Equity Deep Dive · NASDAQ: PRAX

Praxis: dos decisiones de la FDA en seis semanas y un precio que ya paga la mayoría del éxito

Praxis no vende nada y tiene dos fechas FDA, el 27-12-2026 y el 29-01-2027. A US$248,24 el mercado paga a ulixacaltamida una probabilidad de aprobación de unas 56 % con el resto de la cartera en el base, la vormatrigina acaba de fallar y la caja da hasta el 4T28. Calculamos qué vale cada activo y cuánta dilución queda.

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

PUNTOS CLAVE

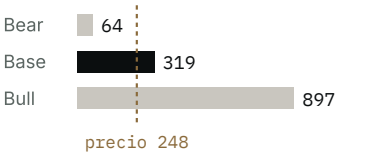
- En seis semanas hay dos decisiones de la FDA: relutrigina el **27-12-2026** y ulixacaltamida el **29-01-2027**. Las dos han pasado la reunión de mitad de ciclo sin problemas mayores de seguridad o eficacia, sin comité asesor y con inspecciones sin observaciones [S001]. El precio de US$248,24 paga, según nuestro modelo, **unas 56 % de probabilidad de aprobación para ulixacaltamida** con el resto de la cartera en el base (nosotros usamos 88 %).
- Casi todo el valor está en esas dos moléculas (92 % del rNPV de la cartera). La vormatrigina falló su primer estudio registral en junio [S005] y en nuestro base no suma: vale −US$42 M. Elsunersen y la plataforma son opciones pequeñas.
- La caja de ~US$1.278 M da, según nuestra quema, hasta el 4T28 sin ventas [S001]; la empresa ya ha ampliado capital dos veces en nueve meses (US$567 M a US$157 y US$621 M a US$260 [S002]). Un rechazo de ulixacaltamida valdría unos US$125 (−50 %); una aprobación, US$345 (+39 %). No es una apuesta de un solo lado: el base da US$319, pero el bear queda en US$64.

Pregunta central. ¿Qué parte del éxito de ulixacaltamida y relutrigina está ya en el precio, y cuánta dilución queda hasta llegar a ventas? A US$248,24 (cierre del 15-10-2026 [S006]) Praxis vale US$6,9 bn y su EV es de US$5,7 bn, con US$1,28 bn de caja estimada y sin deuda. Según el modelo rNPV de SDN, el precio equivale a una **PoS de ET del 56 %** con el resto en el base, o a un pico de US$1,9 bn con el 88 % de PoS. El valor base de la cartera, tras restar costes corporativos y sumar la caja, es de US$319 por acción; el bear, US$64; el bull, US$897.

DATOS CLAVE

Cotización	US$248,24
15-10-2026 · −37 % desde el máximo de 52 sem. (US$392,70)	
Caja estimada	~US$1,28 bn
US$1.373,8 M a 30-06-2026 menos la quema · sin deuda	
Valor base (rNPV)	US$319
bear US$64 · bull US$897	
PoS de ET implícita	56 %
con el resto en el base · nuestro base: 88 %	

ESCENARIOS SDN



COTIZACIÓN DE PRAX



Nº 010 · 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 PRAX	US$248,24 (15-10-2026) · rango 52 sem. US$154,45–392,70 [S006]	Un 37 % por debajo del máximo; −15 % desde el cierre de septiembre
Capitalización / EV	US$6,93 bn / US$5,65 bn	27,92 M de acciones [S002]; EV = capitalización − caja estimada (cálculo SDN)
Caja y valores	US$1.373,8 M a 30-06-2026; sin deuda [S001][S002]	Caja operativa 1S26: −US$163,7 M; runway «hasta 2028» según la empresa
Ingresos	Ninguno: sin producto aprobado	Dos lanzamientos previstos entre dic-2026 y ene-2027
Fechas FDA	Relutrigina 27-12-2026 · ulixacaltamida 29-01-2027 [S001]	Ambas con terapia innovadora (BTD); relutrigina con revisión ampliada por una enmienda mayor
Fallo reciente	POWER1 (vormatrigina) no alcanza el objetivo primario, 01-06-2026 [S005]	POWER2 y POWER3 se reinician en el 4T26 con diseño modificado [S001]
Dilución reciente	US$567 M (oct-2025, US$157) y US$621 M (ene-2026, US$260) [S002]	Acciones +111 % desde mar-2024; ATM de US$250 M sin usar en 2026
Contraste vendedor	Objetivo medio US$599,94 (mar-2026) [S009]	Anterior al fallo de POWER1; solo contraste, no entra en la valoración

Fuente: Praxis [S001][S002]; Yahoo Finance [S006]; Stocktwits [S009]. Capitalización, EV y variaciones: cálculo SDN.

