Equity Deep Dive · NASDAQ: OCGN

Ocugen: una opción sobre OCU400 al precio de la estadística, con la dilución por delante

Ocugen no vende nada y tiene tres fases 3 en marcha. A US$0,81 el mercado ya paga a OCU400 una probabilidad de éxito del 47 %, la media del sector, y faltan unos US$290 M de financiación con las acciones autorizadas bloqueadas hasta el 22 de diciembre. Calculamos qué vale cada activo y cuánto cuesta llegar.

SDN Research · Equity Research · Datos a cierre del 15-10-2026

PUNTOS CLAVE

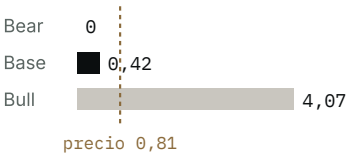
- El precio de US$0,81 descuenta que OCU400 salga adelante con una probabilidad de unos **47 %**, casi exactamente la media histórica de fase 3 en oftalmología (46,7 %) [S010]. No hay descuento por probabilidad: la ganancia, si llega, viene de que el resultado sea bueno, no de que el mercado esté siendo pesimista.
- El problema no es solo clínico, es de capital: faltan unos **US$290 M** para llegar a 2029, más que la capitalización actual (US$276 M), y la empresa tiene 390 M de acciones autorizadas con 339 M en circulación y 55 M ya reservadas [S002]. La junta que debía ampliar el límite se ha aplazado tres veces y ahora es el 22-12-2026 [S003].
- Nuestro rNPV base da US$0,42; si OCU400 funciona, US$1,74; si falla, el patrimonio queda a cero. Es una opción de compra con un cheque de dilución adjunto.

Pregunta central. ¿Qué probabilidad de éxito de OCU400 paga el precio, y qué parte del valor queda para el accionista después de financiar el camino? A US$0,81 (cierre del 15-10-2026 [S015]) Ocugen vale US$276 M y debe US$131,5 M. Según el modelo rNPV de SDN, el precio descuenta una PoS de OCU400 del **47 %**, igual que la fase 3 media en oftalmología (46,7 % [S010]). El valor base de la cartera, una vez restados la deuda y los gastos hasta la aprobación, es de US$0,42.

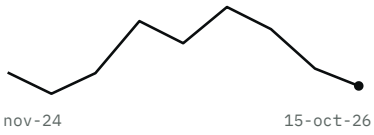
DATOS CLAVE

Cotización	US$0,81
15-10-2026 · −22 % desde el 06-10	
Caja estimada	~US$80 M
US$100,1 M a 30-06 menos la quema · 12 meses a ritmo actual	
Valor base (rNPV)	US$0,42
bear US$0 · bull US$4,07	
PoS implícita OCU400	47 %
frente a 46,7 % de referencia del sector	

ESCENARIOS SDN



COTIZACIÓN DE OCGN



Nº 009 · 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
Precio OCGN	US$0,8137 (15-10-2026) · rango 52 sem. US$0,79–2,73	Cae por debajo de US$1 desde el 08-10; riesgo de aviso de Nasdaq por precio mínimo
Capitalización / EV	US$276 M / US$327 M	EV = capitalización + deuda 131,5 − caja estimada 80 (cálculo SDN)
Caja y deuda	Caja US$100,1 M a 30-06-2026; convertible US$130 M al 6,75 % hasta 2034 [S002]	El convertible cuesta ~US$8,8 M de cupón al año
Quema	Caja operativa −US$34,0 M en 1S26 (~17 M por trimestre) [S002]	Con la empresa diciendo «hasta 2028» [S009] y nuestro cálculo en el entorno de 3T27–4T27
Acciones	339,1 M (31-07-2026) · autorizadas 390 M [S002]	Opciones, RSU, PSU y warrants reservados: 54,8 M; el convertible pide hasta 70,3 M más
Auditoría	Duda sobre la empresa en funcionamiento [S001] [S002]	Se mantiene pese a los US$130 M captados en mayo

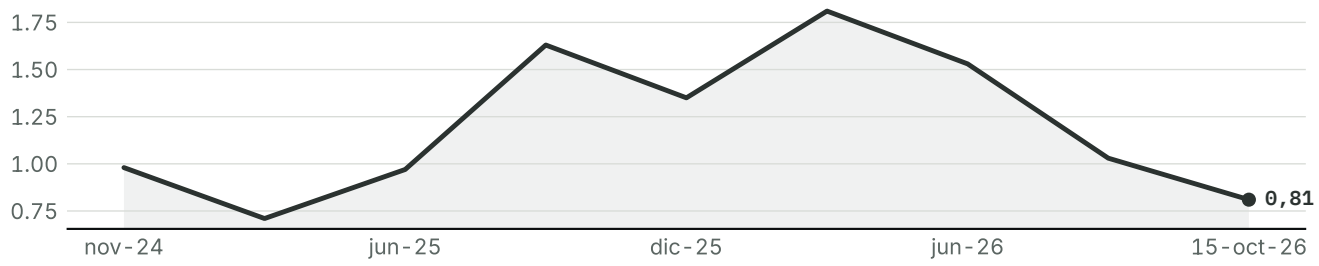
Fuente: Ocugen [S001][S002][S009]; Yahoo Finance [S015]. EV, caja estimada y runway: cálculo SDN.

