

보로노이 (310210)

더 좋아진 결과

VRN11, 더 좋아진 결과

AACR에서 VRN11의 추가적인 임상 결과를 공개. C797S 환자 대상 임상 결과를 중심으로 공개되었으며, 기존 발표된 4명을 포함 총 8명의 데이터 공개. 추가 환자 4명에서 모두 종양 크기가 4~50% 감소하며 PR 확인. ORR은 기존 75%(3/4)에서 87.5%(7/8)로 개선. 특히 IC90 수준의 160mg 이상 투약 환자에서는 모두 종양 크기 감소.

용량 증가에 따라 부작용 발생 빈도가 높아졌으나 grade 1~2 수준으로 우수한 내약성 재확인. 저용량 코호트에서 부작용 발생은 추가되지 않으면서 장기 투약에 따른 부작용 증가 가능성은 크지 않을 것으로 판단. 5월말 ASCO에서 CNS 전이 환자 대상 데이터를 공개할 예정이며, 지난해 ESMO asia 발표에서 160mg 이상 CNS 전이 환자에서 질병 무진행 확인.

VRN10, 항체 모달리티 병용 시너지 기대

VRN10은 전임상 시험에서 우수한 HER2 선택성을 보였으며, HER2 internalization 증가 확인. HER2 internalization을 높임으로써 항체 모달리티와 병용 요법에서 효과적일 것으로 판단. 동물 모델에서 VRN10은 T-DXd, trastuzumab 병용 시 우수한 종양 억제 효과를 보였으며, zongertinib, tucatinib 등 경쟁 TKI 대비 CNS 모델에서 높은 수준의 종양 감소 효과 확인.

투자 의견 Buy, 목표 주가 45만원으로 상향

매수 의견을 유지하며, 목표 주가를 45만원으로 41% 상향. 목표 주가 상향은 VRN11의 C797S 변이(2L) 적응증 개발 성공률을 기존 44.1%에서 50% 할증한 66.2%로 상향했으며, 출시 예상 시기도 29년에서 28년으로 조정. 또한 VRN07(ORIC-114)의 EGFR exon20 1L 적응증 개발 성공률도 72.3%(기존 33.8%)로 상향. VRN07의 3상 투약 용량은 80mg qd로 결정되었으며, 2H26 공개될 amivantamab SC 병용 임상 결과 확인 후 단독, 병용(amivantamab 또는 Chemo) 3상 임상을 개시할 것으로 예상.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 450,000원 (U)
 직전 목표주가 **320,000원**
 현재주가 (4/17) **307,000원**
 상승여력 **47%**

시가총액	56,495억원
총발행주식수	18,402,171주
60일 평균 거래대금	316억원
60일 평균 거래량	117,611주
52주 고/저	363,500원 / 91,700원
외인지분율	5.78%
배당수익률	0.00%
주요주주	김현태 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.5)	56.6	177.8
상대	(14.0)	27.8	69.0
절대 (달러환산)	(10.9)	55.6	165.7

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	0	8	34	65
영업이익	-36	-54	-44	-37
지배순이익	-33	-43	-47	-42
PER	-34.4	-59.5	-121.4	-133.0
PBR	16.9	24.2	96.4	345.6
EV/EBITDA	-31.1	-46.7	-130.3	-157.3
ROE	-44.1	-50.2	-57.6	-114.6

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

Valuation

매수 의견 및 목표 주가 45만원으로 상향

목표 주가를 기존 32만원에서 45만원으로 41% 상향하며 매수 의견을 유지한다. 목표 주가는 EGFR C797S 변이(2L) 적응증에 대한 VRN11의 임상 성공률을 기존 44.1%에서 50% 할증한 66.2%로 상향 적용했으며 출시 예상 시점도 기존 29년에서 28년으로 조정했다. 또한 VRN07(ORIC-114)의 EGFR exon20ins NSCLC 1L 적응증에 대한 개발 성공률도 기존 33.8%에서 72.3%로 상향했으며, 그 외 VRN11의 CNS 전이(1L), VRN10의 파이프라인 가치는 기존 추정 가치를 유지했다.

VRN11은 AACR2026에서 EGFR C797S 환자 대상 임상 중간 결과를 발표했으며, 투약 환자는 기존 4명에서 4명이 추가되어 총 8명으로 증가했다. 추가 투약 환자 4명 모두 종양 크기가 감소하며 ORR은 기존 75%(3/4)에서 87.5%(7/8)로 개선되었으며, 안전성에서도 480mg 투약 코호트까지 grade 3 이상 부작용은 1건(1.5%)로 우수한 내약성을 재확인하면서 C797S 적응증에서의 파이프라인 개발 성공 가능성은 커진 것으로 판단한다. ASCO에서 CNS 전이 환자 대상 임상 공개도 예정되어 있으며, 항암 치료에서 CNS 전이 환자의 미충족 수요가 크다는 점에서 긍정적인 결과 공개시 CNS 전이 naïve 환자 대상 적응증 가치도 높아질 것으로 전망한다.

VRN07은 3상 용량으로 80mg qd로 결정되었으며 2H26 EGFR exon20ins NSCLC 1L에서 amivantamab SC 병용 임상 결과를 확인 후 단독 또는 병용 요법으로 3상을 개시할 것으로 예상되며, 관련 마일스톤도 수렴 가능할 것으로 예상한다.