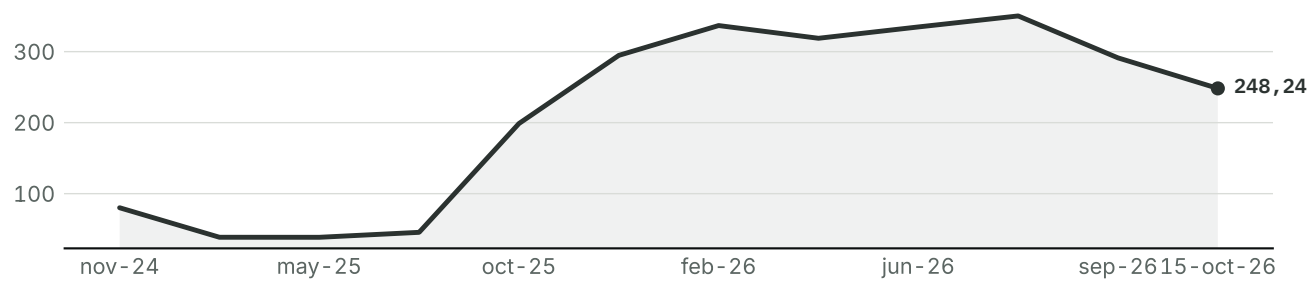
01 Dos decisiones de la FDA en seis semanas, con la acción un 37 % por debajo del máximo

RESUMEN

Praxis es una biotecnológica de sistema nervioso central con sede en Boston que parte de la genética de las epilepsias raras para llegar a enfermedades frecuentes. Trabaja con dos plataformas: **Cerebrum**, de moléculas pequeñas (ulixacaltamida, vormatrigina, relutrigina), y **Solidus**, de oligonucleótidos antisentido o ASO (elsunersen y tres programas tempranos) [S001]. No tiene ingresos y cerró 2025 con una pérdida neta de US$303 M [S007].

Lo que ha cambiado en 2026: presentó las dos primeras solicitudes de comercialización (NDA) en el primer trimestre [S017], la FDA las aceptó y fijó fechas [S004], reunió US$621 M en una ampliación a US$260 por acción [S002] y vio fracasar el primer estudio registral de vormatrigina [S005]. La acción ha pasado de US$314 a final de enero a US$248 hoy, con un máximo de US$392,70 [S006]. El mercado mantiene el valor de las dos moléculas con decisión próxima y descuenta, por primera vez, una cartera más estrecha de lo que parecía en la primavera.

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



Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales y último cierre a 15-10-2026 [S006].

02 Dos programas esperan decisión, uno acaba de fallar y dos son opciones

CARTERA CLÍNICA

EXHIBIT B ESTADO REAL DE CADA PROGRAMA A 15-10-2026

PROGRAMA	INDICACIÓN	ESTADO Y DATOS	PRÓXIMO HITO
Ulixacaltamida (Cerebrum)	Temblor esencial (ET)	NDA aceptada; dos estudios fase 3 positivos (E3-1 n=473; E3-2 n=238, retirada: 55 % vs 33 %, p=0,037) [S003]; mitad de ciclo sin problemas mayores, sin comité [S001]	PDUFA 29-01-2027
Relutrigina (Cerebrum)	DEE por SCN2A/SCN8A	NDA con revisión prioritaria; EMBOLD (n=51): −53 % de crisis ajustado a placebo [S003]; PDUFA movido del 27-09 al 27-12 por una enmienda mayor [S001][S004]	PDUFA 27-12-2026
Relutrigina (EMERALD)	DEE amplias (>50 etiologías)	~200 pacientes reclutados, por encima del objetivo; fase 3 controlada con placebo [S001]	Topline 4T26; sNDA 2027
Vormatrigina (Cerebrum)	Epilepsia focal y generalizada	POWER1 no alcanza el objetivo primario; sí el secundario de respondedores ≥50 % [S005]; POWER2 en pausa	Reinicio de POWER2 y POWER3 en 4T26 [S001]
Elsunersen (Solidus)	SCN2A-DEE de inicio precoz	EMBRAVE Parte A: −77 % ajustado a placebo (p=0,015), 71 % con reducción >50 % [S004]; BTD [S001]	Topline de EMBRAVE3 en 2027
PRAX-080/090/100 (Solidus)	ASO tempranos	Selección de candidato de desarrollo prevista en 2026 [S001][S004]	Nominación en 2026

Fuente: Praxis [S001][S003][S004][S005]. Los p-valores de Essential3 salen de un resumen automatizado del 10-K.

DETALLE QUE IMPORTA

Qué mide cada fecha. Ulixacaltamida llega con dos estudios positivos pero con una tolerabilidad que la propia dirección reconoce que exige manejo [S001]. Relutrigina tiene un solo estudio pivotal (EMBOLD, n=51) y ya sufrió una ampliación de revisión por «análisis de sensibilidad» que la FDA trató como enmienda mayor [S001]. Dos datos que el precio no puede distinguir: cuántos pacientes toleran el fármaco en la vida real y cuánta flexibilidad concede la FDA a una enfermedad ultra rara.

QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS

Un CRL en ulixacaltamida por un único estudio de retirada. Wedbush, con una recomendación de infraponderar, mantenía en marzo dudas sobre la presentación [S009]. La FDA no ha pedido comité asesor [S001], lo que reduce el riesgo, pero no lo elimina. Segundo riesgo: **precio y acceso**. La empresa maneja de forma preliminar US$50.000–100.000 por paciente y año y reconoce rechazo de los pagadores [S008, fuente secundaria]; nuestro base usa US$25.000 netos.

03 Con US$25.000 netos por paciente, ET vale unos US$3,0 bn de ventas pico; relutrigina, casi US$1 bn

SUPUESTOS POR ACTIVO

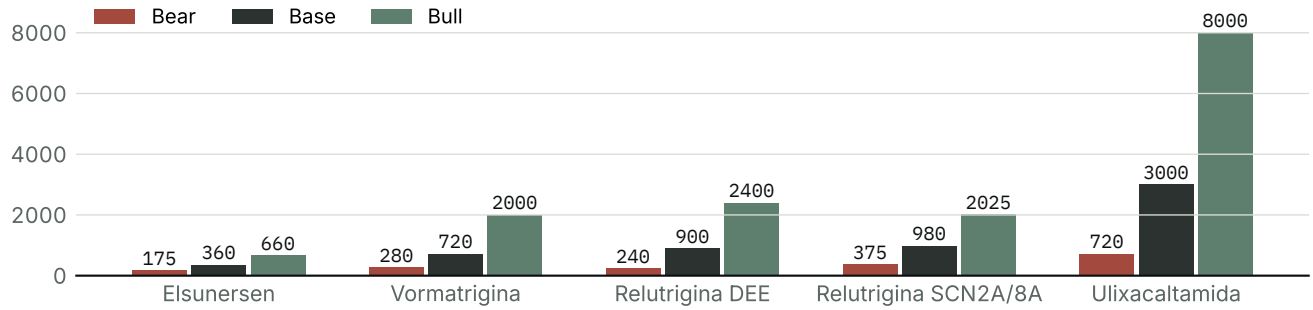
Método. Para cada activo: pacientes tratados en el pico × precio neto anual = ventas pico en EE. UU. Se aplica una rampa de 15 años (con caída de exclusividad como supuesto SDN), un margen de contribución tras costes de producto y comerciales directos, la probabilidad de éxito (PoS) y una tasa del 10 %. Los costes restantes de desarrollo y lanzamiento se restan enteros, sin ponderar por PoS. Fuera de EE. UU. no se valora nada: hay un acuerdo con Tenacia por hasta US$264 M en hitos [S002], pero no hemos verificado su alcance.

EXHIBIT C SUPUESTOS DEL CASO BASE POR ACTIVO

ACTIVO	POBLACIÓN Y PICO DE PACIENTES	PRECIO NETO	PICO US$ M	POS	LANZ.
Ulixacaltamida (ET)	7 M con ET, ≥2 M buscan tratamiento [S003]; 6 % = 120.000	US$25.000	3.000	88%	1T27
Relutrigina SCN2A/8A	~4.000 SCN2A + ~5.000 SCN8A [S003]; 2.800 tratados	US$350.000	980	88%	dic-26
Relutrigina DEE amplias	~200.000 con DEE [S003]; 10.000 tratados	US$90.000	900	40%	2028
Vormatrigina	3,5 M con epilepsia, ~60 % focal [S003]; 80.000 refractarios	US$9.000	720	25%	2030
Elsunersen	Subgrupo de inicio precoz dentro de ~4.000 (tamaño SIN VERIFICAR); 800	US$450.000	360	50%	2029

Fuente: Poblaciones: Praxis [S003]. Pacientes tratados, precios, margen, rampa y fechas de lanzamiento: supuestos SDN. PoS: BIO/Informa/QLS [S010] ajustada por hechos de cada programa.

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



Fuente: Supuestos de SDN: pacientes en el pico × precio neto. Solo EE. UU. Para contraste: la empresa maneja ~US$10.000 M de pico para ulixacaltamida [S008, secundaria], que queda por encima de nuestro bull.

VARIABLE CLAVE

El pico de ET es la variable que decide la tesis. Con el resto fijo, cada US$1.000 M de ventas pico de ulixacaltamida mueve el valor unos US$64 por acción. Un pico de US$3.000 M equivale a un 6 % de los pacientes que buscan tratamiento; el bull de US$8.000 M, a un 10 % con un precio de US$40.000, cerca de lo que maneja la dirección. La PoS del 88 % parte del 86,7 % histórico de aprobación de las NDA de neurología [S010], con una subida por las señales de mitad de ciclo y sin comité.

NO CONTAR DOS VECES

Tres cuidados del SOTP de la sección siguiente. (1) Las inversiones de lanzamiento (US$300 M en ET, US$100 M en relutrigina) se restan una vez como coste y no vuelven a aparecer en el margen. (2) Los costes corporativos se separan de los márgenes de cada activo, que ya llevan los gastos comerciales directos. (3) La caja ya incluye los US$621 M de enero; no se vuelve a sumar ninguna ampliación futura, y por eso la dilución futura se mide aparte, en la sección 07.

