

보로노이 (310210)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

150,000

신규

현재주가

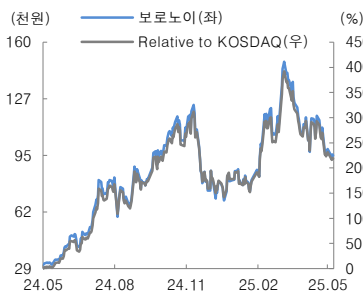
93,000

(25.05.12)

재약업종

KOSDAQ	722.52
시가총액	1,736삼억원
시가총액비중	0.46%
자본금(보통주)	9삼억원
52주 최고/최저	148,800원 / 31,150원
120일 평균거래대금	249억원
외국인지분율	4.36%
주요주주	김현태 외 5 인 39.72%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.2	-9.2	-21.3	192.7
상대수익률	-12.9	-6.7	-19.1	252.5



항암제 내성 시장의 떠오르는 다크호스

- 투자의견 매수, 목표주가 150,000원으로 커버리지 개시
- VRN11: 기대감이 높아지는 임상 결과 발표, 내성 시장 정조준
- VRN10: HER2 TKI 충분히 매력적인 파이프라인으로 추후 기술이전 기대

투자의견 매수, 목표주가 150,000원 제시

동사는 표적항암제 전문 신약개발 기업으로, 그동안 대부분의 파이프라인이 전임상 단계에 있었으나, 최근 임상 단계 파이프라인의 증가로 기술이전 가능성과 기업가치 상승 여력 확대가 기대되어, 투자의견 매수, 목표주가 15만원으로 커버리지를 개시함. 목표주가는 임상 데이터를 공개한 VRN07과 VRN11의 신약가치를 기반으로 산출. 총 기업가치는 VRN07 신약가치 1,820억원, VRN11 신약가치 2.5조원을 더하여 2.7조원으로 산정. 향후 VRN11 고용량 임상 결과 발표, VRN10 글로벌 제약사 기술이전, VRN07 중화권 기술이전 등 주요 이벤트가 가시화될 경우 파이프라인 가치가 추가적으로 상승할 가능성이 높음

VRN11: 기대감이 높아지는 임상 결과 발표, EGFR+ 내성 시장 정조준

주력 파이프라인 VRN11(EGFR 19del/L858R/C797S)은 올해 4월 AACR에서 우수한 임상 1a상 초기 데이터를 발표, 고난이도 환자군임에도 불구하고 저용량 단계부터 항암 활성이 확인되었고, 부작용도 Grade 1 정도의 경미한 수준에 그친 점이 매우 고무적임. 동시에, C797S 및 unknown 변이 환자에서 의미 있는 효능을 확인. 연내 고용량 코호트 임상 결과 발표 예상. 고용량 투여군에서 효능 개선 및 안전성 결과가 유지될 경우, 추후 화학항암제와의 병용 전략에서 차별화된 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 기대됨

VRN10: HER2 TKI 충분히 매력적인 파이프라인

VRN10(HER2) 최근 글로벌 임상 1상에 진입하였으며, 뇌전이 동물모델에서 경쟁 약물 대비 우수한 항암 효능을 확인한 바 있음. 추후 전임상 결과 및 임상 초기 데이터를 기반으로 기술이전 기대. VRN07(EGFR Exon20ins)은 임상 1상에서 전임상 결과를 성공적으로 재현하여, 동사의 약물 설계 역량, 비임상 효능 검증, 임상 재현성까지 일관되게 입증되며 후속 파이프라인에 대한 신뢰를 높임

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 삼억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	0	0	0	0	0
영업이익	-31	-36	-43	-44	-44
세전순이익	-36	-33	-41	-42	-42
총당기순이익	-37	-33	-41	-42	-42
자배분순이익	-37	-33	-41	-42	-42
EPS	-2,307	-1,818	-2,248	-2,268	-2,289
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	5,093	3,703	3,441	2,267	801
PBR	10.6	21.6	27.4	41.6	117.8
ROE	-63.8	-44.1	-63.7	-79.5	-149.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출

자료: 보로노이, 대신증권 Research Center

1. 투자의견 및 밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가 150,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy,
목표주가 18만원
신규 제시

동사는 2015년 설립되어 2022년 코스닥에 상장된 표적항암제 전문 신약개발 기업으로 숙련된 의약화학 인력과 자체 Wet Lab 인프라를 바탕으로, 후보물질 발굴 능력을 내재화하였다. 이를 통해 높은 선택성과 BBB(뇌혈관 장벽) 투과율을 갖춘 Kinase(인산화효소) 저해제 설계 역량을 보유하고 있으며, 약물 설계와 비임상 효능 검증에 강점을 지닌 기업이다.