보로노이 목표주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	가치	비고
1. 파이프라인 가치	8,308	A+B+C
A. VRN11	4,510	출시 시점 28년, WACC 10%, 영구 성장률 -10% 적용 임상 성공률 66.2% 적용(기존 44.1%) 임상 성공률 33.8% 적용(기존 25.9%)
-C797S 변이(2L)	2,690	
-CNS 전이환자(1L)	1,820	
B. VRN07	1,934	출시 시점 29년, WACC 10%, 영구 성장률 -10% 적용 임상 성공률 72.3% 적용
- China	1,378	
- Ex China	556	
C. VRN10	1,864	출시 시점 31년, WACC 10%, 영구 성장률 -10% 적용
2. 총 주식수	18,402	
3. 주당 가치	451,475	1/2
4. 목표 주가	450,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

VRN11 매출 추정(US)						(단위: 천명, 백만달러)			
		28F	29F	30F	31F		41F	42F	43F
LC		229	229	230	231		238	239	239
NSCLC	85%	194	195	196	196		202	203	203
비편평 세포암	70%	136	136	137	137		141	142	142
EGFR 양성	24%	33	33	33	33		34	34	34
D/L 변이	88%	29	29	29	29		30	30	30
1차 치료	100%	17	17	17	17		17	17	17
전이		13	13	13	13		14	14	14
재발		3	3	3	3		3	3	3
CNS 전이(-)	74%	12	12	12	12	...	13	13	13
CNS 전이(+)	26%	4	4	4	4		4	4	5
VRN11 M/S(1L, CNS+)		0%	0%	8%	17%		40%	40%	40%
1L 매출		0	0	125	266		646	648	650
2차 치료(VRN11 native)	80%	13	13	13	13		12	12	12
C797S 변이	10%	1	1	1	1		1	1	1
VRN11 M/S(2L)		15%	28%	35%	35%		65%	65%	65%
2L 매출		48	89	110	123		193	193	194
총 매출액		48	89	235	389		839	841	844

자료: 유안타증권 리서치센터

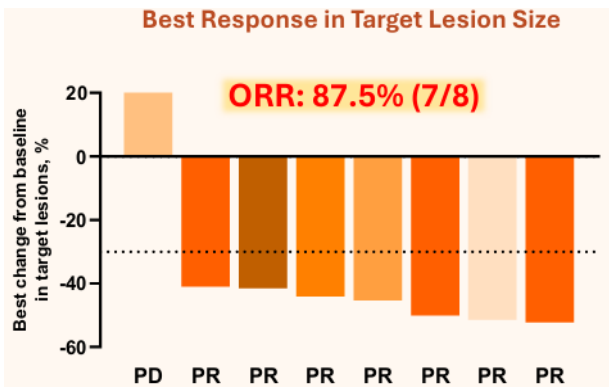
VRN11, 더 좋아진 결과

C797S 변이 환자 ORR 87.5%로 개선

이번 AACR에서는 지난해 AACR-NCI-EORTIC(ANE)에서 발표된 4명을 포함해 총 8명의 C797S 변이 환자 대상 임상 결과가 공개되었다. VRN11을 투약 받은 8명 중 과거 임상 공개에서 PD를 보인 1명을 제외한 7명에서 모두 PR 반응을 보이면서 ORR은 87.5%로 기존 75% 대비 증가했다. PR 환자 7명의 표적 병변에서의 종양 크기 감소율은 4~50%를 보였다.

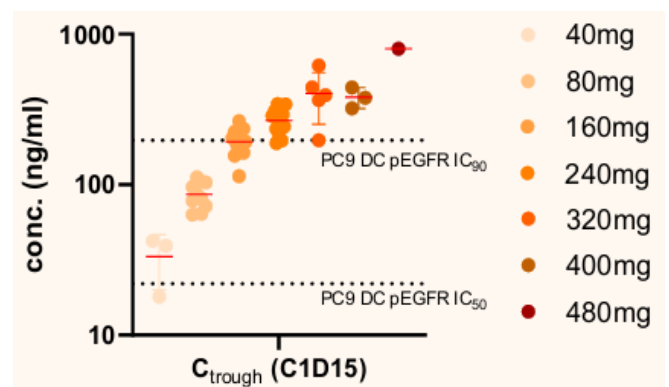
이번에 추가된 PR 환자 4명 중 3명은 320mg을 투약 받았으며 나머지 1명은 400mg을 투약 받으면서 160mg 이상 용량을 투약 받은 C797S 환자에서는 모두 PR을 기록했다. 용량별 PK 분석에서 160mg 투약 코호트부터 DC(Del19-C797S 변이) 기준 IC₉₀(90% 억제 농도) 수준의 C_{trough}(안정 상태에서 혈중 최저 농도)를 보이면서 160mg 이상 투약 코호트에서는 혈중 최저 농도 기간에서도 충분한 종양 억제 효과를 유지할 수 있었기 때문으로 판단한다.

