa frente a activos libres de riesgo, es decir, la

compensación exigida por asumir la mayor volatilidad e incertidumbre. Para el valor ERP de España se coge 5.7% [17].

El coste de capital propio de Indra queda por lo tanto en:

$$K_e = 2,9\% + 0,87 * 5,7\% = 7,80\% \quad (7.25)$$

### 7.5.2. Coste de la deuda

El coste de la deuda se calcula usando los resultados anuales de Indra en 2025. Reportan un coste financiero de 93 millones de euros y una deuda total (sumando a corto y a largo plazo) de 1.583 millones de euros, mientras que en 2024 la deuda era de 530 millones.

$$K_d = \frac{93}{\frac{1583+530}{2}} * 100 = 8,8\% \quad (7.26)$$

Se hace la media entre la deuda al final de 2024 y la de 2025, ya que los gastos financieros se generan sobre el saldo medio de deuda mantenido a lo largo del año, no sobre el saldo existente al cierre del ejercicio.

### 7.5.3. WACC

Reuniendo todos estos valores calculados, finalmente se obtiene un WACC de:

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= 7,8\% \times \frac{8575}{8575 + 1197 + 386} + \\ &8,8\% \times \frac{1197 + 386}{8575 + 1197 + 386} \times (1 - 25,1\%) = 7,6\% \end{aligned} \quad (7.27)$$

## 7.6. Cálculo del Valor Terminal

El Terminal Value (Valor Terminal) (TV) representa el valor estimado de todos los flujos de caja de Indra más allá del periodo de proyección explícita (a partir de 2029), asumiendo que la empresa alcanzará un estado de madurez y crecimiento estable.

Para su cálculo se aplica el modelo de crecimiento de Gordon-Shapiro, que utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{TV} = \frac{\text{FCF}_{2029e} \times (1 + g)}{\text{WACC} - g} \quad (7.28)$$

Los parámetros utilizados para estimar este valor a perpetuidad son:

1. **Flujo de caja base (FCF<sub>2029e</sub>):** Se toma como punto de partida el flujo de caja libre del último año proyectado, que asciende a 722,1 M€.
2. **Tasa de crecimiento constante (g):** Se fija en un 2%, una tasa conservadora en línea con el objetivo de inflación a largo plazo del Banco Central Europeo y el crecimiento estimado de la economía.
3. **Tasa de descuento (WACC):** Se utiliza el 7,6%.

Sustituyendo las magnitudes numéricas del modelo:

$$TV_{2029} = \frac{722,1 \times (1 + 0,02)}{0,076 - 0,02} = \frac{790,4}{0,056} = 13,121,5 \text{ M€} \quad (7.29)$$

Al aplicar estos criterios, el valor terminal de Indra se sitúa en **13,121.5 M€**. Este importe concentra la mayor parte del valor total de la compañía y se integrará en el siguiente apartado junto con los flujos anuales para realizar el descuento final a valor presente.

## 7.7. Descuento de flujos de caja y Valoración Indra

En esta sección se integra toda la información desarrollada en los apartados anteriores. Utilizando las proyecciones de los flujos de caja libre y las tasas de descuento calculadas a través del WACC, se procede a determinar el valor de los activos operativos de Indra y, posteriormente, el valor neto que corresponde a sus accionistas.

### 7.7.1. Descuento flujos de caja y determinación del *Enterprise Value*

El *Enterprise Value* (EV) o valor de empresa se calcula descontando los flujos de caja libre (FCF) proyectados para el periodo 2026-2029 y el **TV** a valor presente.

La ecuación general para el cálculo del valor de empresa es:

$$EV = \frac{FC_1}{(1+k)^1} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \frac{FC_3}{(1+k)^3} + \frac{FC_4 + TV}{(1+k)^4} \quad (7.30)$$

Sustituyendo las variables por los valores numéricos correspondientes de los modelos de FCF y WACC obtenidos queda:

$$EV = 402,7 + 409,5 + 509,8 + 577,8 + 9,784,0 = \mathbf{11.604,5M€} \quad (7.31)$$

El valor de los activos operativos de Indra se sitúa en 11.604,5 M€, donde el Valor Terminal descontado representa el 84,3% del total, un comportamiento habitual en valoraciones por descuento de flujos de caja de empresas con crecimiento estable a largo plazo.

### 7.7.2. Cálculo capitalización bursátil y valoración final

Para pasar del *Enterprise Value* al valor de las acciones o capitalización bursátil (*Equity Value*), es necesario restar la deuda y los intereses minoritarios del último año (2025), y añadir la caja disponible.

La fórmula aplicada es la siguiente:

$$\text{Capitalización Bursátil} = \text{EV} - \text{Deuda} + \text{Caja} \quad (7.32)$$

A partir de los datos del balance de cierre de 2025, la deuda financiera neta asciende a 607 M€ (calculada como la suma de la deuda financiera a largo plazo de 1.197 M€ y deuda a corto plazo de 386 M€, menos el efectivo disponible de 976 M€). Por su parte, los intereses minoritarios se sitúan en 259 M€.

Sustituyendo los valores numéricos:

$$\text{Capitalización Bursátil} = 11,604,5 - 607 - 267 = \mathbf{10.998,1 \text{ M€}} \quad (7.33)$$

Finalmente, el precio teórico por acción o precio objetivo ( $T_p$ ) de Indra se obtiene dividiendo el *Equity Value* consolidado entre el volumen total de acciones en circulación, siendo 177.0 millones de acciones:

$$T_p = \frac{\text{Equity Value}}{\text{Nº Acciones}} \quad (7.34)$$

$$T_p = \frac{10,998,1 \text{ M€}}{177,0 \text{ millones de acciones}} = \mathbf{62.25 \text{ €/ acción}} \quad (7.35)$$

Con el modelo DCF base se obtiene un valor de 62,25 € por acción. En marzo de 2026 la acción bajó desde su máximo de 65€/ acción hasta 45€. El valor de la acción ha subido progresivamente desde esa caída, situandolo ahora cerca de los 58€. La convergencia del precio de mercado de Indra hacia el resultado obtenido de 62,25€ confirma que el modelo capturó bien el potencial operativo de la empresa. No obstante, dada la elevada volatilidad reciente del valor, se incluye en una simulación de Monte Carlo para analizar la sensibilidad del precio objetivo ante diferentes escenarios.

Cuadro 7.12: Valuation Model DCF

VALUATION 2.0	2026e	2027e	2028e	2029e	TV
FCF	433	474	635	722,1	13.121,5
Discount Factor	0,93	0,8635	0,80	0,75	
PV FF	403	410	510	539	9.784
<b>EV</b>	<b>11.604</b>				
<b>Equity Value</b>	<b>10.998</b>				
<b>T/p</b>	<b>62,25</b>				

## 7.8. Valoración por Múltiplos Comparables

La valoración por múltiplos comparables constituye un ejercicio analítico fundamental para contrastar los resultados obtenidos mediante el modelo de Descuento de Flujos de Caja (DCF). Mientras que el DCF modeliza la capacidad intrínseca y de largo plazo de la compañía para generar liquidez, el análisis de múltiplos captura la percepción del mercado, reflejando el entorno competitivo, el apetito por el riesgo sectorial y el posicionamiento relativo de la firma frente a su industria.

En el caso de Indra, este análisis es complejo debido a su modelo de negocio mixto. A diferencia de sus competidores internacionales que suelen ser contratistas puros de defensa o aeroespaciales, Indra se divide en cuatro áreas muy diferentes.

Para evitar distorsiones por agregación, descartamos el uso de un único múltiplo consolidado para todo el grupo. En su lugar, aplicamos una valoración por partes o *Sum-of-the-Parts* (SOTP), asignando un grupo de comparables específico al resultado operativo (EBIT) proyectado de 2026 de cada división.

### 7.8.1. Selección del Panel de Comparables y Asignación de Múltiplos

El grupo de comparables se divide en cuatro bloques para coincidir con los segmentos de negocio de la compañía. Los múltiplos e hipótesis de valoración se basan en informes de equity research y en el consenso de Bloomberg para 2026.

- División de Defensa ( $EV/EBIT = 23x$ ):** Abarca a los grandes contratistas de la defensa europea analizados en el Capítulo 2 (Leonardo, Airbus, BAE Systems, Dassault Aviation, Renk, Saab, Babcock, Cherming y Rheinmetall). La fuerte prima sectorial, que sitúa el múltiplo objetivo en 23 veces el **EBIT**, refleja el entorno de superciclo expansivo y la entrada masiva de pedidos vinculada al rearme europeo. Este valor queda algo por debajo de la media sectorial porque se ha excluido el dato extremo de Rheinmetall en el negocio de munición [11].

- **Gestión del Tráfico Aéreo - ATM ( $EV/EBIT = 14x$ ):** Al no existir peers de cotización pura en navegación aérea civil por estar controlados por los Estados (como NATS o DFS), el múltiplo de 14 veces se calibra en relación con Thales y Siemens Mobility. Este valor queda entre lo publicado por los analistas de Bank of America y los de Kepler Cheuvreux [16]. La solidez del negocio en Estados Unidos y la reciente adjudicación de contratos estratégicos en Canadá respaldan la resiliencia de esta métrica.
- **Movilidad - Mobility ( $EV/EBIT = 8x$ ):** Para el segmento de Movilidad, los múltiplos de los competidores muestran una gran dispersión: desde el rango de 15x-20x de grandes firmas como Siemens Mobility o Alstom, hasta los niveles negativos de Kapsch. Ante esta asimetría, adoptamos una postura alineada con el criterio de Kepler y se fija el múltiplo de esta división en 8x [16].
- **Minsait ( $EV/EBIT = 10x$ ):** Se toma como referencia a firmas como Accenture, Infosys, Capgemini, NTT Data y TCS. El sector de servicios de TI cotiza presionado por la incertidumbre de la IA, que está castigando las valoraciones de los líderes al amenazar el modelo de consultoría tradicional. Debido a este riesgo sectorial y a los márgenes más ajustados de Minsait, aplicamos un descuento del 25% frente a sus pares, fijando el múltiplo en 10x **EBIT**.

