Informe temático · Market research · Defensa

Defensa europea: el gasto sube a 454 bn€ y las carteras cubren hasta 5,8 años de ventas, pero el múltiplo depende de Ucrania

Ocho cotizadas con cartera récord y el PER de 12 meses en 21,5x. A 1.090 €, Rheinmetall paga el 62 % de su plan de 2030. La cesta a 12 meses va de −19 % a +32 %.

SDN Research · Informe temático · Datos a cierre del 16-10-2026

PUNTOS CLAVE

- El dinero ya está votado: la UE gastó 418 bn€ en 2025 y prevé 454 bn€ en 2026 [S001], y Alemania pasa de 82 a 109 bn€ de gasto ordinario en 2027 [S011].
- Las carteras ya superan la capacidad de entrega: cubren entre 2,2 y 5,8 años de ventas y el cuello de botella es producir, no pedir [S028].
- El precio no es igual de exigente en todas: Rheinmetall paga el 62 % de su objetivo de ventas de 2030 e Indra, un crecimiento del 14 % anual. Nuestro rango a 12 meses para la cesta, sin dividendos, va de −19 % a +32 %: **lo que más mueve el resultado es el múltiplo, que depende de Ucrania, y no el pedido**.

Pregunta central. ¿Cuánto del gasto europeo en defensa ya está en el precio de las cotizadas, y qué pasa con la cesta si Ucrania firma un alto el fuego? Miramos el presupuesto (UE, OTAN, Alemania, España), las carteras y la capacidad de ocho compañías, y qué crecimiento pagan hoy Rheinmetall e Indra.

DATOS CLAVE

Gasto en defensa UE-27
418 → 454 bn€
2025 → 2026E, 2,2 % → 2,4 % del PIB

Objetivo OTAN a 2035
3,5 % + 1,5 %
Europa y Canadá 2026E: 2,53 %

Cartera Rheinmetall / Indra
80,5 / 20,5 bn€
Junio de 2026: 5,8x y 2,9x las ventas de 2026E

Cesta de 8 a 12 m
−19 % / +9 % / +32 %
Bear / base / bull, sin dividendos · cálculo SDN

Nº 029 · DISTRIBUCIÓN PÚBLICA · ANÁLISIS INDEPENDIENTE

Documento informativo; no es una recomendación de inversión. Aviso legal al final.

EXHIBIT A SNAPSHOT: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Gasto UE-27	418 bn€ en 2025 (+20 %) · 454 bn€ en 2026E · 547 bn€ en 2029 con la tendencia [S001]	El gasto sube hasta 2029 aunque no se apruebe nada nuevo
Objetivo OTAN	3,5 % núcleo + 1,5 % conexo a 2035; cinco aliados ya superan el 3,5 % en 2026E [S002][S004]	Polonia y los bálticos llegaron; Alemania sube del 2,8 % al 3,5 % en 2029 [S011]
España	2,0 % del PIB y 35.419 M€ en 2026 según el Gobierno; dice tener excepción al 5 % [S005][S033]	El gasto español crece sin pasar por el objetivo de la OTAN; Indra es el canal
Ucrania	Conversaciones atascadas; Putin las ve poco probables; plan EE. UU.-Europa en elaboración [S013][S014]	La noticia mueve más las acciones que cualquier pedido
Carteras 1S26	Rheinmetall 80,5 bn€ · BAE 84,0 bn£ · Leonardo ~59 bn€ · Thales 52,4 bn€ · Indra 20,5 bn€ [S015][S022][S020][S021][S019]	Mediana de 2,9x las ventas de 2026E
Valoración	PER de 12 m mediano de 21,5x; Rheinmetall 21,9x, Indra 20,1x, Saab 35,8x [S026]	Los pesos pesados de la cartera cotizan como industriales caros, no como cíclicos
Precio desde el máximo	Rheinmetall −45 % · Kongsberg −26 % · Leonardo −24 % · Indra −4 % [S027]	El mercado ya ha castigado el riesgo de paz en las más expuestas

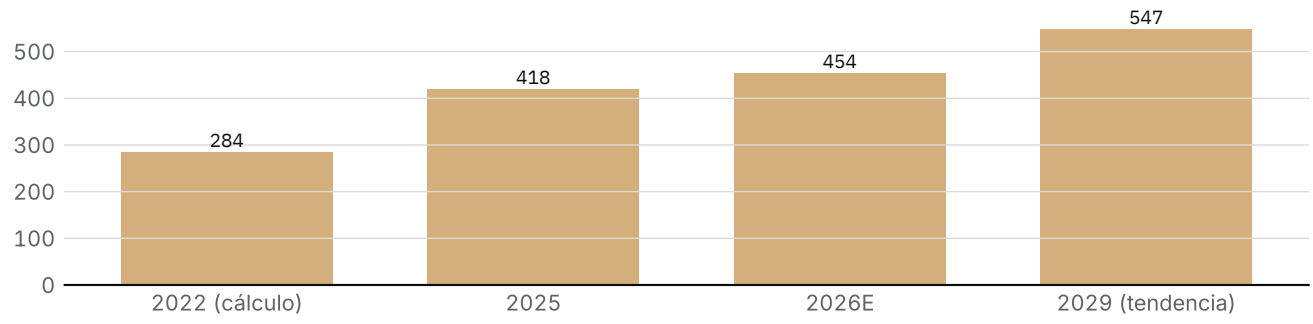
Fuente: EDA [S001]; OTAN vía Reuters [S002]; CSIS [S004]; Gobierno de España [S005]; Yahoo Finance a 16-10-2026 [S026][S027]; resultados de las compañías. Datos a cierre del 16-10-2026.