그동안 동사의 파이프라인 대부분이 전임상 단계에 머물러 있었으나, 최근 임상 단계로 진입한 파이프라인이 늘어나면서 기술이전 가능성과 기업가치 상승 여력 확대가 기대된다.

첫번째 파이프라인 VRN07(EGFR Exon20 ins)은 우수한 전임상 데이터를 바탕으로 2020년 Oric pharmaceuticals에 기술이전되었으며, 이후 임상 1상에서 전임상 결과를 성공적으로 재현했다. 이 과정에서 약물 설계 역량, 비임상 효능 검증, 임상 재현성까지 일관되게 입증되며 보유 파이프라인에 대한 시장의 신뢰도를 높였다.

이어서 개발된 VRN11(EGFR 19del/L858R/C797S)은 2025년 AACR(미국종양학회)에서 임상 1a상 초기 데이터를 발표하며, 의미 있는 성과를 보였다. 약물 관련 grade 2 이상 부작용 없이 안전성이 입증되었고, 특히 C797S 및 Unknown 변이 환자에서 약물 효능이 확인되면서 이후 데이터에 대한 기대감을 높였다. 연내 고용량 투여 코호트 결과가 발표될 예정이며, 유효성과 안전성 측면에서 긍정적인 데이터가 이어질 경우, 미충족 의료수요가 높은 EGFR 2차 치료제 시장내에서 의미 있는 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

세번째 파이프라인 VRN10(HER2)은 최근 호주와 한국에서 글로벌 임상 1상에 진입했다. HER2 타겟 표적 치료제는 항체 기반 약물이 주류를 이루고 있으나, 뇌전이 환자에 대한 치료 옵션은 여전히 제한적이다. VRN10은 뇌종양 동물모델에서 경쟁 약물 대비 우수한 CNS 종양 억제 확인한 바 있으며, 이러한 특성은 향후 기술이전 가능성 측면에서도 주목할 만하다.

앞으로 VRN11의 고용량 임상 결과 발표, VRN10의 글로벌 제약사 대상 기술이전, VRN07의 중화권 기술이전 등 주요 이벤트가 가시화될 경우, 동사는 약물 설계 및 비임상 효능 검증 역량에 기반한 초기 개발 기업에서, 실제 임상 성과를 기반으로 상업화 가능성을 입증하는 단계로 전환될 것으로 기대된다. 이에 따라 구조적인 기업가치 상승이 전망되며, 이에 투자의견 매수, 목표주가 150,000원으로 커버리지를 개시한다.

보로노이 기업가치 2.7조원, 목표주가 15만원 제시

동사의 목표주가는 신약 파이프라인의 가치를 합산한 방식으로 산정되었으며, 기업가치는 2.7조원, 목표주가는 15만원으로 제시한다. 가치 산정에 포함된 파이프라인은 임상 1상 중간 결과가 공개된 VRN07과 VRN11이며, 최근 임상 1상을 개시한 VRN10은 아직 임상 데이터가 확보되지 않았기 때문에 보수적으로 기업가치 산정에서 제외하였다. 다만, 연내 임상 중간 결과 발표 및 기술이전이 가시화될 경우 기업가치에 추가 반영될 여지가 있다.

VRN11 신약가치는 총 2.5조원으로 평가한다. Unknown 돌연변이를 타겟으로 한 치료제 가치를 약 1.9조원으로, C797S 변이 표적치료제 가치를 약 6,200억원으로 각각 산정했다. VRN11은 2025년 10월 임상 1a상을 마무리하고, 2026년 상반기에 C797S 돌연변이 환자들을 대상으로 임상 2상에 진입할 계획이며, 2027년 유럽, 대만, 한국을 중심으로 가속승인 및 출시를 목표로 하고 있다. 수익 발생 시점은 보수적으로 미국 출시가 예상되는 2030년부터로 가정하였다. 또한 Unknown 돌연변이에 대해서는 화학항암제와 병용요법으로 내년 임상 개시를 목표로 하고 있으며, 이 또한 2030년 출시를 기준으로 가치 평가에 반영하였다.