01 Una opción sobre OCU400 a precio de estadística, con la dilución por delante

RESUMEN

Ocugen desarrolla terapias génicas «modificadoras» para la retina: entrega un gen regulador (NR2E3 en OCU400, RORA en OCU410) que reajusta toda una red de genes, de modo que un solo producto serviría para más de 100 mutaciones de retinosis pigmentaria (RP). No vende nada: sus US$3,0 M de ingresos del primer semestre son una contraprestación en especie de su socio CanSinoBIO [S002]. **Octubre ha cambiado la foto.** El 03-09 el comité de seguimiento (DMC) del ensayo de Stargardt vio una dirección de efecto negativa en 26 sujetos [S005]; el 13-10 se firmó la licencia definitiva de OCU400 con Roots [S003], pero ese día se aplazó al 22-12 la junta que debe ampliar las acciones autorizadas [S003], y la acción cerró en US$0,81, un 22 % menos que el 06-10 [S015].

EXHIBIT 1 COTIZACIÓN DE OCGN (US$, CIERRE MENSUAL Y 15-10-2026)



Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales y último cierre a 15-10-2026 [S015].

02 Tres fases 3 en marcha, pero el valor está en una sola apuesta

CARTERA CLÍNICA

Tres activos están en fase 2/3 o 3 y dos en fase 1. Solo OCU400 tiene un hito binario a corto plazo (1T27) y una licencia de reparto de territorios firmada; OCU410ST llega con una advertencia del comité de seguimiento y OCU410 acaba de empezar su fase 3.

EXHIBIT B CARTERA: FASE, POBLACIÓN Y PRÓXIMOS HITOS

ACTIVO	INDICACIÓN Y FASE	POBLACIÓN (EE. UU.+UE)	HITO DE LA EMPRESA
OCU400	Retinosis pigmentosa · fase 3 liMeliGhT, 140 sujetos, reclutamiento cerrado	300.000 [S004]	Topline 1T27; BLA 2T27; aprobación posible 4T27 [S002] [S004]
OCU410ST	Stargardt · fase 2/3 GARDian3, dosificación completa	100.000 [S004]	Topline 2T27; BLA a mediados de 2027 [S002][S009]
OCU410	Atrofia geográfica · fase 3 ArMaDa3, primer paciente 01-09-2026	2–3 millones [S004]	BLA en 2028 [S004]; RMAT desde julio [S002]
OCU200 / OCU500	Edema macular diabético (fase 1) / vacuna inhalada COVID-19 (fase 1, financiada por NIAID)	n/d	Sin valor en nuestro modelo [S002]

Fuente: Ocugen [S002][S004][S009]. Poblaciones: datos de la empresa, no verificados de forma independiente.

OCU400 (RP). El ensayo aleatoriza 2:1 (92 tratados, 48 controles sin tratar) y pide mejorar al menos 2 niveles de luz en la escala LDNA a las 52 semanas; con la hipótesis de la empresa (20 % de respondedores frente a 1 %), la potencia es del 93 % [S004]. La debilidad está en el origen del criterio: la empresa cambió la prueba de la fase 1/2 (MLMT) por la LDNA por un efecto techo, y su estimación de que 5 de 7 ojos cumplirían sale de un análisis post hoc que deja fuera a 11 de los 18 sujetos [S004]. A tres años, 7 de 8 evaluables mejoraron o mantuvieron la agudeza con poca luz, sin eventos graves atribuibles al fármaco [S004]. La empresa tiene además una aprobación provisional en Bahamas para acceso temprano a precio comercial (estima US$1–2 M por paciente [S004]); no la valoramos.

OCU410ST (Stargardt). En fase 1 la lesión creció un 54 % menos en los ojos tratados, con 6 sujetos evaluables [S004]. El análisis intermedio de septiembre no fue limpio: el DMC apuntó que se podría considerar futilidad por la dirección negativa del efecto, aunque atribuyó parte a un desequilibrio de tamaño de lesión entre brazos que no existe en el conjunto completo [S005]. Ocugen seguirá hasta tener 8 meses de todos los sujetos. No sabemos si es una explicación o una excusa; por eso la PoS baja al 25 %.