01 Europa gasta 418 bn€ en 2025 y 454 bn€ en 2026, y la senda llega a 547 bn€ en 2029

GASTO

El gasto ya no es una promesa, es una partida. La Agencia Europea de Defensa cifra el gasto de los 27 en 418 bn€ en 2025, un 20 % más que en 2024 y el 2,2 % del PIB, con 115 bn€ en compra de equipamiento y 17 bn€ en I+D [S001]. Para 2026 prevé 454 bn€ (2,4 % del PIB) y, si se mantiene la tendencia, hasta 547 bn€ en 2029 [S001]. Europa y Canadá subieron su gasto núcleo unos 139.000 M US$ solo en 2025 [S009].

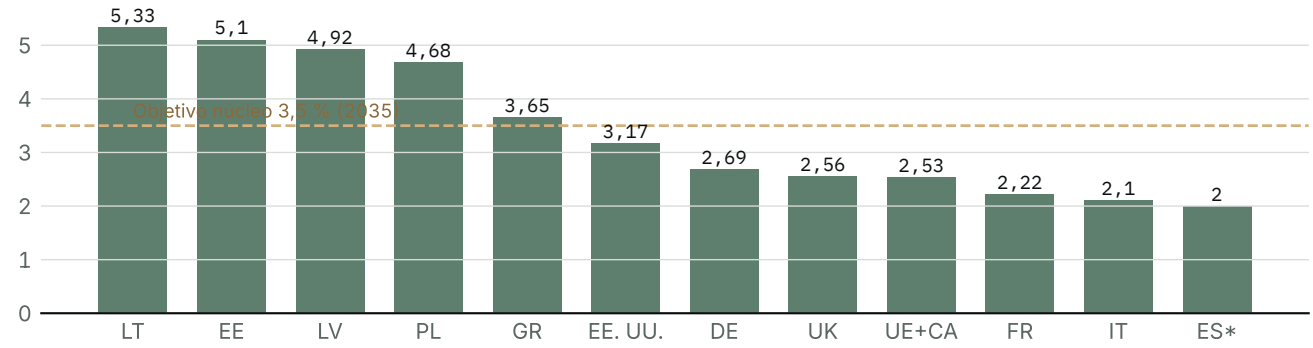
EXHIBIT 1 GASTO EN DEFENSA DE LA UE-27 (BN€): DEL 2022 A LA SENDA HASTA 2029



Fuente: EDA [S001]. 2022 = 418 / 1,47 (la EDA cifra un +47 % acumulado desde 2022): cálculo SDN. 2029 es la proyección de la EDA con la tendencia actual, no un compromiso.

El objetivo de la OTAN es 3,5 % + 1,5 % a 2035, pero el reparto es muy desigual. Según las estimaciones de la propia OTAN, en 2026 cinco aliados superan el 3,5 % del PIB en gasto núcleo (Lituania 5,33 %, Estonia 5,1 %, Letonia 4,92 %, Polonia 4,68 % y Grecia 3,65 %) [S002]. Los grandes están lejos: Alemania 2,69 %, Reino Unido 2,56 %, Francia 2,22 % e Italia 2,1 % [S002]. En conjunto Europa y Canadá gastan el 2,53 % y unos 634.000 M US$ [S002][S003]. En la cumbre de Ankara (7-8 de julio) los aliados anunciaron más de 50.000 M US$ de nuevas compras [S009].

EXHIBIT 2 GASTO NÚCLEO EN DEFENSA, % DEL PIB EN 2026E: SOLO CINCO ALIADOS PASAN EL 3,5 %



Fuente: OTAN, estimaciones de julio de 2026, vía Reuters [S002]. *España: 2,0 % según el Gobierno [S005], no figura en la tabla de la OTAN citada. Precios constantes.

02 El dinero llega por tres vías: presupuestos nacionales, préstamos SAFE y la excepción fiscal

INSTRUMENTOS

Alemania es el mayor motor. El gabinete aprobó el 6 de julio un presupuesto de Defensa núcleo de 109,0 bn€ para 2027, frente a 82,2 bn€ en 2026, y el Ministerio pide casi 140 bn€ si se suman los cerca de 30 bn€ del fondo especial [S011][S010]. Berlín prevé pasar del 2,8 % del PIB en 2026 al 3,5 % desde 2029 [S011]. La comisión de presupuestos lo ve el 12 de noviembre y el pleno vota el 27 [S010]. **SAFE** son 150 bn€ en préstamos a diez años para compras conjuntas, dentro del plan ReArm Europe de más de 800 bn€ hasta 2030, que además permite desviar hasta el 1,5 % del PIB al año con la cláusula nacional de escape [S006][S008].