EGFR C797S 환자 종양 크기 변화



자료: AACR, 유안타증권 리서치센터

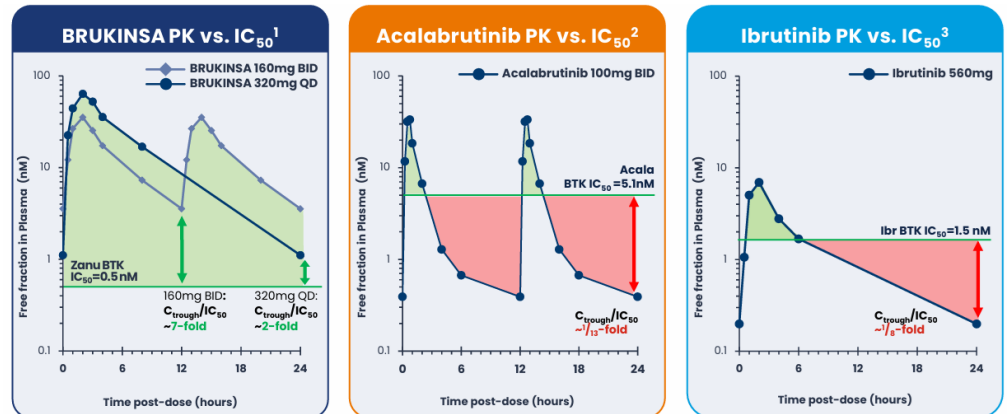
VRN11 용량 코호트별 C_{trough}



자료: AACR 유안타증권 리서치센터

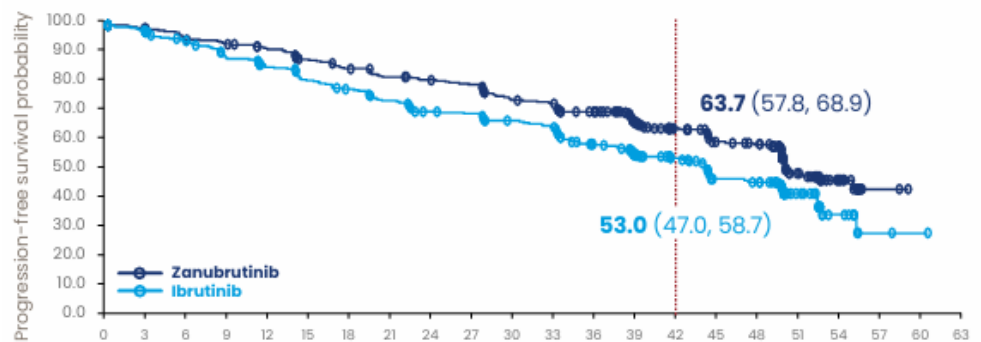
세포주 실험에서 VRN11은 Del19 또는 L858R 변이 세포주에서 C797S 변이 세포주보다 더 우수한 억제 효과를 보였다. Del19와 L858R은 naïve EGFR NSCLC 환자에서 대부분을 차지하는 변이로 VRN11은 두 변이에서도 강력하고 지속적인 종양 억제 효과를 보일 것으로 예상하며 naïve 환자 대상 임상에서 PFS 연장 효과로 이어질 수 있을 것으로 기대한다. BTKi 중 하나인 zanubrutinib은 VRN11과 유사하게 C_{trough}에서도 IC₅₀의 2~7배 수준의 농도를 유지하며 이는 경쟁 약물인 ibrutinib과 acalabrutinib의 혈중 농도가 일정 기간 IC₅₀을 하회하는 것과 대조적이다. Zanubrutinib은 ibrutinib과의 직접 비교 임상에서 PFS HR 0.66으로 우위에 있는 결과를 보여줬다.

BTKi PK 비교



자료: Beone Medicine, 유안타증권 리서치센터

Zanubrutinib vs Ibrutinib(R/R CLL)



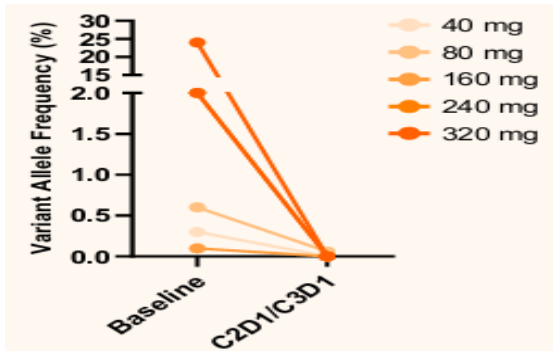
Months from randomization	0	3	6	9	12	15	18	21	24	27	30	33	36	39	42	45	48	51	54	57	60	63
No. subjects at risk	Zanubrutinib 327	313	301	295	286	268	257	247	241	236	214	208	189	151	128	108	103	43	19	2	0	0
	Ibrutinib 325	304	292	271	256	238	227	213	197	194	182	173	147	116	101	76	73	30	10	2	1	0

	Zanubrutinib	Ibrutinib
# of events (%)	134 (41.0%)	160 (49.2%)
HR (95% CI):	0.66 (0.52, 0.84)	
nominal p-value	0.0005	

자료: Beone Medicine, 유안타증권 리서치센터

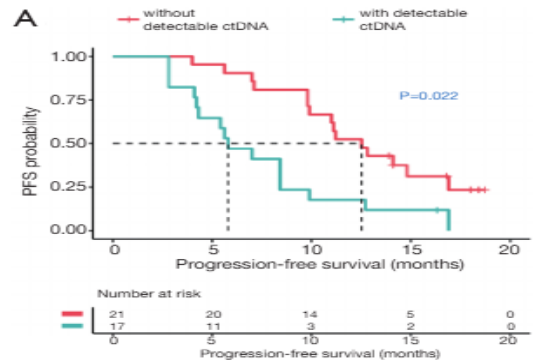
혈액 ctDNA 분석에서도 지난 중간 결과와 마찬가지로 PR 환자에서 4주 또는 8주 후 혈액 내 ctDNA가 완전히 소실되는 것을 확인할 수 있었다. Osimertinib의 ELIOS 연구를 비롯한 다양한 연구에서도 약물 투약 이후 초기 혈액 ctDNA의 잔존 여부에 따라 향후 환자 치료 예후에 영향을 미치는 것으로 알려져 있으며, VRN11에서도 동일한 경향을 보이는 것으로 보인다.