VRN07의 신약가치는 총 1,820억원으로 평가한다. 기술이전 계약을 체결한 오릭으로부터 2029년 이후 수령할 로열티를 기반으로 산정되었으며, 미국 시장 가치를 약 360억원으로 추정하였다. 현재 동사는 VRN07의 중화권 권리를 보유하고 있으며, 중국은 미국 대비 폐암 신규 환자수가 약 4.7배, EGFR 돌연변이 발생 비율이 미국 대비 1.6배 높은 것으로 알려져 있다. 이를 반영해 중화권 가치는 보수적으로 미국 시장 가치의 4배 수준으로 적용하였다.

표 1. 보로노이 목표주가 산출

(단위: 십억원)

	기업가치	비고
신약 가치 (A+B)	2,707	
VRN11 가치 (A)	2,525	2L EGFR+ NSCLC (C797S, Unknown)
C797S	620	
Unknown	1,905	
VRN07 가치 (B)	182	1L Exon 20 ins
US	36	
China	146	
유통주식수 (천주)	17,966	
적정주가 (원)	150,646	
목표주가 (원)	150,000	
현재주가 (원)	93,000	25.05.12
상승여력	61%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. VRN11, VRN07 밸류에이션 주요 가정

항목	내용	비고
공통 가정		
WACC	8.3%	US Biopharma 평균 WACC
영구성장률(g)	-10%	가정
세전이익률	75%	주요 빅파마 세전이익률 평균값
서울 환율 (원)	20%	가정
환율 (원)	1300	가정
VRN11 적용		
NSCLC EGFR TKI 시장 규모 (\$mn)	7297	Evaluate Pharma
NSCLC EGFR TKI 시장 CAGR (%)	10.2%	과거 10년간 EGFR TKI 시장 CAGR(%)을 30% 할인
3 세대 EGFR TKI 시장 비율	95%	Evaluate Pharma, 24 년 타그리스 시장점유율
타그리스 보조요법 비율	20%	가정
보조요법 후 내성 발생 비율	25%	Nat Med (2025)
3 세대 이후 Unknown 발생 비율	50%	Leonetti, A. et al. Br J Cancer 121, 725-737 (2019)
1/2 세대 이후 Unknown 발생 비율	20%	Wagener-Rydzek, S., et al. BMC Cancer 20, 408 (2020)
3 세대 이후 C797S 발생 비율	7%	JCO, 53(7), 547-561 (2023)
VRN07 적용		
미국 폐암 신규 환자수 (명)	226,003	world cancer research fund
NSCLC 비율	85%	J Thorac Dis, Dec;2(4):199-204 (2010)
비평편 세포암 비율	70%	J Thorac Dis, Dec;2(4):199-204 (2010)
EGFR 돌연변이 비율	24%	Cancer Epidemiology, Volume 76, 102080 (2022)
Exon 20 ins 돌연변이 비율	4%	Targeted Oncology 17, 2 (2022)
VRN07 약가 (\$)	242,700	약가 추정
로열티 (%)	10%	가정

자료: 대신증권 Research Center

표 3. VRN07 약가 추정

Exon 20 ins 승인 약물	연간약가(ASP, \$)	출처
Rybrevant(Amivantamab)	281,292	Evaluate Pharma
Exkivity(Mobocertinib)	325,458	Evaluate Pharma
평균 약가	303,375	
VRN07 추정 약가	242,700	20% 할인적용

자료: 대신증권 Research Center

표 4. VRN11 신약 가치 밸류에이션 (단위: 십억원)