EXHIBIT B INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN Y SU ESTADO A 16-10-2026

INSTRUMENTO	CANTIDAD	ESTADO A 16-10-2026	QUIÉN COBRA
Presupuesto alemán 2027	109,0 bn€ núcleo (82,2 en 2026); ~140 bn€ con fondo especial [S011][S010]	Aprobado en gabinete; votación del pleno el 27-11	Rheinmetall y Hensoldt, las de mayor exposición alemana (lectura SDN)
SAFE (préstamos UE)	150 bn€; Polonia 43,7, Rumanía 16,7, Francia 16,2, Italia 14,9, España 1,0 (provisional) [S007]	Primeros pagos del 15 % en junio-agosto a Chipre, Lituania, Grecia y Estonia [S006]	Industria europea: compras con al menos dos países
ReArm Europe / cláusula de escape	>800 bn€ hasta 2030; hasta el 1,5 % del PIB al año durante cuatro años [S008]	Número de Estados con la cláusula activada: SIN VERIFICAR	Presupuestos nacionales: Italia, España, Francia
OTAN, Ankara	>50.000 M US$ de compras anunciadas [S009]	Declaración del 8-07-2026	Defensa aérea, vigilancia, munición
España (PEM, EDIP, SAFE)	10.400 M€ movilizados; 35.419 M€ de gasto en 2026 [S005]	Fuente: el propio Gobierno	Indra y Leonardo/IDV (vehículo anfibio VAC-IM) [S019]

Fuente: Comisión Europea [S006]; Liga.net sobre la Comisión [S007]; Bird & Bird [S008]; Brussels Signal [S009]; Defense News [S010]; Reuters [S011]; Gobierno de España [S005]. El reparto de SAFE es la asignación provisional de septiembre de 2025.

DETALLE QUE IMPORTA

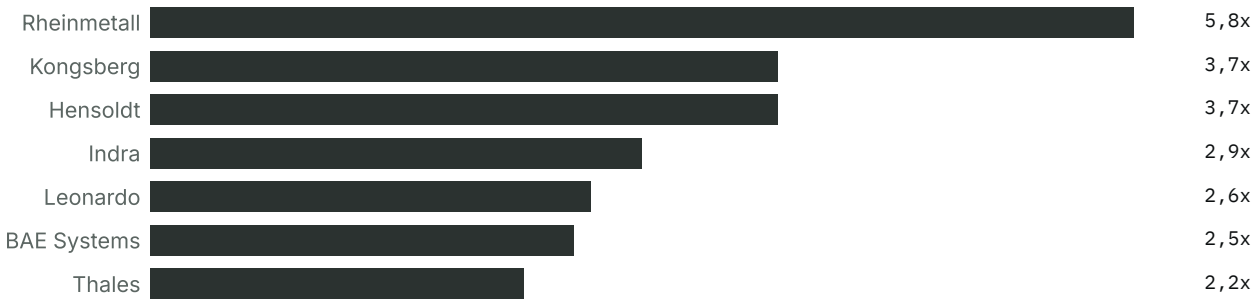
España gasta, pero fuera del objetivo. El Gobierno dice que consolida el 2 % del PIB en 2025 y 2026, con 35.419 M€ y casi 15.000 M€ en equipamiento en 2025 [S005]. Afirma tener una excepción pactada con la OTAN y una revisión en 2029, mientras la propia OTAN dice que no hay exenciones [S033]. Para Indra la política es lo de menos: el gasto sale de programas especiales de modernización que ya tiene firmados, con 7.207 M€ más de cartera de Defensa solo en el semestre [S019].

03 Las carteras cubren de 2,2 a 5,8 años de ventas, y el límite es fabricar

CAPACIDAD

La cartera ya supera a la capacidad de entrega. A junio, Rheinmetall tiene 80,5 bn€ (un 44 % más que hace un año y el 70 % en firme), BAE 84,0 bn£ récord, Leonardo unos 59 bn€, Thales 52,4 bn€, Indra 20,5 bn€ (más del doble), Kongsberg 157,5 bn NOK y Hensoldt 10,4 bn€ [S015][S016][S022][S020][S021][S019][S025][S024]. Dividida por las ventas esperadas de 2026, la cobertura va de 2,2x en Thales a 5,8x en Rheinmetall [S026]. La de Saab no se puede calcular: su comunicado no da la cartera y la cifra de un resumen de Quartr queda sin verificar [S023][S032].

EXHIBIT 3 CARTERA A JUNIO DE 2026 DIVIDIDA POR LAS VENTAS ESPERADAS DE 2026 (AÑOS DE VENTAS)



Fuente: Carteras de las compañías [S015][S025][S024][S019][S020][S022][S021]; ventas esperadas de Yahoo Finance a 16-10-2026 [S026]. Cálculo SDN. Saab excluida (cartera sin verificar). Las carteras vienen en moneda propia y las ventas también.