04 rNPV base de US$8,8 bn en cartera: ET y relutrigina son el 92 % del valor

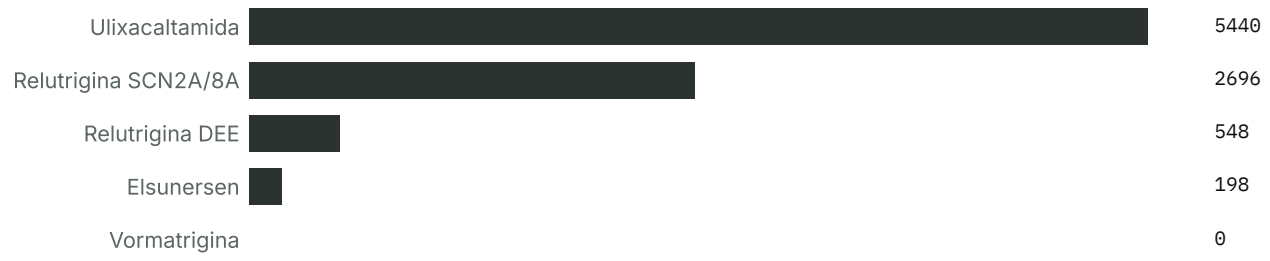
VALORACIÓN

EXHIBIT D SOTP DEL CASO BASE: DEL RNPV POR ACTIVO AL VALOR POR ACCIÓN (US$ M)

CONCEPTO	US$ M	POR ACCIÓN	PESO
Ulixacaltamida (ET)	5.440	US$182	62 %
Relutrigina SCN2A/8A	2.696	US$90	30 %
Relutrigina DEE amplias	548	US$18	6 %
Elsunersen	198	US$7	2 %
Vormatrigina	−42	−US$1	−0 %
Suma rNPV de la cartera	8.840	US$296	100 %
Costes corporativos (G&A 90/año × 10, I+D de plataforma 70/año × 5)	−818	−US$27	
Plataforma Cerebrum/Solidus (opción, juicio SDN)	200	US$7	
Caja estimada a 15-10-2026 (sin deuda)	1.278	US$43	
Valor del patrimonio / por acción diluida	9.500	US$319	

Fuente: Modelo rNPV de SDN (tasa 10 %); caja [S001][S002]; 29,82 M acciones diluidas = 27,92 M + 1,24 M pre-funded warrants + 0,65 M RSU/PSU [S002]. Las opciones (1,9 M) quedan fuera por falta de precio de ejercicio.

EXHIBIT 3 RNPV POR ACTIVO, CASO BASE (US$ M; VORMATRIGINA VALE −42 Y SE DIBUJA EN 0)



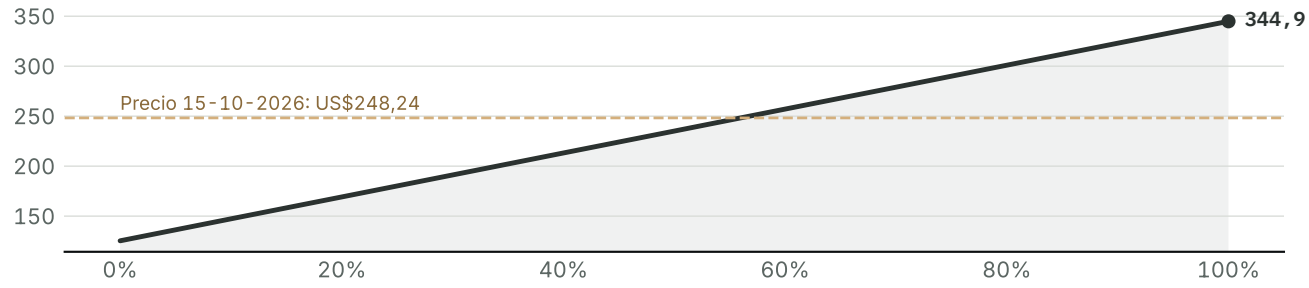
Fuente: Modelo rNPV de SDN, caso base, tasa 10 %. Vormatrigina: rNPV de −US$42 M por los costes de POWER2/POWER3 (supuesto SDN de US$330 M) frente a una PoS del 25 %.

05 El precio descuenta una PoS de ET del 56 %, no del 88 %, o un pico de US$1,9 bn

LO QUE PIDE EL PRECIO

CÁLCULO: la capitalización de US$6,93 bn y el EV de US$5,65 bn dejan al mercado pagando por la cartera aproximadamente lo que el modelo valora con las PoS reducidas a un 78 % de las nuestras (ET ~69 %, relutrigina ~69 %, DEE amplias ~31 %). Equivale a fijar la PoS de ET en el 56 % y mantener todo lo demás en el base, o a mantener el 88 % y reducir el pico de ET a US$1.908 M, un 64 % del nuestro.