### 7.8.2. Modelización de la Valoración por Partes (SOTP)

Una vez definidos los coeficientes por segmento, el modelo calcula el Enterprise Value (Valor de la Empresa) **(EV)** implícito multiplicando el **EBIT** de cada línea de negocio de 2026 por su múltiplo correspondiente, para luego sumar los cuatro valores. El desglose cuantitativo de la valoración se detalla en la Tabla [7.13].

Cuadro 7.13: Tabla de Valoración por Múltiplos Comparables (SOTP)

Línea de Negocio	EBIT 2026e (M€)	Múltiplo EV/EBIT	EV Implícito (M€)
Defense	367	23,0x	8.441
ATM	73	14,0x	1.022
Mobility	23	8,0x	184
Minsait	220	10,0x	2.200
<b>Suma de las Partes</b>	<b>683</b>		<b>11.852</b>

Con este procedimiento, el modelo estima un Enterprise Value (EV) consolidado de Indra Sistemas de 11.852 M€. Siguiendo el mismo procedimiento para pasar

del **EV** al precio objetivo de las acciones, se calcula:

$$Equity Value = Enterprise Value - Deuda Financiera Neta \quad (7.36)$$

$$T_p = \frac{Equity Value}{N^\circ Acciones} \quad (7.37)$$

$$T_p = \frac{11,852 M \text{ €}}{177 \text{ millones de acciones}} = \mathbf{63,66 \text{ €/acción}} \quad (7.38)$$

La valoración por múltiplos da un precio objetivo de 63,66 € por acción. Este resultado se alinea con lo obtenido en el **DCF**, hay una diferencia de solo el 2,25 %. La convergencia entre ambos métodos demuestra que la valoración es sólida y que el precio objetivo no depende de las hipótesis de un solo modelo.

## 7.9. Análisis de Sensibilidad Estocástica mediante Simulación de Monte Carlo

Aunque el DCF y los múltiplos coincidan, cualquier valoración a largo plazo está sujeta a imprevistos. En el caso de Indra, factores clave como el ritmo de los contratos de defensa, **WACC**, la tasa de crecimiento perpetuo ( $g$ ) o el margen operativo que se consigue en defensa ( $EBIT_{mg,defensa}$ ) cambian constantemente debido a la geopolítica, la inflación y las decisiones presupuestarias de los gobiernos.

Para dar más robustez al análisis y no depender de una proyección fija, se hace una simulación de Monte Carlo. Se definen las variables clave del modelo con distribuciones de probabilidad y se hacen 10.000 iteraciones. Esto permite combinar todos los escenarios posibles y obtener la distribución real del precio objetivo de la acción. La simulación se hace mediante un macro de Excel, recogida en el anexo **D**.

### 7.9.1. Definición de Variables Críticas

Para configurar la simulación nos basamos en las hipótesis de los apartados anteriores, aplicando rangos de variación según la volatilidad histórica del mercado:

Para que la simulación de Montecarlo sea más precisa y realista, no se utilizan distribuciones uniformes, ya que estas dan el mismo peso a los escenarios extremos que al caso central. En su lugar, el modelo se basa en distribuciones normales  $N(\mu, \sigma)$ . Las desviaciones estándar ( $\sigma$ ) se calculan a partir de datos históricos del mercado y criterios del sector:

1. **WACC**  $\sim N(7,60\%, 1,30\%)$ : Partiendo del 7,60% base obtenido mediante el modelo Capital Asset Pricing Model (Modelo de Valoración de Activos Financieros) (**CAPM**) en el apartado 7.4, se parametriza una desviación típica del 1,30% [59]. Este valor se ha indexado directamente a la volatilidad histórica a largo plazo del rendimiento del bono soberano español a 10 años. Al modelar el coste de capital bajo esta métrica, la simulación considera el impacto de los ciclos de endurecimiento o relajación monetaria del Banco Central Europeo (**BCE**) y las fluctuaciones en la prima de riesgo del país (*ERP*).
2. **Margen EBIT de la División de Defensa**  $\sim N(17,00\%, 1,00\%)$ : Tomando como valor central el 17,00%, se establece una desviación típica del 1,00%. Aunque la desviación estándar de los márgenes operativos de Indra durante los últimos 5 años es de 0,79%, se opta por elevar este parámetro por el hecho de que Indra pasa a desarrollar tecnologías nuevas. Esta ampliación de la volatilidad permite estresar el modelo ante escenarios de sobrecostes inesperados en la cadena de suministro militar o retrasos en los hitos de ejecución de los contratos gubernamentales.
3. **Tasa de Crecimiento Perpetuo (*g*)**  $\sim N(2,00\%, 0,50\%)$ : Con el caso base fijado en el 2,00% (objetivo de inflación estructural de la Eurozona a largo plazo), se define una desviación típica del 0,50%. Esta dispersión permite al modelo absorber todo el espectro macroeconómico plausible, desde un escenario de estancamiento o madurez en las líneas de consultoría tradicional (cola inferior hacia el 1,50%) hasta un escenario de captura de valor expansivo impulsado por el superciclo de la defensa europea (cola superior hacia el 2,50%).

### 7.9.2. Resultados Estadísticos de la Simulación e Intervalos de Confianza

Los resultados del precio objetivo tras las 10.000 simulaciones son:

- **Valor Medio Esperado ( $\mu$ )**: El precio objetivo medio ponderado por probabilidad se sitúa en 62,83 € por acción. Este valor representa el centro de gravedad de la simulación tras combinar de forma simultánea los tipos de interés y la rentabilidad operativa. Que el promedio se mantenga firme en la zona de los 62 € demuestra la solidez del negocio fundamental, el cual es capaz de absorber las desviaciones de las variables de entrada sin que la valoración sufra una degradación severa.

- Desviación Estándar ( $\sigma$ ):** La volatilidad absoluta de la valoración se cuantifica en 6,85 €, una desviación moderada para una compañía del sector tecnológico y de defensa [15], lo que confirma que el valor intrínseco de Indra no está expuesto a fluctuaciones incontrolables. Esta estabilidad se justifica por la alta visibilidad de sus ingresos; al contar con una cartera de pedidos (*backlog*) de 11.337 M€, gran parte de los flujos de caja futuros ya está contratada.
- Mediana:** Al ser un poco menor que la media (62,83 €), la distribución muestra un sesgo positivo (hacia la derecha). Esto se debe a que el modelo de valoración genera un recorrido alcista más amplio en los escenarios de crecimiento y mejora de márgenes, estirando el resultado en la parte alta de la muestra.

La distribución de los precios se muestra en la gráfica 7.3.

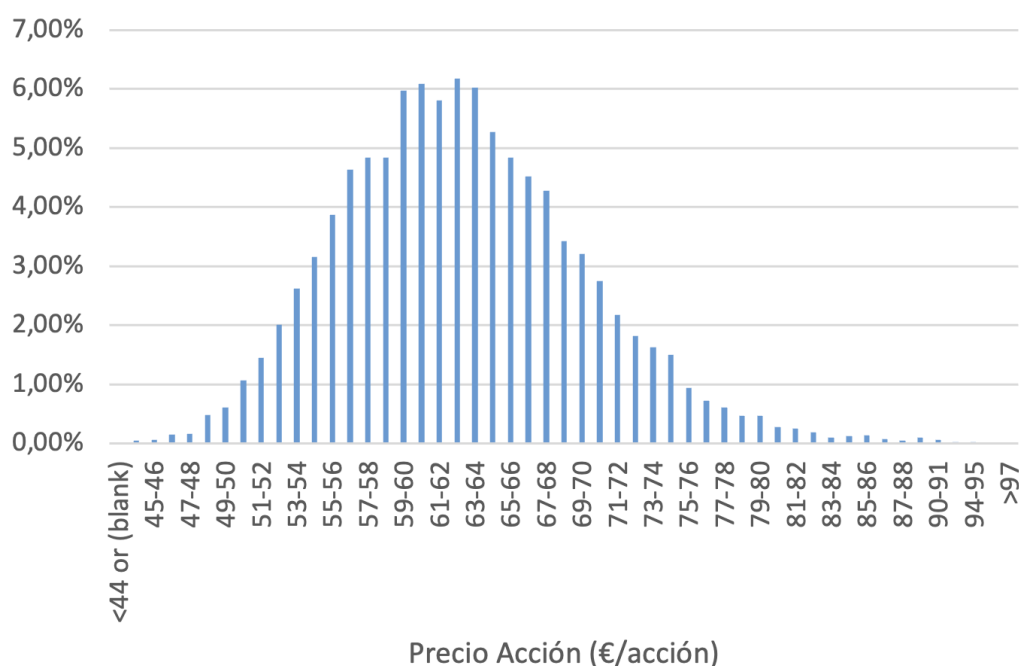


Figura 7.3: Resultados simulación Montecarlo, precio acción

El histograma muestra una clara asimetría positiva: mientras que el lado izquierdo se frena en torno a los 45-46 €, la cola derecha se alarga más allá de los 85 €. Esta diferencia refleja el comportamiento no lineal del descuento de flujos de caja. Cuando el WACC baja o la tasa  $g$  sube, el impacto en el valor terminal es exponencial. Por eso, el potencial de subida en los escenarios optimistas es

mayor que el recorrido de caída en los desfavorables, lo que plantea un perfil de riesgo/rentabilidad asimétrico a favor del inversor.

### 7.9.3. Percentiles y Máximo *Drawdown*

El desglose de los percentiles permite mapear los intervalos de confianza del modelo (tabla [7.14](#)).