Los síntomas del cuello de botella ya están en la caja. Rheinmetall informó de acumulación de existencias y anticipos retrasados en el semestre [S016]; Hensoldt cerró con un flujo de caja libre ajustado de −136 M€ y Leonardo con −249 M€ [S024][S020]. BAE (1.791 M£) e Indra (1.487 M€) lucen caja alta, pero por anticipos de clientes: sin los anticipos de los programas especiales el FCF de Indra habría sido de 15 M€ [S022][S019]. Varias fuentes coinciden en que la restricción ya no es el presupuesto sino la capacidad industrial [S028][S029].

> VARIABLE CLAVE
>
> **La conversión de cartera en ventas y en caja,** no la entrada de pedidos. Si los anticipos (hoy 'caja prestada') se revierten al entregar y los márgenes no suben, el flujo de caja de 2027 decepciona aunque el pedido siga entrando. Es lo primero que miramos en los resultados de nueve meses.

04 Las ocho crecen entre el 7 % y el 39 %, pero con márgenes de 8 a 16 % y definiciones distintas COMPAÑÍAS

Rheinmetall vendió 5.227 M€ en el semestre (+39 %) con un margen operativo del 15,0 % (17,1 % en el segundo trimestre), pero recortó la guía de ventas de 2026 a 13,7-14,2 bn€ por la pérdida del contrato de fragatas F126 y espera acabar el año con 100-120 bn€ de cartera, según el pedido de Boxer [S015][S016]. Su objetivo de noviembre de 2025 es 50 bn€ de ventas y más del 20 % de margen en 2030 [S017]. **Indra** crece un 30 % (orgánico 16 %), con la Defensa orgánica en +59 %, un margen EBIT del 9,9 % y 1.033 M€ de caja neta; cambió de presidente en abril y de consejero delegado en junio, y aparcó la fusión con EM&E [S019] [S030]. **Leonardo** sube la guía de EBITA a ~2,21 bn€ y su ROS es del 7,8 %, el más bajo del grupo, con la compra de IDV aportando 6 bn€ de cartera [S020]. **Thales** crece más despacio (+6,7 %) pero con el 12,5 % de margen y pedidos +21 % [S021]. **BAE** sube la guía por segunda vez (ventas +8-10 %, EBIT +10-12 %) [S022]. **Saab** facturó un 28,6 % más en el segundo trimestre (EBIT 11,0 %) y firmó 47 bn SEK en submarinos para Polonia [S023]. **Hensoldt** duplica los pedidos (2.812 M€), pero concentra el margen en el cuarto trimestre: 11,8 % en el semestre frente a 18,5-19,0 % de guía [S024]. **Kongsberg** gana un 31 % con un margen EBIT del 16,1 % y cartera de 157,5 bn NOK, tras escindir Maritime en abril [S025].

EXHIBIT C **RESULTADOS DEL ÚLTIMO PERIODO: VENTAS, MARGEN, CARTERA, PEDIDOS Y GUÍA DE 2026**

COMPAÑÍA	PERIODO	VENTAS (INTERANUAL)	MARGEN (DEFINICIÓN)	CARTERA	PEDIDOS	GUÍA DE 2026
Rheinmetall	1S26	+39,4 %	15,0 % (resultado operativo)	80,5 € bn	16,2	Ventas 2026: 13,7-14,2 bn€; margen operativo ~19 %
Indra	1S26	+29,7 %	9,9 % (EBIT)	20,5 € bn	5,0	Ventas 2026 >7.000 M€; EBIT >700 M€; FCF >375 M€
Leonardo	1S26	+12,2 %	7,8 % (ROS (EBITA))	58,6 € bn	16,3	Ventas ~22,1 bn€; EBITA ~2,21 bn€ (subida)
Thales	1S26	+6,7 %	12,5 % (EBIT ajustado)	52,4 € bn	12,5	Crecimiento orgánico 6-7 %; margen EBIT ajustado 12,6-12,8 %
BAE Systems	1S26	+9,0 %	10,8 % (EBIT subyacente)	84,0 £ bn	16,4	Ventas +8-10 %; EBIT subyacente +10-12 % (subida)
Saab	2T26	+28,6 %	11,0 % (EBIT)	SIN VERIFICAR	68,4	Sin guía numérica nueva en el comunicado
Hensoldt	1S26	+23,6 %	11,8 % (EBITDA ajustado)	10,4 € bn	2,8	Ventas ~2,75 bn€; margen EBITDA ajust. 18,5-19,0 % (peso en 4T)
Kongsberg	2T26	+31,3 %	16,1 % (EBIT)	157,5 NOK bn	17,1	Ventas 2026 > 2025; ambición 100 bn NOK en 2029

Fuente: Rheinmetall [S015]; Indra [S019]; Leonardo [S020]; Thales [S021]; BAE [S022]; Saab [S023]; Hensoldt [S024]; Kongsberg [S025]. Pedidos en bn de moneda propia (Saab 2T, Kongsberg 2T). Los márgenes no son comparables entre sí. Cartera de Saab SIN VERIFICAR.