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



Fuente: Modelo rNPV de SDN: solo varía la PoS de ET; relutrigina, EMERALD, vormatrigina, elsunersen, plataforma y costes en el base.

LEYENDO AL MERCADO

ET sola no explica el precio. Con una PoS del 100 % y todo lo demás a cero (sin relutrigina, sin elsunersen, sin plataforma), ulixacaltamida valdría US$205 por acción, un 83 % del precio. El resto lo pone relutrigina (con las dos indicaciones, US$109 por acción). Es decir: el mercado ya paga las dos decisiones de diciembre-enero y deja a vormatrigina en cero. Si relutrigina se rechaza, el valor baja a US$203; si ET se rechaza, a US$125.

EXHIBIT E VALOR POR ACCIÓN SEGÚN EL RESULTADO DE CADA EVENTO (RESTO EN EL BASE)

EVENTO	VALOR POR ACCIÓN	VS. PRECIO	LECTURA
Ulixacaltamida aprobada (PoS 100 %)	US$345	+39 %	Sube poco porque el precio ya paga un 56 %...
Ulixacaltamida con CRL (PoS 0 %)	US$125	−50 %	...y la caída duplica la subida
Relutrigina aprobada (SCN2A/8A)	US$331	+33 %	Orphan: cartera más pequeña, más segura
Relutrigina con CRL (y sin EMERALD)	US$203	−18 %	EMERALD depende de la aprobación inicial
EMERALD positivo / negativo	US$352 / US$297	+42 / +19 %	Opción de ~US$900 M de pico
Vormatrigina con éxito / sin éxito	US$342 / US$311	+38 / +25 %	Poco sensible: el activo ya vale ~0
Ambas con CRL	US$10	−96 %	Queda la caja menos los costes corporativos

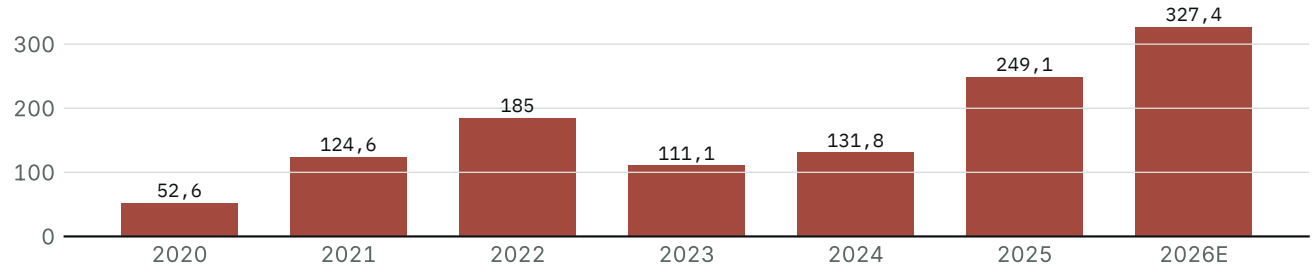
Fuente: Modelo rNPV de SDN; cada fila mueve la PoS indicada y deja el resto en el base. Comparación con el cierre del 15-10-2026 [S006].

06 US$1.400 M duran hasta el 4T28 sin ventas; con las dos aprobaciones, el flujo se gira en 2029

CAJA Y QUEMA

DATO: en el primer semestre de 2026 Praxis gastó US$202,8 M (I+D 147,4 M, G&A 55,4 M), perdió US$176,3 M, consumió US$163,7 M de caja operativa [S001][S002] y dispone de US$1.373,8 M entre caja y valores, sin deuda [S001]. El G&A se duplica frente a 2025 (27,5 M en el 2T frente a 13,1 M) por los preparativos del lanzamiento [S001]. **CÁLCULO:** a 15-10 estimamos US$1.278 M. La empresa dice que alcanza «hasta 2028» [S001]; nuestra senda de quema sin ingresos (US$115 M en el 4T26, 600 M en 2027, 700 M en 2028) se calibró para coincidir con esa frase y deja la caja en cero en 24 meses, es decir, en el 4T28.

EXHIBIT 5 CAJA OPERATIVA CONSUMIDA POR AÑO (US$ M; 2026 = 1S26 × 2)



Fuente: SEC XBRL, 10-K 2020–2025 [S007]; 2026E = US$163,7 M del 1S26 [S002] × 2, cálculo SDN.

EXHIBIT F CAJA PROYECTADA SIN AMPLIACIONES (US$ M)

FECHA	SI SE APRUEBAN ET Y RELUTRIGINA	SI AMBAS RECIBEN UN CRL
15-oct-26	1.278	1.278
31-dic-26	1.163	1.163
31-dic-27	577	563
31-dic-28	184	−137
31-dic-29	290	−837
Meses de caja desde hoy	más de 38 (no se agota hasta 2029)	24

Fuente: Estimación SDN: quema sin ingresos de US$115 / 600 / 700 / 700 M (4T26 / 2027 / 2028 / 2029); en el caso aprobado se restan las contribuciones de ET y relutrigina del caso base sin ponderar por PoS. Caja de partida [S001][S002].