Cuadro 7.14: Intervalos de Confianza Estadísticos y Dispersión

Percentil / Métrica	WACC	g (Crecimiento)	Margen EBIT	Precio por Acción (€)
1 % (Estrés Severo)	4,61 %	0,84 %	14,69 %	49,18
5 % (Estresado)	5,47 %	1,15 %	15,35 %	52,52
25 % (Conservador)	6,74 %	1,66 %	16,31 %	57,96
<b>Mediana (50 %)</b>	<b>7,63 %</b>	<b>2,00 %</b>	<b>17,00 %</b>	<b>62,35</b>
75 % (Optimista / Expansivo)	8,49 %	2,34 %	17,68 %	67,11
<b>Media</b>	<b>7,62 %</b>	<b>2,00 %</b>	<b>17,00 %</b>	<b>62,83</b>
Desviación Típica	1,30 %	0,51 %	1,01 %	6,85

Al utilizar distribuciones normales, las variables se mueven de forma realista: pasan la mayor parte del tiempo cerca del caso base y solo caen en los extremos en situaciones muy específicas. El [WACC](#) se concentra en torno a su media del 7,62 %, oscilando entre un mínimo del 4,61 % y un máximo del 8,49 % en el percentil 75 %. La tasa de crecimiento perpetuo ( $g$ ) se mantiene estable en el 2,00 % de media, acotando las colas desde 0,84 % y sus subidas hasta el 2,34 %. Finalmente, el margen [EBIT](#) de defensa se mueve alrededor del 17,00 % central, llegando a caer al 14,69 % en el peor escenario de la simulación (percentil 1 %).

Para evaluar el riesgo de cola (*tail risk*) de forma estadísticamente robusta, se analiza el comportamiento en el percentil 1 % (el peor escenario dentro de las 10.000 iteraciones). Tomando el valor en este percentil, que se sitúa en 49,18 €, y comparándolo con el máximo de cotización registrado en marzo ( $P_{\text{máx}} = 66,45$  €), el Máxima Caída (Maximum Drawdown) ([MDD](#)) se sitúa en el -25,99 %, calculado como:

$$MDD_{1\%} = \frac{P_{1\%} - P_{\text{máx}}}{P_{\text{máx}}} = \frac{49,18 - 66,45}{66,45} = -25,9894\% \approx -25,99\%$$

Este nivel de 49,18 € constituye el verdadero suelo analítico de la valoración de Indra bajo los nuevos parámetros normales. El análisis demuestra que incluso en la combinación simultánea de una fuerte caída del margen de la división de defensa (caída al 16,23 %), un [WACC](#) de 10,60 % y una bajada del crecimiento de

la economía en el largo plazo ( $g = 1,43\%$ ), la acción conserva un valor intrínseco muy robusto. Esto acota el riesgo de pérdidas y confirma un perfil asimétrico que protege la inversión ante perturbaciones del mercado.

#### 7.9.4. Comparación del Rango de Simulación frente al Valor Central

Como muestra la tabla [7.14](#), el rango central de probabilidad (el 50 % de los escenarios comprendidos entre los percentiles 25 % y 75 %) define una horquilla para el precio de la acción de Indra situada entre 57,96 € y 67,11 €.

Este rango de probabilidad incluye las dos valoraciones calculadas de manera independiente, lo que sirve como una validación para el modelo:

$$T_p \text{ (DCF Valuation)} = 62,25 \text{ €} \quad \text{— Percentil } 49\% \text{ (Prácticamente la mediana)} \quad (7.39)$$

$$T_p \text{ (SOTP Múltiplos)} = 63,66 \text{ €} \quad \text{— Percentil } 56\% \text{ (Franja central-alta)} \quad (7.40)$$

La coincidencia de ambos métodos en la parte central de la distribución permite extraer dos conclusiones clave. En primer lugar, el análisis confirma la solidez del escenario base del [DCF](#) (62,25 €). Al situarse de forma casi exacta sobre la mediana de la simulación (62,35 €), se demuestra que el modelo central es equilibrado y pondera de manera simétrica tanto los riesgos como las oportunidades.

En segundo lugar, la valoración por múltiplos (63,66 €) se sitúa en el percentil 56 %, esto indica que la valoración del mercado por múltiplos es consistente con la distribución de probabilidad y refleja el potencial de revalorización de la acción. La simulación confirma que el precio actual no recoge por completo el impacto a largo plazo del ciclo de inversión en defensa en los resultados de la compañía.



# Capítulo 8

## Conclusiones y Recomendaciones

### 8.1. Síntesis del Modelo de Valoración Financiera

Los dos métodos de valoración aplicados en este análisis ofrecen resultados muy similares. El **DCF** fija el precio objetivo en 62,25 € por acción, una cifra muy cercana a los 63,66 € calculados mediante múltiplos por suma de las partes. Esta similitud valida las proyecciones y demuestra que el valor estimado responde a la evolución real de los negocios del grupo y no depende de sesgos aislados.

La simulación de Monte Carlo aporta una validación definitiva al fijar, con 10.000 iteraciones, el valor medio esperado de la acción en 62,83 €. Más allá de validar el escenario central, esta simulación muestra la delimitación del riesgo de cola. Bajo un entorno de estrés severo (percentil 1 %), el suelo de la cotización se sitúa en 49,18 €. Este suelo delimita un **MDD** del -25,99 % frente a los máximos históricos registrados. Por un lado, este resultado es positivo porque confirma que la cotización tiene un soporte firme y no va a desplomarse; por otro, pierde algo de impacto si se tiene en cuenta que ese peor escenario del modelo no es una hipótesis lejana, sino un nivel en el que la acción ya se ha quedado estancada este mismo año.

El análisis evidencia que la acción tiene un recorrido de crecimiento claro frente a su cotización actual. Esta diferencia refleja un descuento aproximado del 17-18 % frente al valor intrínseco calculado. La evolución del mercado a principios de año demuestra que el precio integró de forma correcta el impacto positivo de los **PEM**, lo que impulsó el valor hacia sus máximos históricos de 64,50€. Sin embargo, la caída posterior se explica por el ruido de gobernanza provocado por la cancelación de la compra de EM&E y el cambio en la cúpula directiva junto con las dudas de los inversores sobre si el nuevo equipo gestor podrá ejecutar los programas de defensa con la misma velocidad sin los socios industriales originales en el consejo.

Esto ha distanciado temporalmente el precio de cotización de su valor fundamental. La recuperación paulatina hasta el nivel actual de 51,50 € indica que el mercado está comenzando a asimilar la nueva estructura directiva de Ángel Simón y Josep Maria Recasens, pero todavía aplica una prima de riesgo que no valora plenamente el impacto de los **PEM** en la generación de caja a largo plazo.

## 8.2. Comparativa con el Consenso de Mercado y la Cotización Actual

El análisis de los datos terminales de Bloomberg permite comparar los resultados del modelo con el consenso institucional. Para el ejercicio 2026, el consenso de analistas proyecta unos ingresos totales de 7.021,6 M€, un beneficio operativo **EBIT** de 704,2 M€ y un EBITDA estimado de 930,1 M€ **[11]**. Estas cifras coinciden con las metas orgánicas fijadas en el plan estratégico *Leading the Future* e integradas en este trabajo. El modelo proyecta 7.116,2M€ de ingresos totales, un **EBIT** de 683,3M€ y un **EBITDA** de 884,7M€. Esta pequeña desviación con una facturación ligeramente mayor pero márgenes más ajustados responde al criterio adoptado en este análisis ante los costes iniciales de arranque de TESS Defence. El hecho de que el modelo de esta tesis replique estas magnitudes demuestra que las hipótesis de partida son realistas y están calibradas con la dinámica del mercado.

## 8.3. Conclusiones Estratégicas ante el Nuevo Paradigma de la Defensa Europea

Este análisis destaca la posición de Indra como un pilar industrial clave para canalizar el superciclo macroeconómico europeo analizado en el Capítulo 2. La adjudicación neta de 7.663,31 M€ a través de los 31 PEM asegura una facturación plurianual estable y consolida el paso definitivo hacia el hardware pesado y la producción en serie. Este cambio industrial responde a la exigencia de soberanía tecnológica de la Unión Europea para reducir la dependencia de plataformas extranjeras sujetas a las restricciones de la normativa ITAR. En el plano financiero, la liquidez que aporta la prefinanciación pública a tipo cero facilita el *re-rating* de la acción, lo que permitirá recortar la brecha histórica de capitalización sobre el PIB (0,55 %) que distanciaba a Indra de los grandes *primes* continentales analizados en el marco comparativo.

Asimismo, integración vertical de activos críticos en 2025 aporta a Indra la escala necesaria para actuar como un contratista principal (*Tier 1* a nivel pan-

europeo) de referencia. El modelo de negocio combina el volumen de ingresos de las nuevas plataformas físicas con los márgenes elevados de su software propio de mando y control y la sensórica avanzada. Este equilibrio operativo protege la rentabilidad del grupo y asegura su autonomía frente a las decisiones de suministros exteriores.

## 8.4. Limitaciones de la Investigación y Trabajo Futuro

Este modelo tiene ciertas limitaciones que dejan margen para futuras líneas de investigación:

- **Modelización del Pipeline de M&A Inorgánico:** El modelo actual se ha construido bajo un escenario estrictamente orgánico. Sin embargo, Indra mantiene un pipeline activo enfocado en la absorción de PYMEs de nicho dentro de los corredores industriales. Una línea de trabajo futura podría consistir en simular el impacto de estas adquisiciones en la cuenta de resultados, evaluando la opcionalidad positiva y la dilución del coste de la deuda.
- **Curvas de Aprendizaje e Integración en TESS Defence:** Un seguimiento posterior de la tesis deberá actualizar este parámetro en función de la velocidad real a la que la organización asimile la producción en serie de los vehículos.
- **Valoración del Negocio de Inteligencia Artificial Soberana:** La subdivisión *IndraMind* se ha proyectado con un crecimiento lineal constante del 25 % anual bajo premisas de consenso. Dado que la demanda de soluciones de IA aplicadas a entornos tácticos militares y ciberdefensa avanza de manera exponencial, resulta recomendable desarrollar un módulo analítico específico que desglose de forma aislada los ingresos de esta vertical frente al negocio de consultoría tradicional e indexe su comportamiento ante los fondos de innovación del Fondo Europeo de Defensa (EDF).