OCU410 (atrofia geográfica). La fase 2 redujo un 31 % el crecimiento de la lesión con la dosis media frente al control ($p<0,05$) [S002]. El mercado existe: SYFOVRE facturó US$587 M en EE. UU. en 2025 con inyecciones repetidas [S012]. OCU410 ofrece una sola inyección subretiniana, pero una cirugía compite mal con una inyección ambulatoria si el efecto es parecido. Es el activo con más techo y el que más caja exigirá.

> **QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS**
>
> **Un competidor primero en RP.** Nanoscope ha visto aceptada su BLA para Mogenry (MCO-010), una terapia optogenética para RP con pérdida visual severa, con fecha PDUFA en el primer semestre de 2027 según la empresa [S013]. Llegaría antes que OCU400. No compite en el mismo subgrupo, pero marca el precio y la evidencia que pedirá el regulador y los pagadores, y puede dejar a OCU400 como segunda opción en los casos avanzados.

03 Con precios de gen único y PoS de sector, OCU400 vale unos US$233 M de rNPV

SUPUESTOS POR ACTIVO

Valoramos cada activo con un rNPV (valor actual neto ajustado por riesgo) al 15 %: pacientes tratados al año en el pico × precio neto, probabilidad de éxito (PoS), año de lanzamiento y costes de desarrollo pendientes. Los flujos son ventas × margen de contribución (0 % el primer año, 20 % el segundo, 35 % el tercero y 45 % después, tras costes y un impuesto reducido por pérdidas acumuladas de US$452 M [S002]), con rampa de 5 años y 15 de vida. **ESCENARIO:** precios, pacientes y margen son supuestos de SDN; la empresa no da guía de ventas.

EXHIBIT C ENTRADAS DEL CASO BASE POR ACTIVO

ACTIVO	PACIENTES/AÑO EN EL PICO	PRECIO NETO	VENTAS PICO	LANZAMIENTO	POS SECTOR	POS SDN
OCU400 (RP)	1.600	US$375.000	US$600 M	ene-2029	46,7 %	40 %
OCU410ST (Stargardt)	450	US$400.000	US$180 M	jul-2029	46,7 %	25 %
OCU410 (GA)	6.000	US$90.000	US$540 M	abr-2031	46,7 %	30 %
Regalías Corea + MENA	n/d	22–25 %	US$120 M (ventas del socio)	2030	46,7 %	40 %

Fuente: PoS de sector: oftalmología, fase 3 a aprobación = 51,2 % × 91,1 % [S010]. Pacientes, precios, lanzamiento y PoS SDN: supuestos de SDN. Regalías: 22 % [S014] y 25 % [S004]; SDN aplica 23,5 % y un margen del 90 %.

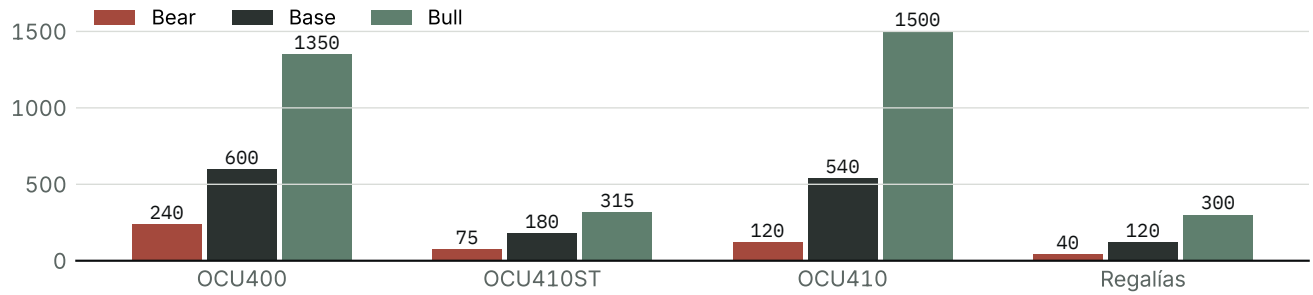
Cómo salen los pacientes. Para OCU400 partimos de 300.000 pacientes con RP en EE. UU. y Europa [S004] y suponemos tratable el 40 %; tratar 1.600 al año en el pico es un 1,3 % de ese grupo. A US$375.000 netos, por debajo de los ~US$850.000 de lista de Luxturna [S016], salen US$600 M. La propia empresa cita ventas pico de Luxturna de solo ~US$52 M al año [S004]: el riesgo a la baja existe. El bear usa 800 pacientes y US$300.000.

EXHIBIT D PROBABILIDAD DE ÉXITO: REFERENCIAS DEL SECTOR

TRANSICIÓN	OFTALMOLOGÍA	LECTURA
Fase II a III	35,5 %	Ya superada en los tres activos
Fase III a BLA	51,2 %	Es la apuesta de 1T27 para OCU400
BLA a aprobación	91,1 %	La FDA suele aprobar lo que acepta
Fase III a aprobación	46,7 %	Referencia que usamos como punto de partida
Enfermedad rara no oncológica, fase III a aprobación	56,6 %	Rango alto si el ensayo es de una enfermedad rara

Fuente: BIO / Informa / QLS, Clinical Development Success Rates 2011–2020 [S010]; la combinación fase III a aprobación es un cálculo SDN (51,2 % × 91,1 %).