ctDNA 변화



자료: AACR, 유안타증권 리서치센터

ctDNA 검출 유무에 따른 PFS 차이(Osimertinib)



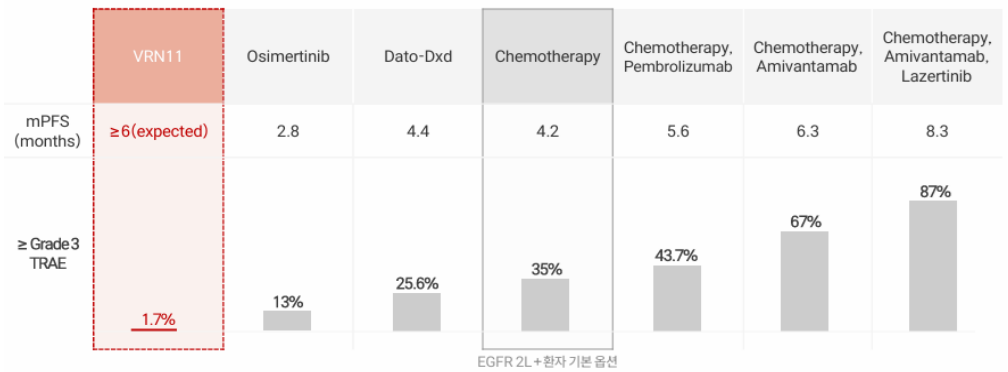
자료: Translational Lung Cancer Research, 유안타증권 리서치센터

EGFR 2L+ All-Comer 에서도 경쟁력 높을 것

VRN11은 EGFR 2L 이상에서 C797S 변이 외에도 All-Comer 환자 대상 1b/2상 진행 계획을 가지고 있으며, 약물 경쟁력도 높을 것으로 판단한다. 현재 EGFR TKI 투약 후 내성 환자들의 경우 chemotherapy, amivantamab/chemotherapy(ACP) 또는 Dato-Dxd 등이 사용되고 있으나 mPFS가 길지 않은 편이다.

All-Comer 환자 대상 임상 의 경우 벤치마크는 ACP가 될 것으로 판단한다. ACP는 MARIPOSA-2 임상에서 mPFS 6.3개월 기록하며, 가장 긴 mPFS를 달성했다. 다만, G3 이상 부작용 발생 빈도가 67%로 높았으며, 동일 임상에서 amivantamab/lazertinib/chemotherapy (LACP)가 8.3개월로 더 긴 mPFS를 기록했으나 87%의 환자에서 G3 이상 부작용을 보이면서 J&J는 ACP로 허가를 받으면서 안전성도 중요한 경쟁 요인으로 보인다.

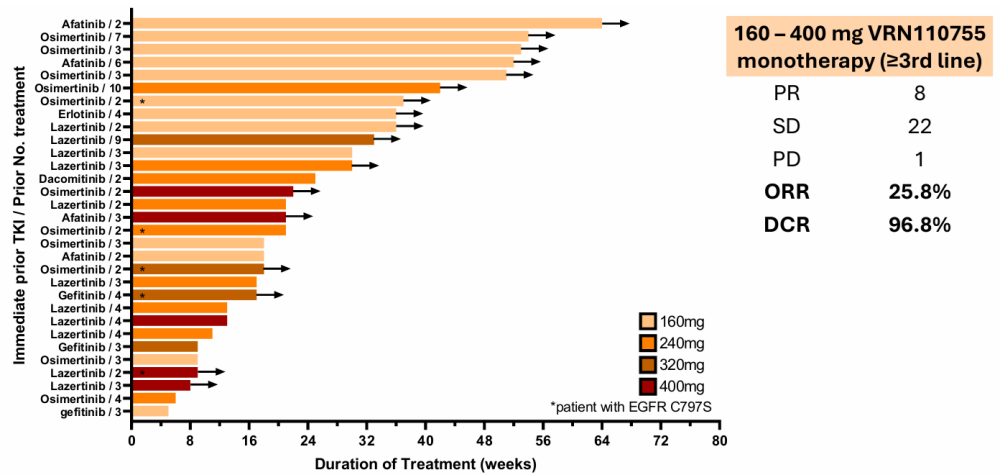
EGFR TKI 내성/불응 환자 대상 임상 비교



자료: 보로노이, 유안타증권 리서치센터

VRN11은 3차 이상 치료 환자(31명) 중 데이터 컷 오프 시점(3/12) 기준 17명이 투약을 유지하고 있었으며 DCR은 96.8%로 지난 ANE에서 공개된 95.2%와 유사한 수준을 유지했다. 17명 중 11명은 6개월(24주) 이상 투약을 지속하고 있다. 안전성에서는 고용량 투약 환자가 증가하며 부작용 빈도는 60%로 높아졌으나 대부분 grade 1~2 수준으로 경미했으며, grade 3 부작용은 240mg 투약군에서 급성 신부전이 1건 발생했으나 회복되었으며 QT 연장이나 ILD와 같은 부작용은 발견되지 않았다. 투약 기간이 10개월 이상의 환자가 증가함에도 불구하고 초기 용량 코호트들에서 추가적인 부작용 발생은 보고되지 않아면서 장기 투약에 따른 부작용 발생 가능성은 높지 않을 것으로 판단한다.