# Apéndice A

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

Cuadro A.1: 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
I_D	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

Cuadro A.2: 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	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...

Cuadro A.2 – 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. Sostentamiento 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. Sostentamiento / 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...

**Cuadro A.2 – 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>

# Apéndice B

## Cálculo Beta

Cuadro B.1: 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%

Cuadro B.1 – Continuación de la página anterior

Fecha	Último IDR	Último IBEX	VAR IDR	VAR IBEX
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 %
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		

# Apéndice C

## 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 Completas

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...

# Apéndice D

## 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 D.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,
31         ↪ 0.076, 0.013)
32     ' g ~ N(Media = 2.0%, DesvEst = 0.5%)
33     vAQ466 = Application.WorksheetFunction.Norm_Inv(Rnd,
34         ↪ 0.02, 0.005)
35     ' Margen EBIT ~ N(Media = 17.0%, DesvEst = 1.0%)
36     vAM80 = Application.WorksheetFunction.Norm_Inv(Rnd,
37         ↪ 0.17, 0.01)
38
39     WSModelo.Range("AM465").Value = vAM465
40     WSModelo.Range("AQ466").Value = vAQ466
41     WSModelo.Range("AM80").Value = vAM80
42     WSModelo.Calculate
43
44     WSHistorico.Cells(FilaDestino, 1).Value = i
45     WSHistorico.Cells(FilaDestino, 2).Value = vAM465
46     WSHistorico.Cells(FilaDestino, 3).Value = vAQ466
47     WSHistorico.Cells(FilaDestino, 4).Value = vAM80
48     WSHistorico.Cells(FilaDestino, 5).Value = WSModelo.
49         ↪ Range("AM2").Value
50
51     FilaDestino = FilaDestino + 1
52 Next i
53
54 WSHistorico.Columns("B:D").NumberFormat = "0.00%" '
55 WSHistorico.Columns("E").NumberFormat = "0.00" '
56 WSHistorico.Columns("A:E").AutoFit '
57
58 Application.Calculation = xlCalculationAutomatic
59 Application.ScreenUpdating = True
60
61 MsgBox "Simulación completada con 10.000 iteraciones
62     ↪ siguiendo una distribución Normal", vbInformation,
63     ↪ "Exito"
64 End Sub

```

## Apéndice E

# Análisis del Equipo Directivo y Matriz de Riesgo Asociado (Key Man Risk) en marzo 2026

Para comprender el rumbo estratégico de la firma desde la perspectiva de sus tomadores de decisiones, se hizo un análisis de perfiles directivos. Sin embargo, dado que el consejo ha tenido una transformación desde la elaboración de este modelo (con la salida de directivos centrales como Ángel Escribano o Vicente De los Mozos, y accionistas importantes como Javier Escribano), el análisis ha perdido vigencia operativa inmediata. Se incluye en el apéndice como contexto y referencia histórica y evolutiva de la firma.

---

### Ángel Escribano – *Presidente Ejecutivo*

**Perfil y CV Clave:** Co-propietario de Escribano M&E. Perfil industrial y de fabricación de hardware de defensa, liderando la transición de Indra desde la consultoría hacia una fábrica de armas y sistemas.

**Variable Crítica:** Crecimiento orgánico e inorgánico (sobre todo defensa).

**Impacto:** Valida el margen industrial al fabricar hardware y mitiga el riesgo operativo mediante propiedad intelectual propia.

**Key Man Risk:** **Extremo.** Desaparición de la tesis de "soberanía industrial"; caída del múltiplo de valoración.

---

### José Vicente de los Mozos – *Consejero Delegado*

**Perfil y CV Clave:** Ex-Renault. Experto en cadenas de suministro globales y eficiencia industrial a gran escala.

**Variable Crítica:** Margen EBIT.

**Impacto:** Maximiza el apalancamiento operativo; su eficiencia permite que el crecimiento genere beneficios exponenciales.

**Key Man Risk:** **Alto.** Riesgo de ejecución operativa; los márgenes podrían empeorar.

---

## **Virginia Arce** – *Vicepresidenta / Consejera Coordinadora*

**Perfil y CV Clave:** Ex-PwC (Socia responsable de TMT y HR).

**Variable Crítica:** Contratación.

**Impacto:** Justifica una valoración premium mediante desinversiones estratégicas y control estricto de riesgos financieros.

**Key Man Risk:** **Medio.** Posible aumento de la prima de riesgo por desconfianza en el gobierno corporativo.

---

## **Manuel Ausaverri** – *Chief Strategy Officer*

**Perfil y CV Clave:** Ingeniero con experiencia en estrategia e innovación.

**Variable Crítica:** Crecimiento Inorgánico.

**Impacto:** Avala la expansión mediante compras estratégicas que cubren huecos tecnológicos y consolidan el mercado europeo.

**Key Man Risk:** **Medio.** Ralentización de la estrategia de expansión europea.

---

## **Sebastián Bamonde** – *COO*

**Perfil y CV Clave:** Economista y MBA. Experto en transformación tecnológica (ex Minsait) y operaciones globales.

**Variable Crítica:** Eficiencia operativa.

**Impacto:** Aterriza procesos operativos y escala modelos tecnológicos para proteger rentabilidad.

**Key Man Risk:** **Medio.** Riesgos de ejecución procedimental.

---

## **Raúl Cervantes** – *CCO*

**Perfil y CV Clave:** ADE, auditor KPMG y 20 años en corporate control.

**Variable Crítica:** Márgenes de Ejecución.

**Impacto:** Garantiza la disciplina en procesos y evita fugas de rentabilidad o riesgos operativos.

**Key Man Risk:** **Medio.** Riesgo de ineficiencias en proyectos importantes.

---

## **Manuel Escalante** – *CTO*

**Perfil y CV Clave:** Perfil técnico especializado en innovación aeroespacial y de defensa. Ex desarrollo de negocio Thales.

**Variable Crítica:** Eficiencia en I+D.

**Impacto:** Mueve el valor hacia tecnología pura, elevando el múltiplo frente a competidores centrados solo en servicios.

**Key Man Risk:** **Medio.** Pérdida de ventaja competitiva técnica en Defensa y Espacio.

---

## **Miguel Forteza** – *CFO*

**Perfil y CV Clave:** Financiero con experiencia en mercados de capitales y gestión de deuda, CIO citigroup.

**Variable Crítica:** Estructura de Capital.

**Impacto:** Gestiona la rentabilidad de la división de IT y la prepara para una posible autonomía estratégica o entrada de socios.

**Key Man Risk:** **Medio.** Riesgo de desequilibrio financiero.

---

## **Luis Fernández Hernando** – *Director General Minsait*

**Perfil y CV Clave:** ADE, experto en administraciones públicas. Ex-consultoría.

**Variable Crítica:** Margen Minsait.

**Impacto:** Equilibra la inversión con la salud del balance para que el crecimiento no comprometa la solvencia ni el coste de deuda.

**Key Man Risk:** **Bajo**. La división está en fase de madurez (incluso se puede vender).

---

## **Víctor Martínez** – *Director ATM*

**Perfil y CV Clave:** Teleco + MBA, gestión de programas estratégicos de tráfico aéreo.

**Variable Crítica:** Ingresos ATM.

**Impacto:** Motor del crecimiento internacional; responsable de consolidar la cuota de mercado en regiones críticas de navegación aérea.

**Key Man Risk:** **Alto**. Pieza clave en la división que presenta mayor crecimiento porcentual en el modelo.



# Apéndice F

## PEM de Indra

En este anexo se recopila la información de los programas gestionados por Indra, desglosando sus características, presupuesto, hitos importantes, motivo de asignación a Indra, la necesidad de subcontratación, la importancia para la empresa, los colaboradores y los riesgos asociados.

### **Isolated virtual cybersecurity learning environment (Cyber-Range)**

**Descripción:** CIBERESPACIO, Entorno virtual aislado para entrenamiento en ciberdefensa.

**Presupuesto (M€):** 36 M€.

**Fechas importantes:** 2025-2027 (Desarrollo).

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Cuenta con experiencia previa en HyCoB y liderazgo en proyectos del European Defense Fund (EDF). Se clasifica dentro del core business, por lo que requiere poca subcontratación.

**Importancia para INDRA:** Posicionamiento estratégico como único gestor de entornos clasificados.

**Colaboradores:** Ciber TRS, EO Solutions y Scorpion, Izertis y Titanium SIRT, S2 Grupo, y CyberDataLab.

**Riesgos asociados:** Escasez de talento especializado con habilitación de seguridad y vulnerabilidades tipo 'puerta trasera' en código open-source.

### **Joint Tactical Radio System (SCRT)**

**Descripción:** COMUNICACIONES, Modernización de radios definidas por software con cifrado nacional.

**Presupuesto (M€):** 768 M€.

**Fechas importantes:** 2025-2030 (Fase de Despliegue).

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Surge ante la necesidad estratégica de eliminar “cajas negras” extranjeras en los sistemas de cifrado. Se procedió a la adquisición de IP (Bittium) para su nacionalización, aunque requiere un alto nivel de subcontratación de microchips.

**Importancia para INDRA:** Al poseer la licencia y fabricar en territorio nacional, Indra se asegura ingresos recurrentes durante todo el ciclo de vida de las radios (estimado entre 20 y 30 años), ostentando un monopolio nacional de formas de onda y cifrado. Adicionalmente, refuerza la posición de la compañía en la alianza europea A4Essor, facilitando la exportación de estas soluciones personalizadas a mercados internacionales. El programa está estrechamente ligado al proyecto ESSOR (European Secure SOFTWARE defined Radio), gestionado por la OCCAR y cofinanciado por el EDF, donde Indra actúa como socio fundador a través de la joint venture A4essor.

**Colaboradores:** Bittium (Finlandia, entidad que recibe aproximadamente 120 M€), TecnoBit y Rohde & Schwarz.

**Riesgos asociados:** 1. Las radios SDR demandan procesadores de altísima gama, enfrentando restricciones severas en el mercado global de semiconductores. 2. Complejidad en la absorción de la IP de Bittium (recordando que el Gobierno vetó la tecnología israelí de Elbit Systems en junio de 2025); un fallo en la “españolización” del software podría comprometer el sistema generando vulnerabilidades críticas.

## Multi-Discipline Connectivity (MC3) – UTE Telefónica

**Descripción:** NUBE DE COMBATE híbrida (tecnologías 5G, Satélite y Fibra) cuyo objetivo prioritario es integrar todas las plataformas de defensa en una única red gestionada bajo estrictos estándares militares.

**Presupuesto (M€):** 380 M€.

**Fechas importantes:** 2025-2035 (Ciclo de vida operativo completo).

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Capacidad dual demostrada (Defensa + IT) en colaboración con Telefónica; Indra desarrolla los algoritmos de cifrado mientras Telefónica despliega la infraestructura de fibra y 5G. Perteneció al core business, pero existe una necesidad estructural de subcontratación para el despliegue físico de infraestructura.