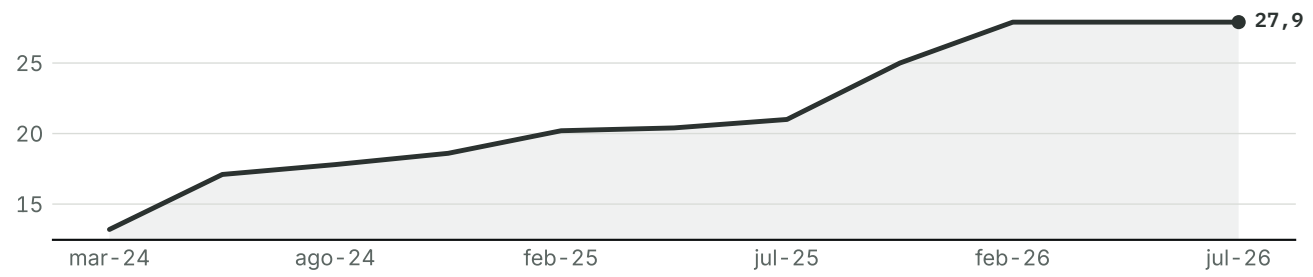
DETALLE QUE IMPORTA

La aprobación cambia la forma de la caja, no el tamaño de la necesidad. Con ambas aprobaciones, la contribución de las ventas compensa casi toda la quema en 2028 y la caja se estabiliza en torno a US$180–290 M. Con dos CRL, faltarían unos US$840 M en 2029 para sostener el mismo gasto: la empresa recortaría el lanzamiento, pero ya habría contratado a ~300 comerciales [S008, secundaria].

07 Dos ampliaciones en nueve meses y un ATM sin tocar: la próxima llegará con las aprobaciones

DILUCIÓN

EXHIBIT 6 ACCIONES EN CIRCULACIÓN (MILLONES, PORTADA DE 10-K/10-Q)



Fuente: SEC XBRL, acciones de portada de 10-K y 10-Q, marzo-2024 a julio-2026 [S007][S002]. No incluye pre-funded warrants.

DATO: las acciones pasaron de 13,2 M en marzo de 2024 a 27,9 M en julio de 2026, un 111 % más [S007][S002]. Las dos últimas operaciones fueron: octubre de 2025, 3,53 M de acciones a US$157 y 0,32 M de pre-funded warrants (neto ~US$567 M), y enero de 2026, 2,54 M de acciones a US$260 (neto ~US$621 M)

[S002]. Hay además un contrato de ATM de hasta US$250 M firmado en septiembre de 2025, sin acciones vendidas en el primer semestre de 2026 [S002]. Otros 1,24 M de pre-funded warrants, 1,91 M de opciones y 0,65 M de RSU/PSU completan el cuadro [S002]; el precio de ejercicio de las opciones SIN VERIFICAR.

EXHIBIT G COSTE DE UNA AMPLIACIÓN FUTURA: ACCIONES NUEVAS Y VALOR BASE POR ACCIÓN

IMPORTE BRUTO	PRECIO DE EMISIÓN	ACCIONES NUEVAS (M)	% SOBRE DILUIDAS	VALOR BASE TRAS LA AMPLIACIÓN
US$500 M	US$150	3,17	10,6 %	US$302
US$500 M	US$250	1,90	6,4 %	US$314
US$500 M	US$350	1,36	4,6 %	US$320
US$1000 M	US$150	6,33	21,2 %	US$289
US$1000 M	US$250	3,80	12,7 %	US$311
US$1000 M	US$350	2,71	9,1 %	US$321

Fuente: Cálculo SDN: neto = 95 % del importe bruto; valor base = (patrimonio base + neto) / (acciones diluidas + nuevas). Base sin ampliación: US$319.

ASIMETRÍA

Dilución barata si se hace tras el sí de la FDA, cara si se hace antes. Una ampliación de US$1.000 M a US$350 cuesta un 9,1 % de dilución y deja el valor base casi intacto (US$321). A US$150 cuesta un 21,2 % y baja el valor un 9 %. Un ATM permite vender sin una operación anunciada, y las dos ampliaciones coincidieron con subidas fuertes de la acción (oct-2025: de US$53 a US$199 en el mes [S006] [S018]); esperamos la próxima operación en las semanas siguientes al 29-01-2027 si hay buena noticia.