05 El sector cotiza a 21,5x BPA de 12 meses, y a Rheinmetall se le exige un BPA +42 % en 2027

VALORACIÓN

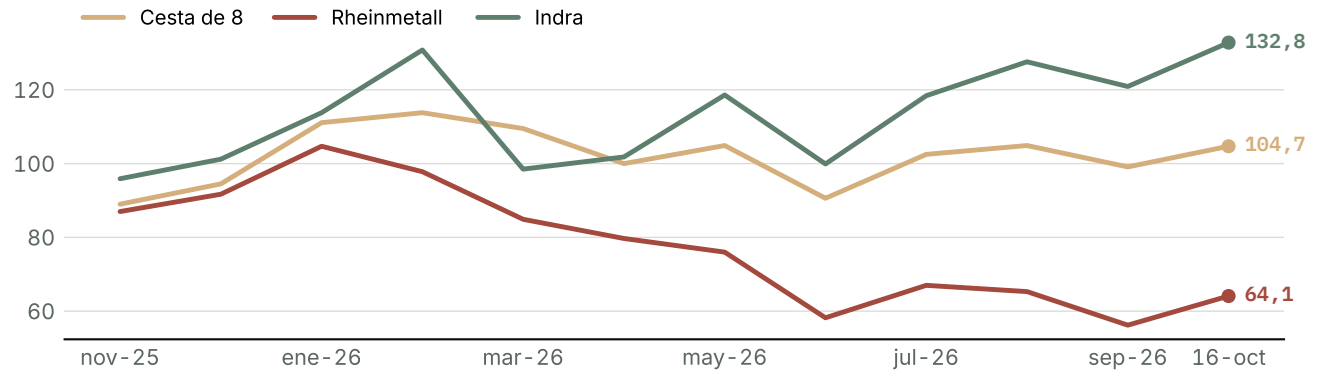
El mercado ya ha separado a las ocho. Desde octubre de 2025 Rheinmetall ha caído un 36 % y está un 45 % por debajo de su máximo de 52 semanas, mientras Indra ha subido un 33 % y está a un 4 % del suyo [S027]. La cesta apenas ha ganado un 5 % [S027]. El 16-10 el sector subió con fuerza (Rheinmetall +6,3 %, Leonardo +4,7 %, Hensoldt +6,0 %): una fuente lo liga al abandono de un acuerdo de alto el fuego energético, sin confirmación en otra [S031]. Por múltiplos, Saab (34,2x PER 2027E), Hensoldt (35,2x) y Kongsberg (27,7x) ya descuentan crecimiento largo; Leonardo (17,6x) y Thales (18,9x) están en la parte baja [S026].

EXHIBIT D VALORACIÓN DE LAS OCHO COTIZADAS (CIERRE DEL 16-10-2026)

COMPAÑÍA	PRECIO	PER 2026E	PER 2027E	BPA 27E VS 26E	DESDE MÁX. 52 S
Rheinmetall	1.090,20 EUR	29,3x	20,6x	+42 %	−45 %
Indra	63,68 EUR	23,2x	19,4x	+19 %	−4 %
Leonardo	50,42 EUR	21,1x	17,6x	+20 %	−24 %
Thales	234,00 EUR	21,6x	18,9x	+15 %	−15 %
BAE Systems	19,84 GBP	23,5x	20,7x	+14 %	−16 %
Saab	650,20 SEK	43,5x	34,2x	+27 %	−13 %
Hensoldt	87,86 EUR	46,1x	35,2x	+31 %	−15 %
Kongsberg	315,30 NOK	43,0x	27,7x	+55 %	−26 %

Fuente: Yahoo Finance a 16-10-2026: precios y BPA de consenso [S026][S027]. PER = precio / consenso: cálculo SDN. Capitalización, EV/EBITDA y dividendo quedan sin verificar: ninguna de las ocho presenta cuentas en la SEC y el XBRL de la CNMV no da las acciones de Indra. Mediana de PER 2027E: 20,6x.

EXHIBIT 4 CESTA EQUIPONDERADA DE LAS 8, RHEINMETALL E INDRA FRENTE A OCTUBRE DE 2025 (BASE 100, MONEDA LOCAL)



Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales y cierre del 16-10-2026 [S027]. Cálculo SDN: cesta equiponderada en moneda local, sin dividendos. Base 100 = cierre de octubre de 2025.