**Importancia para INDRA:** Permite la transición estratégica hacia un modelo de ingresos recurrentes por servicios cloud, asumiendo el rol de ‘operador crítico’. El programa se alinea con la iniciativa “EU Sovereign Cloud for Defense” y recibe soporte indirecto gracias a la participación de Indra en el consorcio EDC (European Defence Cloud) amparado por el EDF.

**Colaboradores:** Telefónica, Hisdesat, Nokia España y Arquimea.

**Riesgos asociados:** 1. Alta dependencia del cronograma de despliegue físico a cargo de Telefónica. 2. Escasez global de servidores de grado militar certificados producidos fuera de la UE. 3. Intensa competencia en el mercado laboral por ingenieros especialistas en Cloud Architecture.

## Radar Imaging Satellite

**Descripción:** ESPACIO, Fase de diseño, fabricación y puesta en órbita de dos satélites idénticos equipados con tecnología radar de alta resolución. Hisdesat ha adjudicado a Airbus la fabricación de los satélites por un valor de 900 M€, reservando los 100 M€ restantes para el desarrollo del segmento terreno y el procesamiento de datos SAR.

**Presupuesto (M€):** 1.012 M€.

**Fechas importantes:** 2030 (Ventana de lanzamiento prevista).

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Motivado por la adquisición estratégica de Hispasat/Hisdesat por parte de Indra. Esta operación de M&A permite internalizar la gestión de la operación global, subcontratando la construcción física del satélite a Airbus, lo que representa la entrada en un nuevo dominio para Indra.

**Importancia para INDRA:** Garantiza el control vertical e integral del ciclo de vida del dato espacial. Aporta una contribución indirecta de valor a la iniciativa europea IRIS<sup>2</sup> (Constelación de Conectividad Segura), asegurando la interoperabilidad de los flujos de datos de observación con la Unión Europea.

**Colaboradores:** Airbus (división de Satélites), Sener y GMV.

**Riesgos asociados:** 1. Complejidad en la integración cultural y operativa post-adquisición de Hispasat. 2. Incertidumbre en la disponibilidad y reserva de lanzadores espaciales, manteniendo una dependencia crítica de proveedores externos extranjeros como SpaceX.

## Replacement of Legacy Systems in Electromagnetic Spectrum (REE-EW) – UTE Airbus

**Descripción:** GUERRA ELECTRÓNICA, Sustitución integral de sistemas obsoletos de Guerra Electrónica, capacidades de captación aérea (SIGINT) y vigilancia acústica.

**Presupuesto (M€):** Desglosado en un presupuesto compuesto de  $182 + 6 + 10 = 198$  M€.

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Tecnología de nicho altamente protegida considerada core business de la empresa. Se subcontrata de forma exclusiva la plataforma física aérea, consolidando un monopolio nacional en inteligencia de señales y autoprotección avanzada.

**Importancia para INDRA:** Salvaguarda la soberanía absoluta nacional en inteligencia de señales (SIGINT).

**Colaboradores:** Airbus.

**Riesgos asociados:** Dependencia crítica del suministro de semiconductores específicos para radiofrecuencia (MMICs), cuya cadena de suministro global se encuentra en una situación de alta tensión debido al escenario geopolítico en Taiwán.

## Sensorised Autonomous Mobility Robotic Airborne Technologies UAS Clase I

**Descripción:** DRONES, Adquisición de 49 sistemas de drones ligeros dotados con capacidad VTOL (despegue y aterrizaje vertical) y alta autonomía operativa para despliegues tácticos a nivel de batallón.

**Presupuesto (M€):** 178 M€.

**Fechas importantes:** Hito en 2025 marcado por la ejecución de las adquisiciones corporativas estratégicas de las firmas Aertec y Wake Engineering por Indra.

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Concentración de capacidades internas core en sistemas de captación e imagen (cámaras). La necesidad de subcontratación de la plataforma se ha visto minimizada gracias a la estrategia de M&A, internalizando por completo la cadena de ensamblaje aéreo y logrando la captura total del valor del contrato.

**Importancia para INDRA:** Eleva a Indra al estatus de fabricante integral de plataformas aéreas no tripuladas, superando el rol tradicional de mero proveedor de sensores. El segmento de drones se consolida como crítico a la luz de las lecciones aprendidas en el conflicto de Ucrania.

**Colaboradores:** Aertec y Wake Engineering.

**Riesgos asociados:** Complejidades operativas derivadas de la integración de los equipos humanos y tecnológicos adquiridos (Wake y Aertec). Dependencia externa de materiales compuestos de fibra de alta resistencia, un mercado controlado de manera casi exclusiva por proveedores extra-comunitarios.

## Electromagnetic wave technologies applied to land security RADAR-FI

**Descripción:** SENSORES, Desarrollo de radares multimisión optimizados para tareas de localización de artillería enemiga (contrabatería) y vigilancia táctica. Se estructura en tres subsistemas operativos diferenciados: contrabatería, vigilancia marítima y vigilancia terrestre. Existe un vínculo directo con el programa internacional Multiband 4D Radar amparado por el EDF para la estandarización tecnológica en la UE.

**Presupuesto (M€):** 24 M€.

**Fechas importantes:** Octubre de 2025 (Adjudicación inicial para la fase de desarrollo).

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Clasificado como línea tecnológica medular (core business) respaldado por más de 40 años de trayectoria industrial en desarrollos de radar, asegurando la soberanía tecnológica y una total comunidad en la logística militar nacional.

**Importancia para INDRA:** Garantiza la autonomía soberana en decisiones de diseño estratégico y fomenta la creación de una red capilar industrial con PYMES tecnológicas locales.

**Colaboradores:** IVECO, Renault, Lecitrailer, NIASA, NORD-Motorreductores, ADALIS, TRC y EM&E.

**Riesgos asociados:** Vulnerabilidad ante una eventual ruptura en el suministro de semiconductores avanzados, cuya producción global se concentra de forma extrema en Asia y EE. UU.. Asimismo, la dependencia técnica de librerías externas para el procesamiento digital de la señal radar podría inducir brechas de seguridad o restricciones regulatorias de exportación bajo normativas ITAR.

## **Integrated advanced cybersecurity system SCOMCE**

**Descripción:** MANDO Y CONTROL, Ecosistema digital avanzado de gestión táctica (Battle Management System - BMS) para la toma de decisiones críticas en tiempo real, caracterizado por una arquitectura abierta, modular y cibersegura.

**Presupuesto (M€):** 100 M€.

**Fechas importantes:** 2026 (Programado como hito clave para la consecución de la Capacidad Inicial Operativa).

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Posiciona a la corporación como el “cerebro digital” del despliegue terrestre. La firma asume el liderazgo en las capacidades algorítmicas básicas y la infraestructura tecnológica global, apoyándose en la suite propietaria IndraMind, la cual permite desarrollos soberanos y altamente seguros sin requerir subcontratación masiva de software.

**Importancia para INDRA:** Otorga el control exclusivo y de extremo a extremo sobre los flujos de datos e información táctica del Ejército de Tierra. Se complementa de manera directa con el proyecto europeo AIDA (Artificial Intelligence Deployable Agent), dotado con un presupuesto de 32 M€ financiados por el EDF, donde Indra se erige como el socio industrial clave y único representante español dentro de un consorcio transnacional de 28 entidades de 15 estados miembros.

**Colaboradores:** GMV, Tecnobit y SIA.

**Riesgos asociados:** Alta complejidad técnica requerida para la migración e interoperabilidad con sistemas heredados (legacy systems) y riesgos críticos de ciberseguridad sobre las redes de comunicaciones tácticas desplegadas en entornos hostiles.

## **Multidisciplinary connectivity in aviation security COAAAS**

**Descripción:** DEFENSA ANTIAÉREA, Programa de modernización e integración de los 18 sistemas de defensa aérea de las Fuerzas Armadas (Ejército de Tierra y Armada), integrándolos conceptualmente en la iniciativa del escudo antimisiles paneuropeo (Sky Shield).

**Presupuesto (M€):** 820 M€.

**Fechas importantes:** Periodo 2025-2027 estipulado para la fase de desarrollo, modernización técnica y posterior integración a nivel nacional.

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Indra se consolida como la única corporación en el ecosistema industrial nacional que posee la capacidad tecnológica simultánea de fabricar radares de barrido electrónico activo (AESAs) y el software asociado para los nodos de mando y control (C2). Existe, no obstante, una dependencia externa para el suministro de las plataformas logísticas y mecánicas auxiliares (camiones pesados, vectores misilísticos y contratistas de obra civil).