EXHIBIT 2 VENTAS PICO POR ACTIVO Y ESCENARIO (US$ M)



Fuente: Supuestos de SDN: pacientes en el pico × precio neto; en regalías, ventas del socio. Cálculo SDN.

> VARIABLE CLAVE
>
> **La PoS de OCU400 mueve más que el precio.** Con el resto fijo en el base, subir la PoS del 25 % al 55 % pasa el valor de US$0,1 a US$0,8 por acción. Usamos 40 % en vez del 46,7 % del sector por tres razones: el criterio principal es nuevo, el control no está tratado y el análisis que sostiene la potencia es post hoc [S004].

EXHIBIT E ACUERDOS DE LICENCIA SOBRE OCU400

SOCIO	TERRITORIO	ENTRADA	HITOS DE VENTAS	REGALÍA	CÓMO LO TRATAMOS
Kwangdong (sep-2025)	Corea del Sur	US$0,8 M cobrado	US$180 M+ (empresa)	25 % (empresa)	Regalía sí; hitos fuera: umbrales no verificados
Roots (13-10-2026)	Oriente Medio y N. de África	Hasta US$4 M con hitos de desarrollo	Hasta US$255 M	22 %	Regalía sí; hitos fuera
CanSinoBIO (2019)	China, HK, Macao, Taiwán	Contraprestación en especie	n/d	Media-alta de una cifra a Ocugen	Fuera: sin ventas estimables

Fuente: Roots [S003][S014]; Kwangdong [S001][S004]; CanSinoBIO [S002]. Kwangdong tiene una opción de recompra por Ocugen al triple de lo pagado hasta ahora [S002].

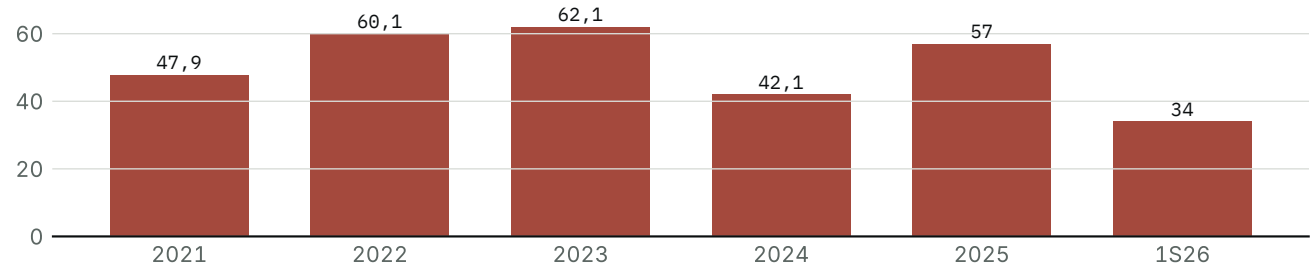
Las regalías son pequeñas. Suponemos US$120 M de ventas pico entre Corea y MENA y una regalía media del 23,5 %: valen US$24,2 M, un 7 % del total. Los hitos de ventas (hasta US$435 M entre ambos) dependen de umbrales no verificados y quedan fuera.

04 La caja da para algo más de un año a ritmo actual, no para llegar a la aprobación

CAJA Y QUEMA

DATO: en el primer semestre de 2026 Ocugen perdió US$44,1 M (US$34,3 M de pérdida operativa) y consumió US$34,0 M de caja operativa. I+D subió un 22 % hasta US$21,9 M y G&A un 16 % hasta US$15,4 M [S002]. A ese ritmo, unos US$17 M por trimestre, la caja de US$100,1 M a 30-06 equivale a algo más de cinco trimestres. **CÁLCULO:** a 15-10 quedan unos US$80 M y, sumando el primer cupón del convertible (US$4,4 M el 15-11 y otros 4,4 M el 15-05), el runway a quema constante es de **12,5 meses**, hasta finales de 2027. La empresa afirma que el convertible «extiende la caja hasta 2028» [S009]; solo se alcanza si la quema baja o llegan ingresos por licencias. **La necesidad hasta 2029 es de unos US$370 M** (quema SDN de US$19 M en el 4T26, 90 en 2027, 110 en 2028 y 120 en 2029, más US$35 M de cupones): hay que financiar **US$290 M** tras la caja. **ESCENARIO:** la quema es estimación de SDN; la empresa no la publica.