VRN11 환자별 투약 기간(160~400mg 3L+)



자료: AACR, 유안타증권 리서치센터

VRN11 안전성 결과

Adverse events of VRN110755 monotherapy

TRAE, n (%)	10 mg (N=3)	20 mg (N=4)	40 mg (N=3)	80 mg (N=12)	160 mg (N=13)	240 mg (N=14)	320 mg (N=7)	400 mg (N=5)	480 mg (N=4)	All (N=65)
Any grade	1 (33)	2 (50)	1 (33)	3 (25)	7 (54)	12 (86)	4 (57)	5 (100)	4 (100)	39 (60)
Grade 1	1 (33)	2 (50)	1 (33)	3 (25)	5 (38)	7 (50)	3 (43)	2 (40)	1 (25)	25 (38)
Grade 2	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	2 (15)	4 (29)	1 (14)	3 (60)	3 (75)	13 (20)
Grade 3	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	1 (7)*	0 (0)	0 (0)	0 (0)	1 (2)
DLT	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)

* One patient experienced Grade 3 acute kidney injury; the event was reversible, and no recurrent cases were observed in other treated patients.

- Any drug-related adverse event leading to dose reduction was observed in 4 patients (6%).
- Any drug-related adverse event leading to dose interruption was observed in 8 patients (13%).
- No patients experienced drug-related adverse events leading to treatment discontinuation.
- **No treatment-related clinically meaningful QT prolongation or ILD was observed.**

자료: AACR, 유안타증권 리서치센터

뇌전이 관련 임상 데이터는 ASCO 에서

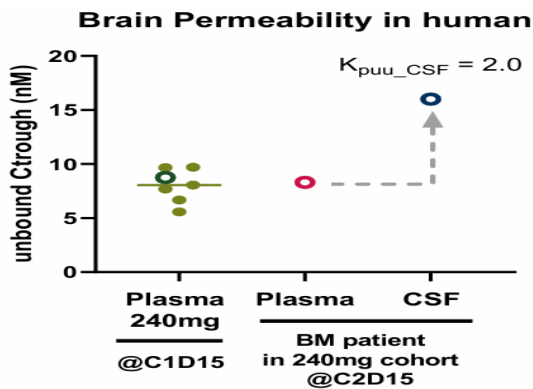
VRN11의 뇌전이 관련 임상 데이터는 5월말 예정된 ASCO에서 발표할 예정이다. ESMO asia에서 17명의 CNS 전이 환자(80mg 이상 투약) 데이터가 공개되었다. 80mg 투약 코호트 2명에서 CNS 병변의 진행을 보였으며 160mg 이상을 투약한 코호트에서는 CNS 병변에서 무진행을 보였다.

CNS progression 결과(80mg 이상)

Efficacy evaluable patients	80 mg	160 mg	240 mg	320 mg	Total
All evaluable patients, N	9	12	13	3	37
CNS progression, n/N (%)	2/9 (22%)	0/12 (0%)	0/13 (0%)	0/3 (0%)	2/37 (5%)
CNS metastases at baseline, N	5	7	4	1	17
CNS progression, n/N (%)	2/5 (40%)	0/7 (0%)	0/4 (0%)	0/1 (0%)	2/17 (12%)
No CNS metastases at baseline, N	4	5	9	2	20
CNS progression, n/N (%)	0/4 (0%)	0/5 (0%)	0/9 (0%)	0/2 (0%)	0/20 (0%)

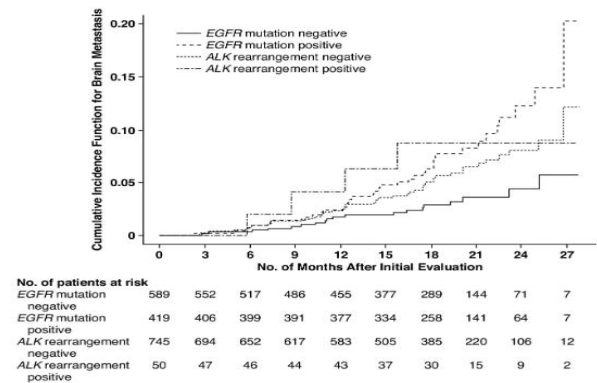
자료: ESMO asia, 유안타증권 리서치센터

VRN11(240mg 투약 환자) 혈액 및 CSF 내 약물 농도



자료: ESMO asia, 유안타증권 리서치센터

NSCLC 진단 후 뇌전이 누적 발생률(EGFR, ALK 돌연변이 유무)



자료: American Journal of Roentgenology, 유안타증권 리서치센터

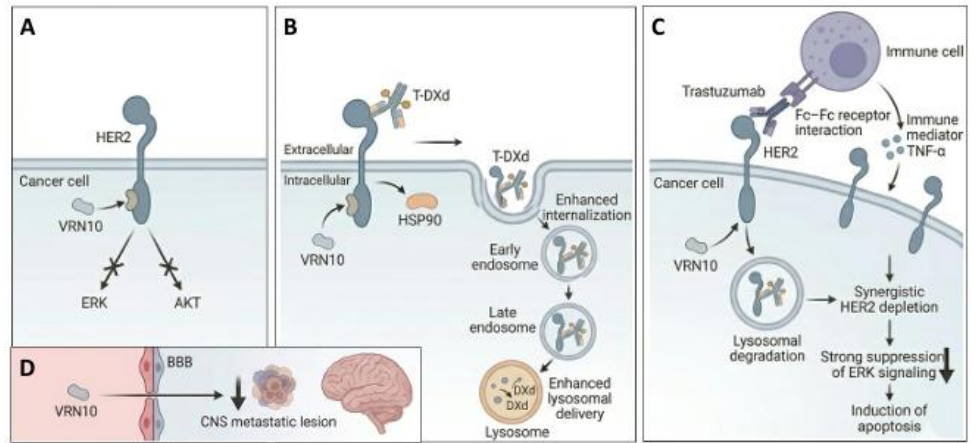
이번 AACR에서 공개된 환자 투약 정보에 따르면 28명의 CNS 전이 환자가 포함되었다. 저용량(10mg~40mg)을 투약 받은 5명을 제외하면 6명의 추가 환자 데이터가 공개될 것으로 보이며, 3월 컷오프 이후 추가적인 환자 데이터까지 고려할 때 발표되는 CNS 환자 수는 더 많을 것으로 예상된다. VRN11은 CNS 전이 naïve 환자 대상 임상을 진행할 예정으로 ASCO에서 긍정적인 데이터를 공개하게 된다면 임상 진행에 속도를 높일 수 있을 것으로 기대한다.