08 Praxis cotiza a 2,7 veces el EV de Xenon y al 42 % del de Neurocrine, que ya gana dinero

COMPARABLES

EXHIBIT H NEUROLOGÍA COTIZADA A 15-10-2026

	PRAX	XENE	NBIX
Precio (US$)	248,24	34,33	136,95
Capitalización (US$ M)	6.931	3.325	13.921
Caja y valores (US$ M)	1.278 (est.)	~1.200 (30-06)	482 (30-06)
EV (US$ M)	5.653	2.125	13.439
Ventas anualizadas 1S26 (US$ M)	0	0	3.547
EV / ventas anualizadas	n. a.	n. a.	3,8x
Fase	2 NDA en revisión	NDA presentada (17-09-2026)	Comercial: INGREZZA, CRENESSITY, VYKAT XR
Evento reciente	POWER1 fallido (01-06)	Pausa en psiquiatría (17-09)	Compra de Soleno por US$2.900 M

Fuente: Precios Yahoo Finance [S006][S014]; acciones SEC [S002][S014]; Xenon [S011][S012]; Neurocrine [S013]. EV = capitalización − caja; Neurocrine sin deuda dispuesta (línea de US$1.000 M libre [S013]), deuda no verificada. Cálculo SDN.

EXHIBIT 7 VALOR EMPRESA A 15-10-2026 (US$ BN)



Fuente: Cálculo SDN con precios de cierre del 15-10-2026 [S006][S014], acciones de portada [S002][S014] y cajas de 30-06-2026 [S001][S011][S013].

ANÁLISIS: Xenon es el comparable limpio por mercado: azetukalner, un abridor de canales KV7, mostró en X-TOLE2 una reducción mediana de −42,7 % de crisis focales ajustada a placebo [S011] y presentó la NDA el 17-09-2026, el mismo día que pausó el reclutamiento en depresión por eventos neuropsiquiátricos [S012]. Su acción cae un 38 % en septiembre [S014]. Cotiza a un EV de ~US$2,1 bn por un único activo; Praxis, a US$5,7 bn por dos NDA y tres opciones. **Neurocrine** muestra el destino de una neurología comercial: INGREZZA guía de US$2.825–2.875 M para 2026 y un BPA no GAAP de US$4,79 en el semestre [S013]; a US$136,95 cotiza a ~14 veces el BPA no GAAP anualizado, con un EV de 3,8x ventas. Nuestro pico base de ET y relutrigina suma US$4,0 bn, similar a las ventas anualizadas de Neurocrine hoy (US$3,5 bn). **Marinus** ya no cotiza: Immedica completó su compra y la retiró de Nasdaq [S015]; no hay comparable de DEE raras en bolsa.

09 Bear US$64, base US$319 y bull US$897 por acción: la asimetría está en el pico de ET ESCENARIOS

Mecánica. Valor por acción = [Σ PoS × VAN(pico × rampa × margen) − VAN(costes restantes) − costes corporativos + plataforma + caja] ÷ acciones diluidas (29,82 M). Solo cambian las entradas visibles en la tabla; tasa del 10 % y caja idénticas. No es un precio objetivo.

EXHIBIT I ENTRADAS Y RESULTADO DE CADA ESCENARIO

ENTRADA	BEAR	BASE	BULL
ET: pacientes × precio neto	60.000 × US$12.000	120.000 × US$25.000	200.000 × US$40.000
ET: pico / PoS	US$720 M / 75 %	US$3.000 M / 88 %	US$8.000 M / 93 %
Relutrigina SCN2A/8A: pico / PoS	US$375 M / 75 %	US$980 M / 88 %	US$2.025 M / 94 %
Relutrigina DEE amplias: pico / PoS	US$240 M / 25 %	US$900 M / 40 %	US$2.400 M / 55 %
Vormatrigina: pico / PoS	US$280 M / 10 %	US$720 M / 25 %	US$2.000 M / 40 %
Elsunersen: pico / PoS	US$175 M / 35 %	US$360 M / 50 %	US$660 M / 60 %
Plataforma (US$ M)	0	200	600
rNPV de la cartera (US$ M)	1.435	8.840	25.679
Valor por acción	US$64	US$319	US$897
vs. precio US$248,24	−74 %	+28 %	+261 %

Fuente: Modelo rNPV de SDN. Entradas: supuestos SDN sobre poblaciones de Praxis [S003] y PoS de BIO/Informa/QLS [S010].

EXHIBIT 8 VALOR POR ACCIÓN POR ESCENARIO FRENTE AL PRECIO (US$)



Fuente: Modelo rNPV de SDN. «Ambas con CRL» y «ET con CRL» fijan esas PoS en 0 % y dejan el resto en el base.

Qué invalidaría cada caso. *Bear:* un CRL de ET o un precio neto por debajo de US$12.000 por paciente; el bear descuenta un rechazo parcial (PoS 75 %) y un acceso muy limitado. *Base:* que ET llegue a la farmacia con una etiqueta restringida (p. ej. solo refractarios) o que el primer año de ventas esté por debajo del 20 % de la rampa. *Bull:* exige que el 10 % de los pacientes que buscan tratamiento tomen ulixacaltamida a US$40.000 netos y que EMERALD confirme la actividad en las DEE amplias. A una tasa del 14 % el base cae a US$243, casi el precio actual; a una del 8 %, sube a US$369.