**Importancia para INDRA:** Establece a la empresa como el arquitecto de diseño único y de referencia para la defensa aérea colaborativa e integrada de carácter nacional.

**Colaboradores:** Lab Circuits, EM&E (estructuras de las torres de mando), Lecitrailer, IVECO, Renault o UROVESA, Tecnobit y Data Links.

**Riesgos asociados:** Desafíos técnicos en la ingeniería de migración de software e interfaces heredadas. Dependencia crítica de la liberación y apertura de los códigos fuente de misiles extranjeros de procedencia estadounidense o francesa (sistemas Patriot o Aster); de bloquearse estos códigos, el sistema COAAAS vería anulada su capacidad de fuego efector, quedando restringido exclusivamente a funciones de vigilancia pasiva.

## **Last Generation Integrated Air System NGWS/FCAS – UTE Airbus**

**Descripción:** ÁREA DE AVIACIÓN MILITAR DEL FUTURO, Desarrollo del sistema de combate aéreo de sexta generación, concebido como un ecosistema integrado por un caza tripulado, plataformas no tripuladas (drones) y una nube de combate táctica.

**Presupuesto (M€):** 350 M€ asignados en la fase actual, distribuidos de la siguiente forma: 270 M€ articulados mediante el Contrato Tecnológico Nacional para los pilares de Sensores y Nube, más 80 M€ gestionados directamente por la UTE Airbus-Indra para estudios detallados de concepto.

**Fechas importantes:** Año 2040 fijado formalmente como el horizonte objetivo para la entrada en servicio operativo del sistema.

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Designación oficial por parte del Gobierno de España como Coordinador Nacional Industrial único del proyecto. Es la única corporación con capacidad técnica avalada para ejercer el liderazgo europeo en el pilar de desarrollo de Sensores y ejercer el co-liderazgo estratégico en la Nube de Combate. Indra retiene de forma exclusiva la propiedad intelectual crítica del “cerebro” digital del caza, optando por subcontratar los elementos de plataforma física estructural (fuselaje) a Airbus y la planta motriz de propulsión a ITP Aero.

**Importancia para INDRA:** Eleva de forma indiscutible el estatus corporativo a líder global en defensa (Tier 1 a nivel paneuropeo), en un macroprograma cuyo volumen financiero conjunto supera ya los 3.200 M€ únicamente en su fase presente de I+D. Se posiciona además como el gran motor tecnológico e industrial interno de la empresa, cuyas innovaciones se transferirán de manera vertical para alimentar y robustecer el resto de PEMs en desarrollo (como COAAAS o SCOMCE).

**Colaboradores:** Airbus Defence & Space (socio estratégico en formato UTE), Dassault Aviation (Francia), ITP Aero (motores), y el consorcio Satnus para el desarrollo de los sistemas no tripulados (integrado por GMV, Sener y Tecnobit), contando adicionalmente con el soporte del Barcelona Supercomputing Center (BSC) y el INTA.

**Riesgos asociados:** Potenciales retrasos de naturaleza geopolítica y presupuestaria en la activación de la Fase 2 del programa, motivados por las recurrentes fricciones y tensiones políticas entre los gobiernos de Francia y Alemania referentes al reparto equilibrado de la carga de trabajo industrial. Dependencia crítica de suministros de microelectrónica avanzada y semiconductores de alta gama que se encuentran sometidos a las severas restricciones de exportación y licencias ITAR de EE. UU..

## Track Support Vehicle (VAC)

**Descripción:** SEGMENTO DE VEHÍCULOS BLINDADOS, Desarrollo y fabricación del blindado multipropósito sobre cadenas diseñado como el sustituto tecnológico de las plataformas TOA obsoletas, abarcando configuraciones de transporte, carga y ambulancia militar.

**Presupuesto (M€):** 788 M€ presupuestados para los contratos base. El valor total estimado de la Fase I del contrato se eleva de manera conjunta hasta los aproximadamente 1.970 M€, previendo un calendario de entregas escalonado con horizonte en 2035.

**Fechas importantes:** Año 2027 (Establecido contractualmente para la entrega formal de los primeros prototipos funcionales operativos).

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Derivado directamente de la toma de control legal y consolidación accionarial de Indra sobre el consorcio Tess Defence, permitiéndole liderar los aspectos de arquitectura y la integración de sistemas complejos del vehículo. La gestión operativa del programa recae de manera directa en el consorcio industrial TESS Defence.

**Importancia para INDRA:** Actúa como el hito vertebrador que posibilita la consolidación definitiva de Indra en calidad de contratista principal o integrador de sistemas de referencia ('prime') dentro del mercado industrial de vehículos terrestres.

**Colaboradores:** Escribano M&E, SAPA y GDELS-Santa Bárbara Sistemas.

**Riesgos asociados:** Riesgo Industrial severo: Identificación de una carencia de capacidad industrial propia 'in-house' en instalaciones para acometer procesos especializados de soldadura pesada balística. Reto de ingeniería complejo para lograr la integración e interoperabilidad del software y subsistemas críticos procedentes de diversos subcontratistas (como las estaciones de armas de Escribano o las transmisiones mecánicas de SAPA) bajo un diseño de arquitectura abierta. Se destaca que en fases previas de integración se han documentado fallos de "latencia crítica" en los buses de transmisión interna de datos. Riesgo de gestión de consorcios: Posibles ineficiencias de coordinación debido a la concurrencia de socios con intereses comerciales tradicionalmente competitivos.

## Superior Land Combat Systems MGCS

**Descripción:** DESARROLLO DE PLATAFORMAS ACORAZADAS FUTURAS, Ejecución de la fase tecnológica preliminar orientada al Main Ground Combat System (MGCS), enfocándose específicamente en la ingeniería conceptual de la arquitectura electrónica y el codiseño de los sistemas de misión avanzados del futuro carro de combate europeo.

**Presupuesto (M€):** 20 M€ iniciales (escalando formalmente a un total de 45 M€ reflejado en enero de 2026).

**Fechas importantes:** Periodo bianual 2026-2027 catalogado como la ventana temporal crítica para la negociación, definición de la propiedad intelectual (IP) y el diseño de la arquitectura del sistema.

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Intencionalidad estratégica de imponer y estandarizar la arquitectura de software propietaria de Indra como el estándar regulador a nivel europeo bajo normas de la OTAN (NGVA - NATO Generic Vehicle Architecture).

**Importancia para INDRA:** Capacidad de posicionarse a la corporación española en el rol de socio tecnológico de primer nivel operativo (Tier 1) frente a los grandes gigantes industriales europeos del sector terrestre, tales como Rheinmetall o Nexter. Los fondos del Programa de Apoyo a la Modernización de Vehículos (PAMOV) constituyen la herramienta de diplomacia industrial empleada por el Gobierno de España para “comprar” y consolidar el acceso de la industria nacional al programa transnacional del MGCS. Al generar capacidades tecnológicas críticas bajo control soberano, España adquiere una posición de fuerza para negociar su participación en el consorcio europeo, no bajo la condición de mero cliente comercial o comprador de sistemas, sino como un socio de co-diseño con propiedad intelectual propia.

**Colaboradores:** Rheinmetall (Alemania), KNDS (consorcio franco-alemán) y Tess Defence en el plano nacional.

**Riesgos asociados:** Exposición a una guerra comercial de estándares de software y arquitectura lógica a nivel europeo, donde los competidores internacionales intentarán imponer sus propias soluciones tecnológicas en detrimento de la propuesta nacional.

## **Efficient integrated amphibious projection system VACIM – UTE Escribano**

**Descripción:** ADQUISICIÓN NAVAL-TERRESTRE, Desarrollo y adquisición de una familia de plataformas blindadas sobre ruedas de configuración 8x8 dotadas con capacidades específicas de navegación e incursión anfibia real, equipadas con sistemas de misión de última generación para operaciones integradas costa-tierra.

**Presupuesto (M€):** 150 M€.

**Fechas importantes:** Periodo plurianual 2026-2029 definido formalmente como la ventana temporal para la ejecución de la ingeniería de detalle y la fase de construcción de los primeros demostradores operativos y prototipos de validación técnica.

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Modelo industrial coordinado donde Indra asume la responsabilidad integral sobre el desarrollo de la electrónica de misión, los sensores avanzados y el sistema de gestión de combate, mientras que Escribano aporta su experiencia técnica en las estaciones remotas de armas y procesos de fabricación mecánica de ultraprecisión. Indra presenta la necesidad técnica de subcontratar de forma externa elementos especializados vinculados estrictamente con la movilidad y la hidrodinámica anfibia (tales como los sistemas de propulsión marina), al situarse fuera de su core business tradicional.

**Importancia para INDRA:** Permite la incursión estratégica en un nicho tecnológico altamente especializado, facilitando la diversificación horizontal de su cartera comercial hacia el mercado de las plataformas navales-terrestres integradas. Se enmarca dentro del plan corporativo a largo plazo para consolidar las competencias de la empresa como constructor o plataformista del entorno terrestre, a la par que robustece de forma notable su alianza estratégica con el grupo Escribano.

**Colaboradores:** Navantia, Escribano M&E y Leonardo (a través de su división Iveco Defence Vehicles - IDV).

**Riesgos asociados:** Complejidad crítica de ingeniería asociada a la interoperabilidad física y lógica entre el chasis del vehículo y el complejo sistema electrónico de gestión de información táctica. Potencial dependencia técnica en el diseño del chasis base de procedencia extranjera (IDV), sumando el reto de ingeniería que representa el proceso de “españolizar” e integrar sistemas propios sobre un blindado concebido originalmente bajo parámetros de un socio internacional.

## **Advanced Manufacturing on Sustainable Land Mobility II ATP Wheels/Chains – UTE Escribano**

**Descripción:** INGENIERÍA DE VEHÍCULOS TERRESTRES, Proyecto de investigación industrial enfocado en el codiseño y desarrollo de sistemas avanzados de rodadura y movilidad pesada (sistemas de ruedas y cadenas de tracción).

**Presupuesto (M€):** Dotación económica inicial de 3.002 M€, existiendo cláusulas y extensiones contractuales vinculadas a fases posteriores de despliegue que podrían elevar la cuantía agregada conjunta hasta los 6.700 M€ con un horizonte temporal fijado en el año 2035.

**Fechas importantes:** Periodo 2026-2027 estipulado para la ejecución práctica de los ensayos y pruebas de validación con prototipos reales montados sobre las plataformas acorazadas VCR 8x8 “Dragón” y VAC.

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Clasificada formalmente por los órganos de contratación como la “única empresa capacitada técnicamente para el desarrollo integral del proyecto desde una perspectiva tecnológica”. Se identifica una necesidad de soporte externo en áreas de metalurgia avanzada y síntesis de polímeros de alta resistencia mecánica, al no constituir capacidades del núcleo de la UTE. Requiere de forma obligatoria establecer contratos de colaboración con PYMES del tejido tecnológico nacional para procesos críticos de sinterizado láser y mecanizado de ultra-precisión.