VRN10, 병용 요법 가능성 확인

HER2 internalization 증가 확인

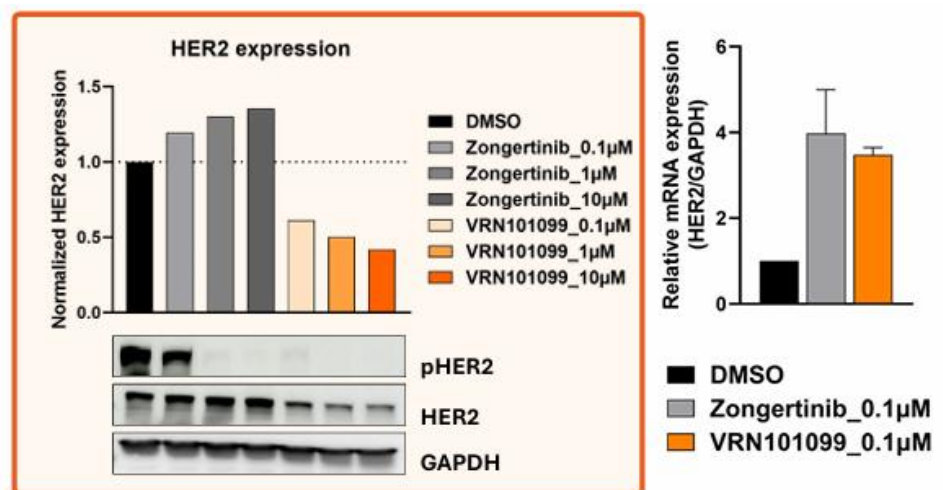
VRN10의 전임상 결과도 이번 AACR에서 같이 공개되었으며 HER2 선택성, CNS 모델에서 TKI 간 효과 비교 외에도 VRN10 투약시 HER2 수용체 변화에 대한 연구 결과가 포함되었다. VRN10은 세포 실험에서 zongertinib과 달리 HER2 발현량을 용량 의존적으로 감소시켰으나 mRNA 분석에서 유사한 mRNA 발현을 보이면서 VRN10이 HER2 수용체의 분해를 촉진하는 것으로 보인다.

VRN10 작용 기전



자료: AACR, 유안타증권 리서치센터

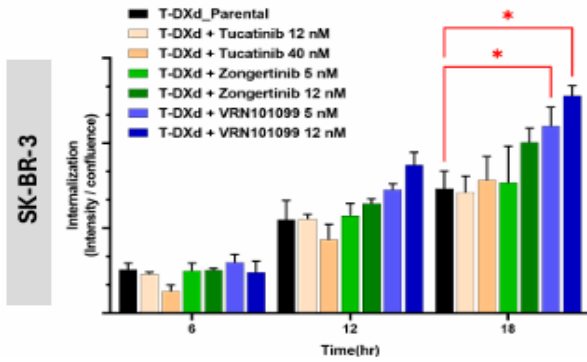
HER2 발현량 변화



자료: AACR, 유안타증권 리서치센터

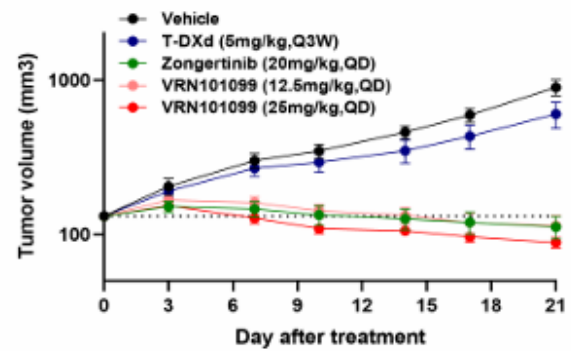
T-Dxd과의 병용에서 VRN10은 HER2 internalization을 증가시켰으며, 동물 모델에서 병용 투약군에서 더 높은 종양 감소 효과를 보였다. 또한 T-Dxd 내성 모델에서도 VRN10의 종양 억제 효과를 확인하면서 1b 임상에서 T-Dxd 병용 요법을 평가할 예정이다.