06 A 1.090 €, Rheinmetall paga el 62 % de su plan de 2030; Indra paga un crecimiento del 14 % anual

LO QUE PIDE EL PRECIO

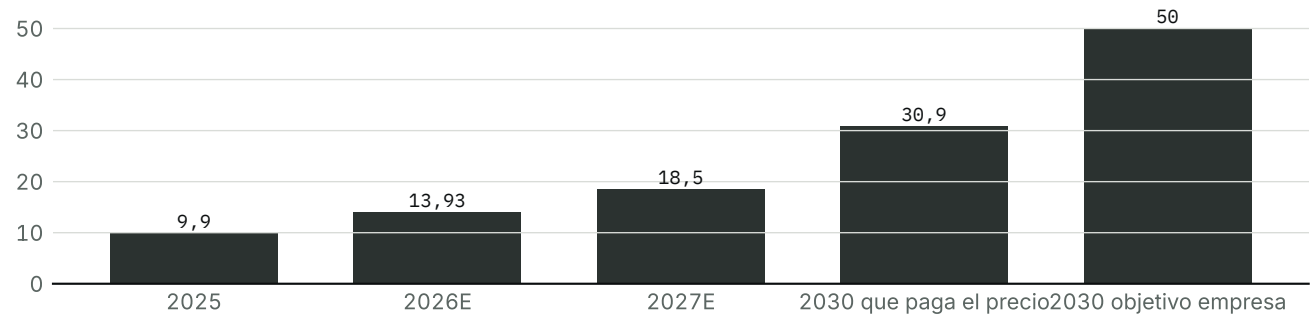
Método. Preguntamos qué beneficio por acción de 2030 hace falta para ganar un 9 % anual hasta el 31-12-2030 (4,21 años) si el mercado paga 18x al salir. Lo convertimos en EBIT haciendo crecer el de la guía de 2026 al mismo ritmo que el BPA, y en ventas con un margen objetivo. Es un DCF inverso simplificado, sin proyectar caja, porque las carteras aún están financiadas con anticipos.

EXHIBIT E LO QUE DESCUENTA HOY EL PRECIO DE RHEINMETALL E INDRA

VARIABLE	RHEINMETALL	INDRA
Precio 16-10-2026	1.090,2 €	63,68 €
Precio exigido a fin de 2030 (9 % anual)	1.567 €	92 €
BPA de 2030 necesario (PER de salida 18x)	87,0 €	5,08 €
BPA 2027E de consenso → CAGR 2027-30 necesario	53,0 € → 17 %	3,28 € → 15 %
EBIT de 2030 necesario	6,2 bn€	1,29 bn€
Margen supuesto en 2030	20 %	11 %
Ventas de 2030 necesarias	30,9 bn€	11,8 bn€
Ventas 2026E (consenso) y CAGR 2026-30 necesario	13,9 bn€ → 22 %	7,0 bn€ → 14 %
Objetivo de la empresa	50 bn€ y >20 % de margen: el precio paga el 62 % [S017]	Plan estratégico pendiente (SIN VERIFICAR) [S030]

Fuente: Yahoo Finance a 16-10-2026 [S026]; guía de ventas y margen de Rheinmetall [S015]; guía de EBIT de Indra [S019]; objetivo de Rheinmetall [S017]. Cálculo SDN con rentabilidad exigida del 9 %, PER de salida de 18x (juicio SDN), sin dividendos. Para Indra la guía de EBIT (>700 M€) es un suelo, así que el EBIT necesario también lo es.

EXHIBIT 5 RHEINMETALL: VENTAS DE 2030 QUE PAGA EL PRECIO FRENTE AL OBJETIVO DE LA EMPRESA (BN€)



Fuente: Ventas 2025 de Rheinmetall [S015]; consenso de Yahoo Finance [S026]; ventas de 2030 que paga el precio: cálculo SDN, tabla E; objetivo de la empresa [S017].

Rheinmetall. La acción necesita ventas de 31 bn€ en 2030, es decir, crecer un 22 % anual desde la guía de 2026, con un margen del 20 %; eso es el 62 % del plan de la empresa. Con una rentabilidad exigida del 8-10 % y un PER de salida de 15-21x, la cifra se mueve entre 26 y 39 bn€. El colchón está en el volumen (cartera de 80,5 bn€ y 5,8x las ventas); el riesgo está en la ejecución, porque la guía de 2026 ya bajó y el 'Boxer' de más de 12 bn€ no está firmado [S015][S018]. **Indra.** Necesita 11,8 bn€ de ventas en 2030 con un 11 % de margen, un 14 % anual desde los 7,0 bn€ de 2026, algo menos de lo que ya ha crecido (+30 % con adquisiciones, +16 % orgánico) [S019]. Su cartera es 2,9x las ventas, pero parte del crecimiento viene de compras (377 M€ en el semestre), de modo que el reto es sostener el orgánico [S019].

> **NO CONTAR DOS VECES**
>
> Los 1.033 M€ de caja neta de Indra y buena parte del flujo de BAE y Rheinmetall son anticipos de clientes. Valoramos por BPA y no por caja precisamente para no sumar dos veces un dinero que se gastará al fabricar [S019][S022].

LEYENDO AL MERCADO

Rheinmetall cotiza 45 % por debajo de su máximo y a 21,9x BPA de 12 meses: el mercado ya ha puesto precio a que parte del plan no llegue. Indra, a 20,1x y a 4 % de su máximo, descuenta que el crecimiento se mantiene. Las dos apuestas son distintas aunque el titular (defensa europea) sea el mismo [S026] [S027].