	2025	-	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
2L, Unknown 밸류에이션													
개발단계	1a 상		출시										
NSCLC EGFR TKI 시장규모			9,981	11,002	12,127	13,367	14,734	16,240	17,901	19,731	21,749	23,972	26,424
CAGR 10.2%			10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
3 세대 EGFR TKI (A)	95%		9482	10452	11521	12699	13997	15428	17006	18745	20661	22774	25102
타그리스 보조요법	20%		1896	2090	2304	2540	2799	3086	3401	3749	4132	4555	5020
보조요법 후 내성 발생 (a)	25%		474	523	576	635	700	771	850	937	1033	1139	1255
타그리스 투약환자 (b)	80%		7586	8362	9217	10159	11198	12343	13605	14996	16529	18219	20082
Unknown 변이 (a+b) x50%	50%		4030	4442	4896	5397	5949	6557	7227	7966	8781	9679	10669
1/2 세대 EGFR TKI (B)	5%		499	550	606	668	737	812	895	987	1087	1199	1321
Unknown 변이	20%		100	110	121	134	147	162	179	197	217	240	264
총 타겟 시장 규모 (A+B)			4130	4552	5018	5531	6096	6719	7406	8164	8999	9919	10933
시장 점유율			5%	8%	15%	18%	22%	26%	30%	35%	38%	38%	38%
예상 매출 (\$mn)			206	364	753	996	1341	1747	2222	2857	3419	3769	4154
원화 환산(십억원)	1,300		268	473	978	1294	1743	2271	2889	3715	4445	4900	5401
세전이익(십억원)	75%		201	355	734	971	1308	1703	2166	2786	3334	3675	4051
FCFF	1-서울		161	284	587	776	1046	1363	1733	2229	2667	2940	3240
PV of FCFF			100	163	310	379	471	567	666	790	873	889	905
TV													4,450
PV of TV	1,242	서울 20.0%, WACC 8.3%, g -10.0%											
추정 FCFF 현재가치 합	6,113												
총 신약가치	7,356												
성공확률 반영 가치 (25.9%)	1,905	Biomarker 약물 임상 1 상 성공확률											
2L, C797S 밸류에이션													
개발단계	1a 상		US 출시										
C797S 변이 (a+b) x7%	7%		564	622	685	756	833	918	1012	1115	1229	1355	1494
시장 점유율			20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	80%	80%	80%	80%
예상 매출 (\$mn)			113	187	274	378	500	643	809	892	983	1084	1195
원화 환산(십억원)	1,300		147	243	356	491	650	835	1052	1160	1279	1409	1553
세전이익(십억원)	70%		110	182	267	368	487	627	789	870	959	1057	1165
FCFF	1-서울		88	146	214	295	390	501	631	696	767	846	932
PV of FCFF			55	83	113	144	176	209	243	247	251	256	260
TV													1,280
PV of TV	357	서울 20.0%, WACC 8.3%, g -10.0%											
추정 FCFF 현재가치 합	2,035												
총 신약가치	2,393												
성공확률 반영 가치 (25.9%)	620	Biomarker 약물 임상 1 상 성공확률											

자료: 대신증권 Research Center

표 5. VRN07 신약 가치 밸류에이션 (단위: 십억원)

	2025	-	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
1L Exon 20 ins 밸류에이션														
개발 단계	1b 상		출시											
미국 폐암 신규 환자수 (천명)			226	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226	226
NSCLC			192	192	192	192	192	192	192	192	192	192	192	192
비평면 세포암			134	134	134	134	134	134	134	134	134	134	134	134
EGFR 양성			32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Exon 20 ins (천명)			1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
시장 점유율			20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
타겟 환자수 (명)			258	387	516	645	775	904	1033	1033	1033	1033	1033	1033
예상 매출 (\$mn)	약가 \$0.21mn		63	94	125	157	188	219	251	251	251	251	251	251
원화 환산 (십억원)	1,300		81	122	163	204	244	285	326	326	326	326	326	326
FCFF	10%		8	12	16	20	24	29	33	33	33	33	33	33
PV of FCFF			5	8	9	11	12	13	14	13	12	11	10	9
TV														45
PV of TV	12	서울 20.0%, WACC 8.3%, g -10.0%												
추정 FCFF 현재가치 합	125													
총 신약가치	138													
성공확률 반영 가치 (25.9%)	36	Biomarker 약물 임상 1 상 성공확률												
중국 폐암 신규 환자수 (천명)	1060													
중국 권리 (십억원)	146	많은 환자수, 높은 EGFR 변이를 고려하여 4 배 가치로 환산												