T-Dxd와 HER2 TKI 병용시 internalization 변화



자료: AACR, 유안타증권 리서치센터

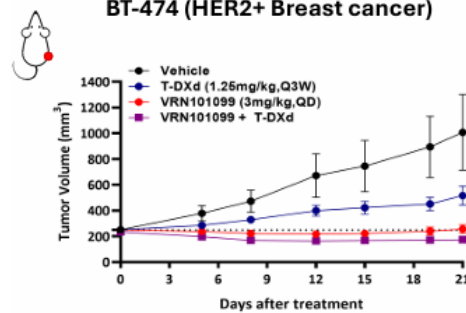
T-Dxd 내성 마우스 모델에서 약물 비교



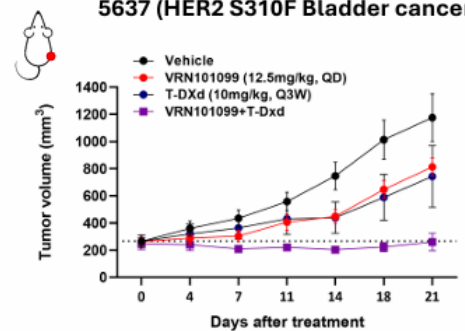
자료: AACR, 유안타증권 리서치센터

VRN10 과 T-Dxd 병용 효과

BT-474 (HER2+ Breast cancer)



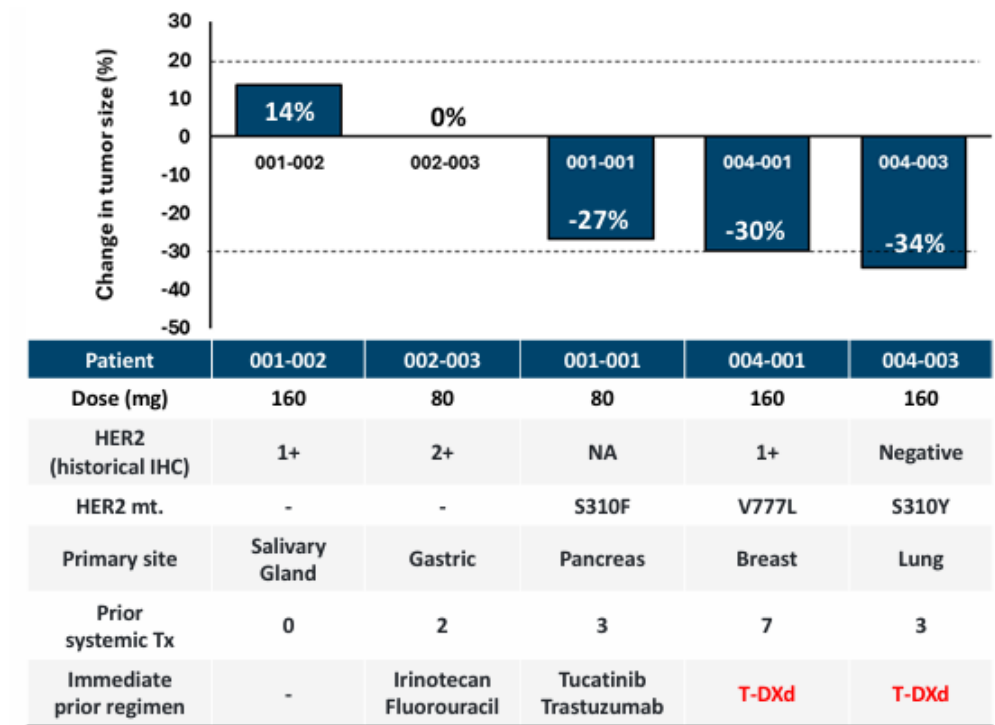
5637 (HER2 S310F Bladder cancer)



자료: AACR, 유안타증권 리서치센터

지난해 SABCS에서 VRN10의 초기 코호트(80~160mg)에서 일부 부작용이 보고되었으나 경미한 수준이었다. 평가 가능한 5명의 환자 중 1명에서 20% 후반의 종양 감소가 확인되었으며 2명은 각각 34%, 30% 종양 감소를 보였으며, 2명 모두 T-Dxd 투약 경험이 있었다. ASCO에서 VRN10의 1a 임상 결과도 발표할 예정으로 지난 발표보다 증가된 용량에서 내약성 유지 여부 및 유방암, 위암 등 주요 HER2 발현 암종에서 단독 투여 효과가 재확인될 경우 VRN10 가치도 상승할 것으로 판단한다.

VRN10 유효성 결과



자료: SABCS, 유안타증권 리서치센터

VRN10 안전성 결과

Event (%)	VRN101099						Zongertinib	
	80mg (n=3)		160mg (n=5)		240mg (n=4)		120mg (n=75)	
	All	G ≥3	All	G ≥3	All	G ≥3	All	G ≥3
Any TRAE	33	-	40	-	50	-	97	17
Diarrhea	-	-	20	-	25	-	56	1
Rash	-	-	-	-	-	-	33	-
ALT increased	-	-	-	-	-	-	24	5
AST increased	-	-	20	-	-	-	21	8
Dry skin	-	-	-	-	25	-	15	-
Pruritus	-	-	-	-	-	-	13	-

자료: SABCS, 유안타증권 리서치센터

보로노이 (310210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	0	8	34	65	51
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	8	34	65	51
판매비	36	62	78	102	119
영업이익	-36	-54	-44	-37	-67
EBITDA	-34	-53	-43	-36	-66
영업외손익	4	4	-3	-6	-10
외환관련손익	1	0	0	0	0
이자손익	2	-1	-3	-6	-10
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	1	5	0	0	0
법인세비용차감전순이익	-33	-51	-47	-43	-77
법인세비용	0	-8	0	0	-1
계속사업순이익	-33	-43	-47	-42	-76
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-33	-43	-47	-42	-76
지배지분순이익	-33	-43	-47	-42	-76
포괄순이익	-32	-42	-46	-42	-76
지배지분포괄이익	-32	-42	-46	-42	-76