07 A 12 meses la cesta oscila entre −19 % y +32 %: el múltiplo pesa más que el BPA

ESCENARIOS

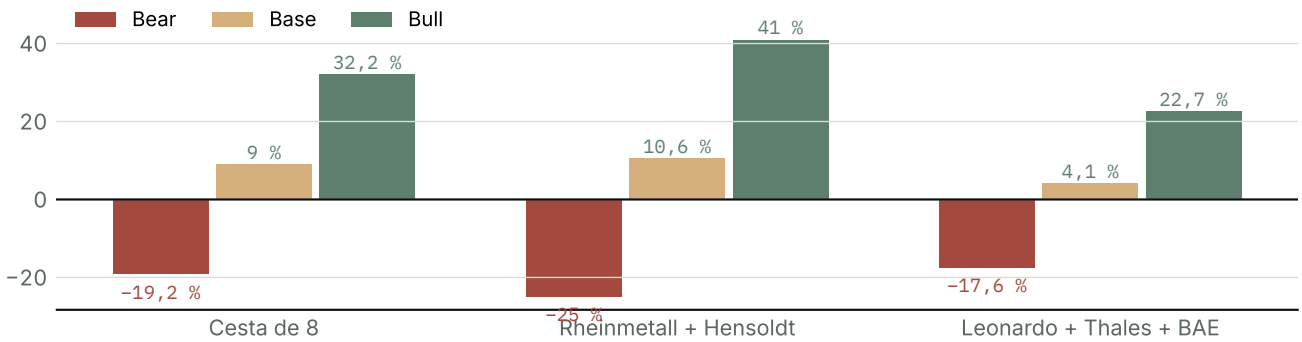
Mecánica. Para cada compañía: precio a 12 meses = PER de 12 meses actual × (1 + Δ múltiplo) × BPA de los siguientes 12 meses, sin dividendo: su rentabilidad queda sin verificar. El BPA futuro es el consenso de 2027 (Yahoo) y un BPA de 2028 que crece una fracción del crecimiento esperado de 2027 (máximo 35 %), con una revisión del consenso. El Δ múltiplo del bear y del base se multiplica por una sensibilidad a la paz de cada compañía (Rheinmetall 1,3; Hensoldt 1,1; Saab 1,0; Kongsberg 0,9; Leonardo 0,8; Indra 0,7; BAE y Thales 0,6), juicio SDN basado en que los analistas ven más expuesta la maquinaria terrestre [S034]. Son cálculos sobre consenso, no precios objetivo.

EXHIBIT F **MECÁNICA DE LOS TRES ESCENARIOS DE LA CESTA (8 COMPAÑÍAS, 12 MESES)**

ESCENARIO	Δ PER DE 12 M	REVISIÓN DEL BPA	BPA 2028 VS 2027	QUÉ LO DISPARA	QUÉ LO INVALIDARÍA
Bear · Alto el fuego creíble	−25 % × sensibilidad	−8 %	35 % del crecimiento de 2027	Alto el fuego en la línea actual con garantías de seguridad [S014]; retrasos y recortes de guía como F126 [S015]	Que Rusia siga atacando y rechace el plan [S012] [S013]; Boxer y SAFE firmados antes de fin de año
Base · Meseta: el backlog se factura	−10 % × sensibilidad	0 %	65 % del crecimiento de 2027	El backlog se factura al ritmo previsto, sin acuerdo de paz y con el múltiplo cediendo por maduración	Una guía a la baja generalizada o un alto el fuego firmado
Bull · Gasto OTAN se ejecuta	+5 %	+3 %	80 % del crecimiento de 2027	Presupuesto alemán aprobado, Boxer firmado, SAFE desembolsado y conversión de caja por encima de lo previsto [S010][S018]	Un pinchazo de cartera o una caída de márgenes en los resultados de nueve meses

Fuente: Cálculo SDN sobre consenso de Yahoo Finance [S026]. Las sensibilidades a la paz, el recorte del bear (−8 %), el tope del 35 % al crecimiento de 2028 y el factor de 2028 son juicio SDN. No son precios objetivo.

EXHIBIT 6 **RENTABILIDAD DE PRECIO A 12 MESES POR ESCENARIO (%, SIN DIVIDENDOS): CESTA Y DOS SUBGRUPOS**



Fuente: Cálculo SDN con consenso de Yahoo Finance a 16-10-2026 [S026]. Equiponderado. Sin dividendos: su rentabilidad queda sin verificar.

EXHIBIT G RENTABILIDAD DE PRECIO A 12 MESES POR COMPAÑÍA Y ESCENARIO (%, SIN DIVIDENDOS)

COMPAÑÍA	PER DE 12 M HOY	BEAR	BASE	BULL
Rheinmetall	21,9x	−26 %	+13 %	+46 %
Indra	20,1x	−17 %	+6 %	+25 %
Leonardo	18,2x	−20 %	+5 %	+26 %
Thales	19,4x	−16 %	+4 %	+21 %
BAE Systems	21,2x	−17 %	+3 %	+21 %
Saab	35,8x	−22 %	+8 %	+33 %
Hensoldt	37,0x	−24 %	+9 %	+36 %
Kongsberg	29,9x	−11 %	+26 %	+49 %
Cesta equiponderada	21,5x (mediana)	−19 %	+9 %	+32 %

Fuente: Cálculo SDN con consenso de Yahoo Finance a 16-10-2026 [S026]. Kongsberg y Hensoldt dependen de un BPA de 2027 de consenso con 7-9 analistas en Kongsberg y 12 en Hensoldt y de un crecimiento muy alto: leer con cautela.