**Importancia para INDRA:** Constituye el pilar financiero fundamental del plan corporativo para posicionar a la empresa como un plataformista de referencia en el sector terrestre, consolidando la alianza con Escribano y gestionando el PEM de mayor dotación presupuestaria de toda la planificación de defensa nacional.

**Colaboradores:** Escribano M&E, SAPA, Cauchos Puntos y Piedrafitas Systems.

**Riesgos asociados:** Exposición a riesgos jurídicos derivados de potenciales litigios comerciales con la firma internacional GDELS. Carencia estructural a nivel nacional de infraestructuras industriales pesadas optimizadas para procesos especializados de forja de tubos, cañones y técnicas complejas de soldadura balística pesada.

## Embarked launcher system SLE

**Descripción:** SISTEMAS DE ARMAS NAVALES, Ingeniería y desarrollo de un sistema avanzado de lanzamiento vertical con capacidad antimisil (defensa activa tipo hard-kill) optimizado para buques de línea de la Armada.

**Presupuesto (M€):** 42 M€.

**Fechas importantes:** Febrero de 2026 (Fijado como el hito de inicio de los ensayos de integración en muelle de la nueva Unidad de Control de Lanzamiento - LCU de diseño local).

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Impulsado por la creación de la nueva división de negocio especializada “Indra Weapon & Ammunition” y respaldado por la compra de Wake Engineering. Se requiere subcontratación para capacidades de mecanizado de alta precisión para las celdas de lanzamiento vertical y el diseño de actuadores electromecánicos de respuesta rápida, posicionando a Navantia Sistemas y Escribano M&E como los subcontratistas clave para el bloque de hardware físico y servosistemas.

**Importancia para INDRA:** Garantiza el cierre y el control vertical del bucle de fuego operativo (Kill Chain). Al prescindir de cajas negras tecnológicas extranjeras en la interfaz de la LCU, Indra adquiere la autonomía para integrar armamento de procedencia europea o nacional sin requerir autorizaciones o licencias de exportación de terceros estados, logrando un producto libre de regulaciones ITAR (ITAR-free) en componentes críticos. Representa el gran salto conceptual de la empresa desde el dominio tradicional de los “sensores” hacia el entorno de los “efectores” tácticos.

**Colaboradores:** Navantia, Escribano M&E, MBDA y Sener Aeroespacial.

**Riesgos asociados:** Riesgo residual de presencia de componentes críticos bajo normativa ITAR. Alta dependencia de subcontratistas externos especializados para los procesos complejos de mecanizado de las celdas estructurales de lanzamiento.

## C-UAS

**Descripción:** SISTEMAS ANTIDRON, Desarrollo de una arquitectura de defensa multicapa (integrando subsistemas de detección radar, sensores optrónicos, contramedidas de jamming de radiofrecuencia y efectores hard-kill) concebida específicamente para la detección y neutralización de sistemas aéreos no tripulados.

**Presupuesto (M€):** 37 M€.

**Fechas importantes:** Octubre de 2025 (Hito de validación técnica del proceso de integración del sistema sobre los blindados sobre ruedas VCR 8x8 “Dragón”).

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Liderazgo internacional consolidado al dirigir el proyecto paneuropeo JEY-CUAS (Joint European sYstem for Countering Unmanned Aerial Systems) financiado por el EDF, el cual aporta una dotación adicional de 13,5 M€ para la estandarización de estas doctrinas en la UE. Presenta necesidades de subcontratación técnica para la provisión de librerías de firmas de señales de radiofrecuencia específicas y algoritmos avanzados de visión artificial.

**Importancia para INDRA:** Representa un producto tecnológico de altísima escalabilidad comercial y elevado potencial de exportación, debido a que el entorno operativo de los drones se ha consolidado como un factor determinante en la guerra moderna en Ucrania.

**Colaboradores:** Escribano M&E, TRC y ART.

**Riesgos asociados:** Vulnerabilidad logística en el suministro estable de sensores infrarrojos (IR) de procedencia extranjera. Escasez en el mercado de componentes para amplificadores de potencia de radiofrecuencia. Riesgo crítico de obsolescencia tecnológica acelerada (medida en ventanas temporales de semanas) debido a la constante evolución de las tácticas y frecuencias de los drones en los teatros de operaciones activos.

## Wheeled vehicle-launched bridge VLP

**Descripción:** LOGÍSTICA MILITAR, Adquisición y despliegue de un sistema lanzapuentes táctico montado directamente sobre el chasis rodante de la familia blindada 8x8, orientado a garantizar la movilidad y el flanqueo de obstáculos.

**Presupuesto (M€):** 190 M€.

**Fechas importantes:** Periodo quinquenal 2026-2030 (Establecido como el marco de vigencia del contrato de suministro y el despliegue del programa de apoyo logístico integral).

**Motivo de asignación y necesidad de subcontratación:** Actúa como un complemento logístico y operativo indispensable para rentabilizar comercialmente la inversión de la familia de vehículos blindados 8x8. Se configura bajo un modelo de alta subcontratación, asumiendo el rol de integrador de un sistema de puente de procedencia alemana (KNDS) sobre un chasis de fabricación española.

**Importancia para INDRA:** Se alinea directamente con el esfuerzo estratégico de la corporación para posicionarse en el mercado internacional con el perfil de plataformista integral en el entorno terrestre.

**Colaboradores:** Consorcio TESS Defence (integrando a las firmas SAPA, GDELS-Santa Bárbara Sistemas y Escribano M&E).

**Riesgos asociados:** Riesgo de tensión por falta de capacidad industrial y de ingeniería interna en la empresa, motivado especialmente si los recursos humanos y técnicos principales se desvían de forma prioritaria hacia macroprogramas terrestres concurrentes de mayor envergadura económica (como el programa ATP).



# Bibliografía

- [1] Bono alemán a 10 años.
- [2] Objetivo 8: Promover el crecimiento económico inclusivo y sostenible, el empleo y el trabajo decente para todos.
- [3] Objetivo 9: Construir infraestructuras resilientes, promover la industrialización sostenible y fomentar la innovación.
- [4] Pib de españa - producto interior bruto.
- [5] European Defence Agency. European defence agency annual report 2025. Technical report, EDA, Brussels, 2026.
- [6] Marco Agustín and Carlos Del Castillo. Indra vende Minsait Business Consulting al fondo Waterland para concentrarse en sus negocios clave. *El Confidencial*, 2026.
- [7] Airbus SE. Full year financial results 2025. Technical report, Airbus, Leiden, 2026.
- [8] BAE Systems plc. Full year results 2025. Technical report, BAE Systems, London, 2025.
- [9] Berenberg. Aerospace and defence, more rounds to fire. 2026.
- [10] Bloomberg First Word. Indra agrees to acquire satellite operator hispasat from redeia. Bloomberg Terminal News Alert, enero 2025.
- [11] Bloomberg L.P. Bloomberg terminal: Market data, consensus estimates and equity pricing, 2026. Consulted via terminal subscription.
- [12] Boletín Oficial del Estado. Relación de programas especiales de modernización (PEM) y de obtención de capacidades (POC): Reales decretos de prefinanciación de industria e importes de techo de gasto. Disposiciones Oficiales del Gobierno de España, oct 2025. Recopilación consolidada de los RR.DD. 768/2025, 813/2025, 847/2025, 848/2025, 913/2025, 914/2025, 915/2025 y 1032/2025.
- [13] Bundesministerium der Verteidigung. Sondervermögen: Special defence fund report. Technical report, Berlin, Germany, 2025.
- [14] Capital-Riesgo.es. Indra lanza un fondo de hasta 200 millones para invertir en defensa. <https://capital-riesgo.es/es/articles/indra-lanza-un-fondo-de-hasta-200-millones-para-invertir-en-defensa/>, nov 2025.
- [15] Kepler Cheuvreux. Aerospace defense: 2026 year-ahead report. 2026.
- [16] Kepler Cheuvreux. Indra, buy. 2026.

- [17] Aswath Damodaran. Country default spreads and risk premiums. [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html), 2026. NYU Stern School of Business, accessed June 2026.
- [18] Mario de Diego and Pablo Fernández Sáez. Auge de la IA en el ámbito militar y sus riesgos. Technical report, Global Affairs and Strategic Studies, Universidad de Navarra, 2025.
- [19] Rodrigo Ponce de León. Indra, la historia interminable del capitalismo español. *elDiario.es*, 2022.
- [20] Defense News. European defence spending trends, 2025. 2025.
- [21] Ministère des Armées et des Anciens combattants. Actualisation de la loi programmation militaire 2024-2030. Technical report, Paris, France, 2024.
- [22] El Español. General Dynamics va con todas contra el Gobierno: recurrirá ante la Audiencia la adjudicación de los blindados a Indra y EM&E. *El Español (Invertia)*, junio 2026.