EXHIBIT 3 CAJA OPERATIVA CONSUMIDA POR AÑO (US$ M; 1S26 = SEMESTRE)



Fuente: SEC XBRL, 10-K 2021–2025 [S011]; 1S26 del 10-Q [S002].

05 El convertible, las acciones autorizadas y el 22 de diciembre condicionan todo

CONVERTIBLE Y DILUCIÓN

El bono convertible de US$130 M (6,75 %, vence en 2034, con opción de venta para el tenedor el 15-05-2032) se convierte a un precio inicial de US$2,68 por acción: 48,5 M acciones, o hasta 70,3 M con la tasa máxima en caso de evento corporativo [S002]. Con la acción a US$0,81 está lejos del dinero, así que lo tratamos como deuda al nominal y solo lo convertimos en acciones cuando el valor por acción supera los US$2,68 (ocurre en el bull). No puede convertirse antes del 15-05-2027 salvo que la empresa reserve las acciones; hasta entonces se liquida en efectivo, y todo el bono figura como pasivo corriente [S002].

EXHIBIT F ACCIONES AUTORIZADAS Y RESERVADAS (MILLONES)

CONCEPTO	MILLONES	LECTURA
Acciones autorizadas	390,0	Límite del estatuto actual [S002]
En circulación (31-07-2026)	339,1	Aumentaron un 8,5 % en 1S26
Reservadas: opciones 30,0 + RSU 2,3 + PSU 11,8 + warrants 10,6	54,8	Más que el hueco: ya no cabe todo
Convertible: base / máximo	48,5 / 70,3	Necesita reserva para poder liquidarse en acciones
Con la ampliación propuesta (a 640 M)	175,8	Hueco neto tras reservas y convertible máximo
Votos necesarios para aprobar	> 169,6	Mayoría de todo el capital, no de los presentes [S008]
Representados el 21-09-2026	160,2	47,3 % del capital: faltaron ≥9,4 M [S006]

Fuente: Ocugen [S002][S006][S008]. Hueco neto, reservas totales y votos necesarios: cálculo SDN.

Por qué importa. La junta del 21-09 reunió el 47,3 % del capital, por debajo de la mayoría necesaria, y se aplazó al 05-10, luego al 26-10 y ahora al 22-12 con nueva fecha de registro el 30-10 [S006][S007][S003]. Cada aplazamiento busca más voto de un accionariado minorista disperso. Hasta que se apruebe, Ocugen no puede reservar acciones para el convertible ni emitir apenas capital. El director ejecutivo ya acepta que se suspenda el ejercicio de 2 M de opciones y se retrase la liquidación de 6 M de PSU hasta que haya acciones [S002].

EXHIBIT G LO QUE COSTARÍA FINANCIAR EL HUECO A DISTINTOS PRECIOS

PRECIO DE EMISIÓN	IMPORTE BRUTO (US$ M)	ACCIONES NUEVAS (M)	SOBRE LAS ACTUALES
US$0,81	312	385	113 %
US$1,50	312	208	61 %
US$2,50	312	125	36 %

Fuente: Necesidad hasta 2029 menos caja estimada = US$290 M, más 7 % de comisiones. Cálculo SDN, no es guía de la empresa.

> NO CONTAR DOS VECES
>
> El valor por acción **no suma acciones por la financiación futura**: los costes de desarrollo y los gastos corporativos (US$128 M a valor actual) ya restan del valor. Emitir a un precio igual al valor justo no crea ni destruye valor por acción; emitir por debajo lo transfiere a los nuevos accionistas. A US$0,81 harían falta 385 M de acciones, más que todo el hueco con la ampliación (175,8 M).

06 El SOTP deja US$0,42 por acción: el pipeline sirve, la estructura de capital se come más de la mitad VALORACIÓN

EXHIBIT H SOTP BASE: DEL RNPV POR ACTIVO AL VALOR POR ACCIÓN

CONCEPTO	US$ M	US$ POR ACCIÓN	NOTA
OCU400 (RP)	233,2	0,7	PoS 40 %, pico US$600 M, lanzamiento ene-2029
OCU410ST (Stargardt)	27,9	0,1	PoS 25 % tras el interim
OCU410 (atrofia geográfica)	37,0	0,1	PoS 30 %; incluye ~US$100 M (VA) de fase 3
Regalías Kwangdong + Roots	24,2	0,1	PoS ligada a OCU400
Cartera (rNPV)	322,3	0,9	
Gastos corporativos (VA)	−128,0	−0,4	G&A US$30 M × 5 años + I+D no asignada US$12 M × 3
Caja estimada 15-10-2026	80,1	0,2	US$100,1 M menos la quema [S002]
Deuda (convertible nominal + EB-5)	−131,5	−0,4	Convertible a 130 M; EB-5 1,5 M [S002]
Valor del patrimonio	142,9	0,4	341,5 M acciones (339,1 + RSU 2,3)