ASIMETRÍA

El rango es amplio y el base (+9 %) depende de que el múltiplo ceda poco: cada 10 puntos de recorte de múltiplo restan unos 12 puntos a la cesta, y el escenario base llega a cero si el PER de 12 meses cae un 16 % [cálculo SDN]. A favor juega que el BPA de consenso de 2027 crece un 14-55 % [S026]; en contra, que ese crecimiento es la parte más expuesta a una revisión a la baja.

CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN

La defensa europea tiene dinero y cartera, pero el precio ya paga una parte de la ejecución. Rheinmetall ofrece margen en el volumen pero no en el calendario; Indra tiene el menor riesgo de paz de las ocho pero el crecimiento orgánico es la incógnita; BAE y Thales son las más defensivas (de −16 % a −17 % en el bear y +21 % en el bull). No es una recomendación de compra.

08 Los riesgos son un alto el fuego que baje los múltiplos, la ejecución y la fábrica, por este orden

RIESGOS

1. Alto el fuego en Ucrania. Es el riesgo que más mueve las cotizadas: en noviembre de 2025 Rheinmetall cayó casi un 5 % en un día con el plan de paz de EE. UU. y Bernstein considera el alto el fuego como la pérdida del catalizador principal [S034]. A 16 de octubre las conversaciones están atascadas: Putin dice a Trump que reanudarlas es poco probable, Rusia intensifica los ataques y Washington y Europa preparan un plan a cambio de un alto el fuego en la línea actual [S012][S013][S014]. **2. Ejecución.** El contrato F126 de Rheinmetall se perdió, su guía de 2026 bajó y el caso Escribano deja a Indra con dos cambios de mando en el segundo trimestre [S015][S019][S030]. **3. Cuellos de botella.** Capacidad, existencias y anticipos pueden retrasar ventas y caja [S016][S028][S029]. **4. Valoración.** Saab, Hensoldt y Kongsberg cotizan a más de 27x BPA de 2027 y no admiten un fallo de guía [S026].

09 Cuatro señales dicen si el escenario se mueve

VIGILAMOS

- **Ucrania.** La ronda trilateral prevista antes de fin de octubre y cualquier texto de alto el fuego con garantías: si se firma, el múltiplo del bear entra en juego antes que el BPA [S013][S014].

- **Alemania.** Comisión de presupuestos el 12-11 y pleno el 27-11; un recorte del núcleo de 109 bn€ o un retraso de Boxer (más de 12 bn€) cambia el 4T de Rheinmetall [S010][S018].
- **Resultados de nueve meses.** Kongsberg el 29-10 y Hensoldt el 5-11; el resto en noviembre (fechas por confirmar): conversión de cartera, anticipos y margen frente a las guías [S024][S025].
- **SAFE y España.** Desembolsos de SAFE, el reparto definitivo de España (1.000 M€ provisional) y el plan estratégico de Indra de octubre (fecha SIN VERIFICAR) [S006][S007][S030].

10 Qué es dato, qué es cálculo y qué no hemos podido verificar

METODOLOGÍA

DATO: gasto y presupuestos (EDA, OTAN, Gobierno de España, Defense News), resultados de 1S26 de las ocho compañías y precios y consenso de Yahoo Finance a 16-10-2026 [S001][S002][S005][S010][S015][S019][S026][S027]. **CÁLCULO:** cobertura de cartera, múltiplos, cesta, ventas de 2030 que paga el precio y escenarios. **ESCENARIO:** sensibilidades a la paz, tope de 2028, revisiones, rentabilidad del 9 % y PER de salida de 18x: juicio SDN.

LIMITACIÓN: (1) Firecrawl sin créditos: lectura por web; Rheinmetall y Thales se leen en prensa y resúmenes. (2) Cartera de Saab, EBITDA de 12 meses de Kongsberg, flujo de caja de Rheinmetall del semestre, el reparto definitivo de SAFE, la fecha del plan de Indra, la lista de Estados con cláusula de escape y la causa de la subida del 16-10 son SIN VERIFICAR y quedan fuera de la valoración. (3) Los márgenes de la tabla C no son comparables: cada compañía usa una definición propia y Saab y Kongsberg dan el segundo trimestre. (4) El 2 % de España es del Gobierno. (5) Capitalización, EV, EBITDA y dividendo de agregador quedan sin verificar y fuera; se valora por BPA de consenso (7 a 19 analistas). (6) El BPA de 2028 es supuesto SDN. (7) Cesta en moneda local.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por SDN Research con fines informativos y educativos. No constituye asesoramiento de inversión, ni oferta o recomendación de compra o venta de ningún instrumento financiero. Los escenarios de valoración no son precios objetivo. Las opiniones reflejan el criterio del autor a la fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. Las cifras proceden de fuentes públicas consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.