- [23] Europa Press. Indra lanza Minsait, su nueva unidad de soluciones de transformación digital. *Europa Press Economía*, February 2016. Accedido: 8 de junio de 2026.
- [24] European Commission. Eu defence industry transformation roadmap. Technical report, European Union, 11 2025.
- [25] European Commission. Eu defence industry transformation roadmap: Unleashing disruptive innovation for defence readiness. Technical Report COM(2025) 845 final, Brussels, Belgium, 11 2025.
- [26] European Commission. Rearm europe plan: White paper on european defence. Technical report, Brussels, 2025.
- [27] Alberto Ferreres Fernandez. The rearmament era and the preparedness of spain's defence industry. *Instituto Español de Estudios Estratégicos (IEEE)*, (06/2026), 6 2026.
- [28] Gobierno de España. Plan industrial y tecnológico para la seguridad y la defensa: Ejercicio 2025. Technical report, Ministerio de Defensa, Madrid, España, 2025.
- [29] Manu Granda. El gigante militar alemán Rheinmetall se interesa en adquirir Escribano tras la fallida operación con Indra. *El País*, abril 2026.
- [30] Pere Ortega Grasa. Corporación Industrial Indra, 2003. Recopilación del artículo original de la Universidad de La Rioja / Dialnet.
- [31] Hensoldt SA. Full year results 2025. Technical report, Berlin, 2026.
- [32] Clara Hernanz Lizarraga. Indra chairman steps down after clash with Spain over deal. Bloomberg, apr 2026. Publicado el 1 de abril de 2026.
- [33] Indra. Indra firma con el ejército de tierra el contrato del sistema de armas 8x8 dragón. [https://www.indragroup.com/cms-content/importacion/200825\\_np\\_contrato\\_8x8\\_dragon\\_indra.pdf](https://www.indragroup.com/cms-content/importacion/200825_np_contrato_8x8_dragon_indra.pdf), 2020. Nota de prensa, 25 de agosto de 2020.
- [34] Indra Group. El Consejo de Indra nombra a Marc Murtra presidente ejecutivo y a Ignacio Mataix y Cristina Ruiz consejeros delegados solidarios. Comunicado Oficial de Prensa, <https://www.indragroup.com/es/noticias/consejo-indra-nombra-marc-murtra-presidente-ejecutivo-ignacio-mataix-cristina-ruiz>, May 2021. Accedido: 8 de junio de 2026.

- [35] Indra Group. Ángel Escribano nombrado presidente ejecutivo de Indra Group. Comunicado Oficial de Prensa, <https://www.indragroup.com/es/noticias/angel-escribano-nombrado-presidente-ejecutivo-indra-group>, May 2023. Accedido: 8 de junio de 2026.
- [36] Indra Group. *2024-2030 Strategic Plan: Leading the Future (Capital Markets Day)*. Indra Group, 3 2024. Presentation delivered on March 6th, 2024.
- [37] Indra Group. Ángel Simón nombrado nuevo presidente no ejecutivo de Indra Group y José Vicente de los Mozos continúa como consejero delegado y primer ejecutivo. Comunicado Oficial de Prensa, <https://www.indragroup.com/es/noticias/angel-simon-nombrado-nuevo-presidente-no-ejecutivo-de-indra-group-y-jose-vicente-de-los-mozos>-c January 2024. Accedido: 8 de junio de 2026.
- [38] Indra Group. El Plan Estratégico ‘Leading the Future’permitirá a Indra pasar a otra dimensión. Comunicado Oficial de Prensa, <https://www.indragroup.com/es/noticias/plan-estrategico-leading-future-permitira-indra-pasar-dimension>, March 2024. Presentación oficial en el Capital Markets Day. Accedido: 8 de junio de 2026.
- [39] Indra Group. Equity Story, 2024. Accedido el 19 de junio de 2026.
- [40] Indra Group. Indra crea una filial de armamento y prevé facturar mil millones con el negocio espacial en 2030. *El Economista*, 2025.
- [41] Indra Group. Indra group impulsa el talento y la innovación en guerra electrónica con la convocatoria de ideas electronic warfare open challenge, November 2025.
- [42] Indra Group. Indra group toma una participación del 37% en sparc y se convierte en accionista de la startup especializada, julio 2025.
- [43] Indra Group. Indra refuerza su posición en el mercado de sistemas aéreos con la adquisición de Aertec Defence & Aerial Systems, julio 2025.
- [44] Indra Group. Indra strengthens its position in the global air traffic control simulation market with the acquisition of Micro Nav and Global ATS, febrero 2025.
- [45] Indra Group. The ‘Leading the Future’Strategic Plan celebrates its first anniversary, with Indra Group consolidating its position as the flagship Spanish multinational in the aerospace and defence industries. Official Press Release, Madrid, 2025.
- [46] Indra Group. Contrato transport for london, 2026.
- [47] Indra Group. Resultados FY 2025: Indra Group supera todos sus objetivos en 2025 y fija para 2026 unos objetivos aún más ambiciosos a los previstos en su plan estratégico ‘Leading the Future’. Informe financiero de resultados, 2026.
- [48] Indra Group. Sobre Indra: Compañía global de tecnología y defensa. <https://www.indragroup.com/es/sobre-indra>, 2026.
- [49] Indra Sistemas. Master breakdown and financial projections: Spanish special modernization programs (pems) 2025-2032. Internal Corporate Dataset, 2025. Datos internos suministrados directamente por la empresa e informes de adjudicación de contratos públicos.
- [50] Indra Sistemas. First quarter 2026 financial results conference call. Transcripción oficial de la presentación de resultados, abril 2026.

- [51] Indra Sistemas, S.A. Cuentas anuales consolidadas del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2025 e informe de gestión. Annual audit report, Indra Group, Madrid, España, 2026. Informe de Auditoría emitido por Deloitte S.L.
- [52] Infodefensa. Indra cierra la compra de el tallerón en gijón y avanza en su plan para fabricar vehículos militares y carros de combate, July 2025.
- [53] Infodefensa. Validación segura de nuevas tecnologías en sistemas de defensa. *Infodefensa.com*, 9 2025.
- [54] Infodefensa. Indra ultima un acuerdo con Rheinmetall para fabricar el nuevo obús sobre ruedas del Ejército de Tierra español, junio 2026.
- [55] Infodefensa. Indra y Santa Bárbara buscan la paz y negocian una alianza en programas de defensa terrestres, junio 2026.
- [56] Infodefensa. *Spain Defence & Security Industry 2026: Las claves para un ciclo expansivo*. Infodefensa.com, Madrid, España, 14<sup>a</sup> edition, 2026.
- [57] Instituto Nacional de Estadística (INE). Estadística estructural de empresas: sector industria. <https://www.ine.es/>. Accedido: 2026.
- [58] Instituto Nacional de Estadística (INE). Estadística sobre actividades de I+D: sector empresas. <https://www.ine.es/>. Accedido: 2026.
- [59] Investing.com. Rendimiento del bono de España a 10 años - Datos históricos. <https://es.investing.com/rates-bonds/spain-10-year-bond-yield-historical-data>, 2026. Accedido el 30 de junio de 2026.
- [60] Jesús María Izquierdo Rodríguez. El gasto en defensa en España. el objetivo del 2 por 100 del PIB. *Instituto Español de Estudios Estratégicos (IEEE)*, (47/2025), 6 2025.
- [61] Barney Jopson. Pacifist Spain looks to build a homegrown defence champion. *Financial Times*, 7 2025.
- [62] Leonardo S.p.A. Full year results 2025. Technical report, Rome, 2026.
- [63] Ministerio de Defensa. Anexo: Desagregación de las partidas del plan industrial y tecnológico de la seguridad y defensa (PITSD). Anexo Presupuestario Oficial, 2025. Detalle analítico del techo de inversión inicial de 10.471,14 millones de euros distribuido por bloques de capacidades.
- [64] Ministerio de Defensa. Anexo: Desagregación de las partidas del plan y programas especiales de modernización (pems). Technical report, Secretaría de Estado de Defensa, 2025. Documentación técnica de programas de armamento.
- [65] Ministerio de Defensa. Catálogo industria española de defensa. Technical report, Secretaría General Técnica, Madrid, España, 2025. Sexta edición, NIPO: 083-25-038-5.
- [66] Ministerio de Defensa. Contribución/esfuerzo de España en la OTAN: Programas especiales de modernización y de obtención de capacidades. Technical report, Secretaría de Estado de Defensa (SEDEF), GABTEC, Madrid, España, jan 2026. Documento oficial de la Secretaría de Estado de Defensa emitido el 12 de enero de 2026.
- [67] NATO. Defence expenditure of NATO members (2014-2025). Technical report, North Atlantic Treaty Organization, 7 2025.

- [68] Observatorio de Complejidad Económica (OEC). Datos de complejidad de los países y productos. <https://oec.world/es>. Accedido: 2026.
- [69] Pere Ortega Grasa. Indra en el consorcio militar español. 2003.
- [70] PricewaterhouseCoopers. Impacto económico y social de la industria de defensa, seguridad, aeronáutica y espacio (2024). Technical report, TEDAE (Asociación Española de Empresas Tecnológicas de Defensa, Seguridad, Aeronáutica y Espacio), Madrid, España, 10 2025.
- [71] Rheinmetall AG. Full year report 2025. Technical report, Düsseldorf, 2026.
- [72] Saab SA. Full year results 2025. Technical report, 2026.
- [73] Secretaría de Estado de Comercio. Estadísticas españolas de exportación de material de Defensa, de otro material y de productos y tecnologías de doble uso: Primer Semestre 2024. Technical report, Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, 2024.
- [74] Stockholm International Peace Research Institute. SIPRI military expenditure database, 2025.
- [75] Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI). Armaments, Disarmament and International Security report. Technical report, SIPRI, 2024.
- [76] TESS Defence. Sitio web oficial, 2026.
- [77] Thales Group. Full year results 2025. Technical report, La Défense, 2025.
- [78] Carlos J. Treviño Peinador. Indra: Modeling spain's pem defense programs. European equity research, Santander Corporate & Investment Banking, Spain, dec 2025. Published on December 2, 2025.
- [79] U.S. Department of Defense. Fiscal year 2026 defense budget request and justification. Technical report, Office of the Under Secretary of Defense (Comptroller), Washington D.C., 2025.
- [80] Adam Wood. Indra: Building a space business - indra to acquire hispasat. Morgan Stanley Equity Research Report, febrero 2025.
- [81] Adam Wood. Indra: No deal, now what? Morgan Stanley Equity Research Report (20 de marzo), marzo 2026.