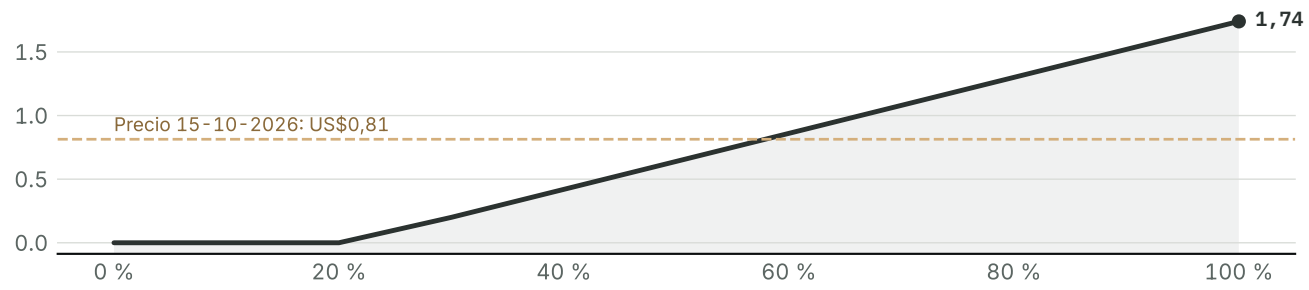
Fuente: Modelo rNPV de SDN al 15 %; entradas en el Exhibit C. Cifras de balance de [S002].

OCU400 pesa el 72 % de la cartera. OCU410 vale poco en el base porque llega tarde (2031), exige unos US$135 M de fase 3 y su PoS del 30 % refleja la competencia de las inyecciones; en el bull, con US$1.500 M de pico, vale US$456,0 M. Gastos corporativos y deuda suman US$260 M, el 64 % del valor bruto de cartera y caja.

07 A US$0,81 el mercado paga a OCU400 una PoS del 47 %, la media del sector

LO QUE PIDE EL PRECIO

EXHIBIT 4 VALOR POR ACCIÓN SEGÚN LA POS DE OCU400 (US$, RESTO EN EL BASE)



Fuente: Modelo rNPV de SDN; PoS aplicada a OCU400 y sus regalías. El patrimonio no puede valer menos de cero.

CÁLCULO: hay dos formas de leer el precio. Sin suelo, variando linealmente la PoS de OCU400 y sus regalías hasta igualar US$0,81, sale una PoS del **58 %**. Pero un accionista no pierde más que su inversión: si OCU400 fracasa el valor del patrimonio sería de US$−0,47 y el accionista se queda con cero. Aplicando ese suelo, la comparación correcta es entre US$1,74 si funciona y 0 si falla, y el precio de US$0,81 equivale a una PoS del **47 %**. Es casi la referencia del sector (46,7 %) [S010]. **Nuestro 40 % de PoS** da un valor esperado de US$0,70 con esa misma lógica de suelo.

> LEYENDO AL MERCADO
>
> El mercado no regala OCU400: con ST y GA en el base, el precio ya incorpora la PoS del sector, **Lo que no incorpora, todavía, es la financiación**: US$0.81 puede ser el precio al que se vende la ampliación, no la valoración de la cartera.

08 Tres futuros: patrimonio a cero, US$0,42 o US$4,07

ESCENARIOS

Bear: OCU400 pierde fuerza y todo se retrasa. Ventas de US$240 M, PoS del 25 % y lanzamiento a los 3,2 años, ST al 12 % y GA al 20 %. El rNPV de la cartera es de −74,4 M frente a US$131,5 M de deuda y US$128 M de gastos: el patrimonio es negativo. **Lo invalidaría** que el topline del 1T27 fuera claramente positivo y la FDA aceptase la presentación de la BLA.

Base: OCU400 con PoS del 40 % y los demás activos descontados. Vale US$0,42 sobre 342 M de acciones; con el suelo de cero y una PoS del 40 % da US$0,70 esperado. **Lo invalidaría** un topline sin significación o un lanzamiento que pase de 2029 (un año de retraso resta unos US$36 M del rNPV de OCU400).

Bull: OCU400 con 3.000 pacientes al año, PoS del 55 %, lanzamiento a los 1,3 años (el calendario de la empresa apunta a aprobar en el 4T27) y OCU410 con US$1.500 M. El valor es de US$4,07, con el convertible convertido (389,9 M acciones). Es poco más de la mitad del bull del informe previo (US$7,34), porque aquí se restan los costes de llegar. **Lo invalidaría** que, aun con éxito, la financiación se haga a menos de US$1,50 por acción.