10 El calendario concentra todo el riesgo entre el 4T26 y el 1T27 CATALIZADORES

EXHIBIT J CATALIZADORES CON FECHA

FECHA	EVENTO	QUÉ MUEVE
02-11-2026	Resultados 3T26 de Neurocrine [S016]	Precio y acceso en trastornos del movimiento; referencia de comparables
~5-11-2026 (estimada)	Resultados 3T26 de Praxis (fecha SIN VERIFICAR; 2025: 05-11)	Caja a 30-09, quema, plan de lanzamiento y comentarios de acceso
4T26	Topline de EMERALD, relutrigina en DEE amplias [S001]	Opción de ~US$900 M de pico (US$55 por acción entre éxito y fallo)
4T26	Reinicio de POWER2 y POWER3, vormatrigina [S001]	Diseño nuevo tras POWER1; coste y calendario
27-12-2026	PDUFA de relutrigina en SCN2A/SCN8A [S001]	Primer lanzamiento; voucher pediátrico no valorado
29-01-2027	PDUFA de ulixacaltamida en ET [S001]	Evento central: +39 % / −50 % por acción en nuestro modelo
1T27	Topline de X-NOVA2 de Xenon [S012]	Lectura sectorial sobre el sodio y el potasio en neuropsiquiatría
2027	Topline de EMBRAVE3 (elsunersen); sNDA de relutrigina [S001]	Opciones de la plataforma de ASO
2026	Candidatos de desarrollo de PRAX-080/090/100 [S001]	Valor de la plataforma, hoy US$200 M en el base

Fuente: Praxis [S001]; Xenon [S012]; Neurocrine [S016]. La fecha del 3T26 de Praxis es una estimación SDN a partir del calendario de 2025.

11 Cuatro riesgos que el precio no puede fijar: etiqueta, acceso, ampliación y ejecución

RIESGOS

Regulatorio. Un CRL de ET por el diseño del programa (un estudio de retirada y uno controlado) es el riesgo de cola; en relutrigina, un único estudio pivotal con n=51 y una enmienda mayor ya registrada [S001][S003]. **Comercial.** ET compite con genéricos baratos y la propia empresa reconoce rechazo de los pagadores a su precio preliminar [S008, secundaria]. **Financiero.** La caja cubre hasta el 4T28 sin ingresos y el ATM de US$250 M puede usarse sin una operación anunciada [S002]. **Ejecución.** Cambio de auditor el 02-07-2026 (8-K item 4.01, motivo no leído) [S018]; sin novedades regulatorias hasta los PDUFA [S001].

12 Qué vigilamos

SEÑALES

- **Resultados del 3T26.** Si la quema trimestral supera los US$110 M o aparece lenguaje de «financiación oportunista», la ampliación llega antes de las fechas PDUFA.
- **Topline de EMERALD (4T26).** El ~200 de pacientes y las >50 etiologías aumentan la probabilidad de heterogeneidad; un fallo recorta US$22 por acción en nuestro modelo, un éxito suma US$33.
- **Etiqueta de ulixacaltamida (29-01).** Restricciones de uso (tolerabilidad, refractarios) y el precio de lista fijarían el pico real frente a nuestros US$3.000 M.
- **Uso del ATM y términos de la próxima operación.** Una venta en torno a US$150 baja nuestro valor base un 9 % en una ampliación de US$1.000 M.

13 Metodología y límites

TRAZABILIDAD

DATO: caja, acciones, ATM, ofertas, opciones y warrants salen del 10-Q del 2T26 [S002] y de las notas de resultados [S001][S004][S017]; poblaciones, Essential3, EMBOLD y regalías, del 10-K de 2025 [S003]; POWER1, de su nota [S005]; series de caja y acciones, de la SEC [S007]; precios, de Yahoo Finance [S006][S014]; PoS de referencia, de BIO/Informa/QLS [S010]; comparables, de Xenon, Neurocrine y la compra de Marinus [S011][S012][S013][S015][S016]. **CÁLCULO:** rNPV, SOTP, PoS implícita, runway y dilución son cálculos del modelo rNPV de SDN. **CONTRASTE:** precios objetivo y supuestos de la empresa son fuentes secundarias fuera del modelo [S008][S009].

LIMITACIÓN (decisiones propias): (1) Pacientes en el pico, precios netos, rampa, márgenes y tasa del 10 % son supuestos SDN; el precio de ET (US$25.000) está muy por debajo del rango preliminar de la empresa [S008]. (2) Solo EE. UU.: el acuerdo con Tenacia (hasta US$264 M) no se valora por alcance no verificado [S002]. (3) Opciones (1,91 M) fuera por falta de precio de ejercicio; pre-funded warrants (1,24 M) y RSU/PSU (0,65 M) cuentan como acciones. (4) Costes de POWER2/POWER3 (US$330 M), de lanzamiento (US$300 M ET, US$100 M relutrigina) y la quema 2027–2029 son estimaciones SDN calibradas a «hasta 2028» [S001]. (5) Margen de elsunersen (40 %) con regalías de un resumen del 10-K [S003]. (6) Voucher pediátrico y caducidad de patentes: SIN VERIFICAR, fuera.

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.