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-29	-72	-71	-67	-101
당기순이익	-33	-43	-47	-42	-76
감가상각비	2	2	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	1	-30	-30	-30	-29
기타현금흐름	0	-2	4	4	4
투자활동 현금흐름	22	-32	12	23	21
투자자산	24	-31	0	1	1
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-2	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	12	21	21
재무활동 현금흐름	4	130	-50	36	-50
단기차입금	0	4	-1	-1	-1
사채 및 장기차입금	-11	58	0	87	0
자본	20	72	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5	-4	-50	-50	-50
연결범위변동 등 기타	0	0	81	82	74
현금의 증감	-3	26	-28	73	-56
기초 현금	13	10	36	7	80
기말 현금	10	36	7	80	24
NOPLAT	-36	-54	-44	-37	-67
FCF	-30	-74	-71	-67	-101

자료: 유안타증권

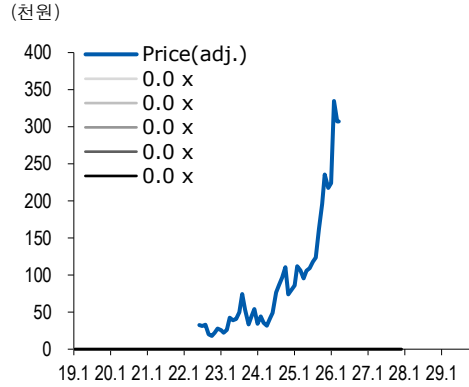
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	56	148	109	162	84
현금및현금성자산	10	36	7	80	24
매출채권 및 기타채권	0	0	1	2	2
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	17	23	21	19	18
유형자산	5	6	5	4	3
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	10	13	13	12	11
자산총계	74	171	131	181	102
유동부채	7	8	8	7	7
매입채무 및 기타채무	3	3	4	4	4
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	60	65	157	155
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	37	37	124	124
부채총계	7	67	73	165	162
지배지분	66	104	58	16	-59
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	242	314	314	314	314
이익잉여금	-190	-232	-279	-321	-398
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	66	104	58	16	-59
순차입금	-54	-84	-45	-11	66
총차입금	1	63	62	148	147

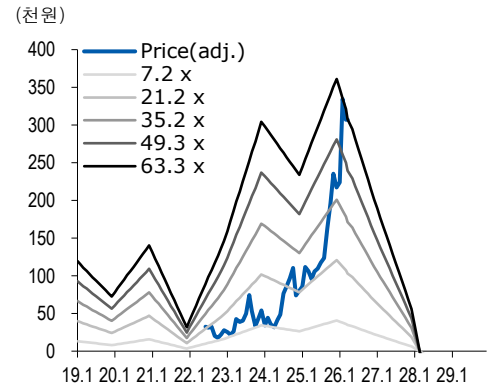
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-1,818	-2,323	-2,530	-2,309	-4,148
BPS	3,696	5,705	3,184	888	-3,267
EBITDAPS	-1,916	-2,861	-2,337	-1,947	-3,614
SPS	0	409	1,853	3,538	2,793
DPS	0	0	0	0	0
PER	-34.4	-59.5	-121.4	-133.0	-74.0
PBR	16.9	24.2	96.4	345.6	-94.0
EV/EBITDA	-31.1	-46.7	-130.3	-157.3	-85.9
PSR	-	-	-	-	-
	214682628	338.1	165.7	86.8	109.9
	1				

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	353.9	90.9	-21.0
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
매출총이익률 (%)	0.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	0.0	-723.9	-129.9	-56.5	-130.7
지배순이익률 (%)	0.0	-568.5	-136.5	-65.3	-148.5
EBITDA 마진 (%)	0.0	-700.2	-126.1	-55.0	-129.4
ROIC	-904.5	-1,395.0	-942.1	-883.3	-2,045.7
ROA	-38.8	-34.9	-30.8	-27.3	-53.9
ROE	-44.1	-50.2	-57.6	-114.6	352.7
부채비율 (%)	10.9	65.0	125.4	1,019.4	-272.2
순차입금/자기자본 (%)	-81.5	-81.2	-77.2	-65.2	-110.7
영업이익/금융비용 (배)	-62.6	-20.5	-8.5	-4.2	-5.5

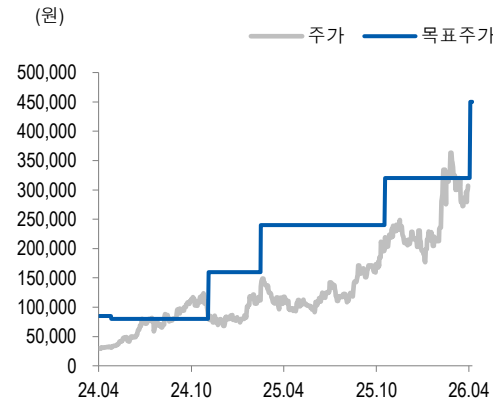
P/E band chart



P/B band chart



보로노이 (310210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-04-20	BUY	450,000	1년		
2025-11-04	BUY	320,000	1년	-22.17	13.59
2025-03-04	BUY	240,000	1년	-46.90	-11.88
2024-11-21	BUY	160,000	1년	-44.80	-23.88
2024-05-13	BUY	80,000	1년	-4.75	54.63
2023-11-16	BUY	85,000	1년	-53.97	-36.47

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-04-18

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 이해관계(1% 이상 지분보유)에 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.