EXHIBIT I ESCENARIOS: SUPUESTOS, MECÁNICA Y VALOR POR ACCIÓN

VARIABLE	BEAR	BASE	BULL
OCU400: pacientes × precio = pico	800 × US$300.000 = US$240 M	1.600 × US$375.000 = US$600 M	3.000 × US$450.000 = US$1.350 M
PoS OCU400 / lanzamiento	25 % / 3,2 años	40 % / 2,2 años	55 % / 1,3 años
PoS OCU410ST / OCU410	12 % / 20 %	25 % / 30 %	45 % / 40 %
Pico OCU410ST / OCU410 (US$ M)	75 / 120	180 / 540	315 / 1.500
rNPV cartera (US$ M)	−74,4	322,3	1.636,5
+ caja − deuda − gastos corporativos	−179,4	−179,4	−49,4 (convertible a acciones)
Valor del patrimonio (US$ M)	−253,8	142,9	1.587,1
Acciones (M)	341,5	341,5	389,9
US$ por acción	−0,74 (→ 0 para el accionista)	0,42	4,07

Fuente: Modelo rNPV de SDN, tasa del 15 % en los tres. Bear: patrimonio negativo, el accionista pierde su inversión pero no más. Bull: el valor supera los US$2,68 y el convertible se trata como acciones. No son precios objetivo.

EXHIBIT 5 VALOR POR ACCIÓN POR ESCENARIO FRENTE AL PRECIO (US$)



Fuente: Modelo rNPV de SDN. «OCU400 falla/funciona» fijan su PoS en 0 % y 100 % y el resto en el base. Bear y «OCU400 falla» se dibujan en 0: sus valores son negativos.

ASIMETRÍA

Con pesos de SDN del 30 % al bear, 50 % al base y 20 % al bull, el valor esperado es de unos **US$1,02**, un 26 % sobre el precio (ESCENARIO); con suelo en cero y PoS del 40 %, US$0,70. Eso no es margen de seguridad: depende de que el bull sea real y de que la financiación no se haga a precios bajos. Antes del 1T27 importa el 22-12: sin acciones autorizadas no hay financiación. **No es un precio objetivo.**

09 Frente al P-006: casi toda la diferencia está en ventas, PoS y en los costes que él no resta

FRENTE AL INFORME PREVIO

EXHIBIT J INFORME PREVIO (07-10-2026) FRENTE A ESTE INFORME

CONCEPTO	P-006 (07-10)	ESTE INFORME (15-10)
OCU400: pico / PoS / lanzamiento	US$1.200 M / 55 % / 2028	US$600 M / 40 % / ene-2029
rNPV OCU400 / OCU410ST / OCU410	US$494 / 60 / 342 M	US$233 / 28 / 37 M
OCU410ST y OCU410: pico / PoS	US$400 M / 20 % y US$1.500 M / 35 %	US$180 M / 25 % y US$540 M / 30 %
Regalías MENA y Corea	No valoradas (term sheet)	Incluidas: US$24 M (contrato firmado el 13-10)
Valor bruto de cartera	~US$896 M	US$322 M
Costes de desarrollo y gastos corporativos	No deducidos	Deducidos (US$128 M corporativos; fase 3 dentro del rNPV)
Caja en el puente	No sumada	+US$80 M
Bear / Base / Bull (US$)	0,06 / 1,91 / 7,34	0 (−0,74) / 0,42 / 4,07

Fuente: P-006 de SDN Research (documento previo de Alberto, 07-10-2026) frente al modelo rNPV de este informe.

Qué explica la diferencia. (1) **Entradas:** el P-006 usa picos de US$1.200 M en OCU400 y US$1.500 M en OCU410, el doble o más que nuestro base, con PoS de 55 % y 35 %. Con sus entradas y nuestra mecánica el valor sería US$2,10 (con su puente) o US$2,32 (sumando caja y restando gastos corporativos): su 1,91 no depende del método de descuento. (2) **Estructura:** su puente resta la deuda pero no suma los US$100 M de caja ni descuenta US$128 M de gastos corporativos ni la fase 3; añade una ampliación de US$90 M a US$1,50 que hoy parece cara. (3) **Hechos posteriores al 07-10:** precio un 22 % menor, licencia de Roots firmada, junta aplazada al 22-12. (4) **Bear:** su 0,06 no resta costes; aquí el patrimonio es negativo y se muestra como cero. **LIMITACIÓN:** la réplica usa las entradas publicadas en su documento, rampa de 5 años y margen fijo del 30 %; es aproximada.

10 Entre el 22 de diciembre y el 1T27 se decide si hay compañía que financiar

CATALIZADORES

EXHIBIT K CALENDARIO DE CATALIZADORES

FECHA	EVENTO	QUÉ MIRAR
~5-11-2026 (sin confirmar)	Resultados del 3T26 y 10-Q	Caja real a 30-09, quema, derivado del convertible y comentarios de financiación
15-11-2026	Primer cupón del convertible (~US$4,4 M)	Pago en efectivo; el bono no se puede liquidar en acciones sin reserva [S002]
22-12-2026	Junta extraordinaria: +250 M de acciones (registro: 30-10)	Mayoría de todo el capital; el 21-09 solo había 47,3 % [S003][S006]
1T27	Topline de la fase 3 de OCU400	Mejora ≥2 niveles de lux en LDNA; si cumple, reunión pre-BLA [S002][S004]
1S27	Decisión de la FDA sobre Mogenry (Nanoscope)	Marca precedente en RP [S013]
2T27	Topline de OCU410ST; BLA de OCU400 (objetivo)	Los 8 meses de seguimiento de todos los sujetos [S005][S009]
4T27	Aprobación posible de OCU400 (empresa)	Nuestro base la sitúa unos 12–15 meses después
2028	BLA de OCU410	Depende de la fase 3 recién iniciada [S004]

Fuente: Ocugen [S002][S003][S004][S005][S006][S009]; Nanoscope [S013]. La fecha de resultados del 3T26 es una estimación de SDN por calendario previo; no está confirmada.

11 El riesgo clínico es conocido; el de capital es el que se acaba de materializar

RIESGOS

EXHIBIT L MAPA DE RIESGOS

RIESGO	MECANISMO	IMPACTO
Fracaso de OCU400	Un topline sin éxito deja el patrimonio en cero y fuerza una reestructuración del convertible	Crítico
Acciones autorizadas	Sin la ampliación no hay conversión en acciones ni emisiones; los aplazamientos indican poco voto	Alto
Financiación a precios bajos	Hacen falta ~US$290 M; a US$0,81 serían más de 380 M de acciones	Alto
Futilidad en OCU410ST	El DMC señaló una dirección negativa del efecto en el análisis intermedio [S005]	Alto
Competencia en RP y GA	Mogenry antes que OCU400; SYFOVRE e IZERVAY ya dominan GA [S012][S013]	Medio-alto
Ejecución quirúrgica y CMC	Inyección subretiniana y fabricación propia: un fallo retrasa el BLA	Alto
Cotización, litigios y China	Cierres bajo US$1 pueden traer aviso de Nasdaq tras 30 sesiones (norma general); demanda colectiva en apelación; socio en China [S001][S002]	Medio

Fuente: Ocugen [S001][S002][S005]; Apellis [S012]; Nanoscope [S013]. Impacto: valoración de SDN.

12 Qué vigilamos

SEÑALES

- **Votos de la junta del 22-12.** Si el aplazamiento se repite o los representados no superan el 50 % del capital, el escenario de financiación pasa del base al bear.
- **Caja del 3T26 y comentarios sobre el runway.** Si la caja a 30-09 es menor de US$80 M o la empresa habla de «financiación oportunista», la ampliación llega antes que el topline.
- **LDNA en el topline de OCU400.** La hipótesis de potencia de la empresa es un 20 % de respondedores en tratados frente a un 1 % en control [S004]; por debajo de eso el base se rompe.
- **Mogenry.** El precio y la etiqueta que obtenga Nanoscope serán la referencia para OCU400.

13 Metodología y límites

TRAZABILIDAD

DATO: caja, deuda, acciones, convertible y gastos salen del 10-Q del 2T26, el 10-K de 2025, las 8-K de septiembre y octubre y el proxy de julio [S001][S002][S003][S005][S006][S007][S008]; poblaciones, calendarios y términos de Kwangdong, de la presentación de octubre [S004]; caja histórica, de la SEC [S011]; PoS de referencia, de BIO/Informa/QLS [S010]; precio, de Yahoo Finance [S015]. **CÁLCULO:** rNPV, SOTP, PoS implícita, runway, dilución y réplica del P-006 son cálculos del modelo rNPV de SDN.

LIMITACIÓN (decisiones propias): (1) Precios por tratamiento, pacientes, rampa, margen y tasa del 15 % son supuestos de SDN. (2) Los US$135 M de fase 3 de OCU410 y la quema de 2027–2029 son estimaciones de SDN. (3) El convertible va a su nominal (US$130 M) y no al razonable (US$117,0 M en junio [S002]) porque es lo que hay que devolver o convertir. (4) Opciones (30,0 M), PSU (11,8 M) y warrants (10,6 M a US$1,78) no entran en las acciones: sin precio de ejercicio de las opciones; warrants fuera del dinero. (5) Los hitos de ventas de Kwangdong y Roots quedan fuera por umbrales no verificados. (6) Poblaciones, hitos y términos de Kwangdong son datos de la empresa [S004]. (7) La caja a 15-10 y la fecha de resultados del 3T26 son estimaciones. (8) Mogenry y Apellis se apoyan en fuentes secundarias [S012][S013]. (9) No hemos verificado cómo votaron los accionistas la ampliación: el 8-K solo detalla el aplazamiento [S006].

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.