자료: 대신증권 Research Center

II. 투자 포인트

VRN07: 글로벌 수준의 약물 설계 능력, 검증 그리고 임상 재현

2020년 첫 기술이전 성공으로 증명된 합성 및 사업개발 역량

VRN07(ORIC-114)은 동사가 처음으로 기술이전에 성공한 파이프라인으로, EGFR/HER2 exon20ins 변이를 타겟으로 설계된 TKI 계열의 신약 후보 물질이다. 해당 물질은 2020년 미국 오릭 파마슈티컬스(Oric pharmaceuticals)에 총 계약금액 6.2억달러 규모로 기술이전 되었으며, 이는 당시 전임상 단계에서 이루어진 계약이었다.

기술이전 당시 강조된 약물의 특성은 1) EGFR Exon20ins에 대한 높은 선택성, 2) 정상 EGFR에 대한 낮은 독성, 3) 우수한 BBB 투과율이었다. 실제 동물모델에서 경쟁 파이프라인 대비 뇌전이 모델에서 우수한 종양 억제 효과가 확인된 바 있다.

임상 1상에서 우수한 안전성과 BBB 투과율 재현성 입증

이러한 비임상 결과는 2024년 ESMO(유럽종양학회)에서 공개된 임상 1b상 중간 결과에서도 일정 부분 재현되었다. 임상에 등록된 환자 21명 중 81%가 EGFR Exon20 표적 치료 경험이 있었으며, 이 중 71%는 아미반타맵 투약 이력이 있는 환자들이었다. 뇌전이 동반 환자의 비율은 86%에 달했고, 이전 치료 경험의 중간값은 2차 치료였다.

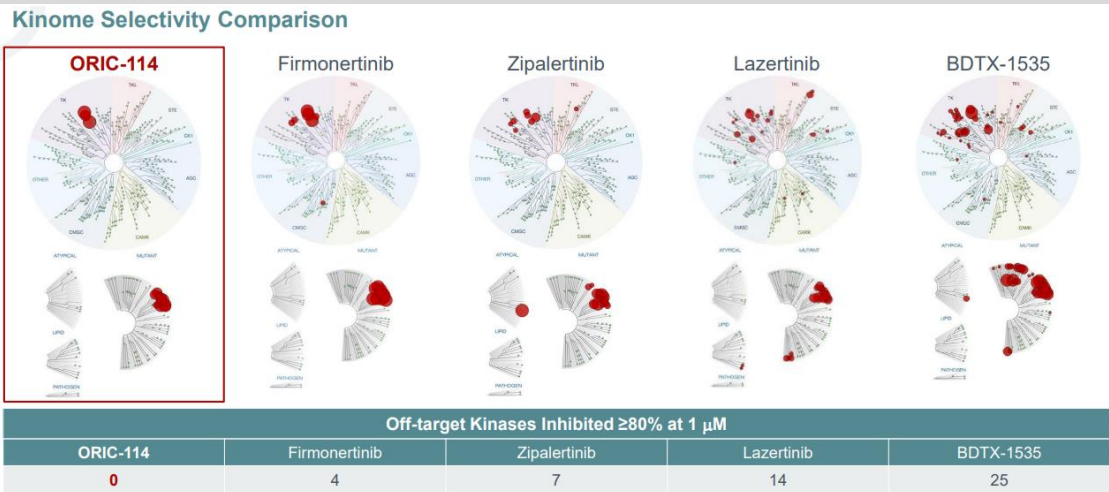
치료 결과에서는 아미반타맵 이후 투약된 환자군에서도 종양 크기 감소가 관찰되었으며, 3 등급 이상 약물 관련 이상반응 발생률은 19%로, 경쟁 약물인 sunvozertinib(42%) 대비 양호한 안전성을 보였다. 특히 주목할만한 사례는 방사선 치료 이력이 없는 뇌전이 환자에서 완전관해(CR)가 관찰된 경우였다. 해당 환자는 첫번째 사이클(4주차)에 뇌 내에 존재하던 4개의 병변이 모두 사라졌으며, 심지어 grade 3 이상 부작용도 관찰되지 않았다. 이는 전임상에서 확인된 BBB 투과력과 CNS 효능이 실제 환자 치료제에서도 의미 있는 결과로 이어졌음을 보여주는 근거 중 하나이다.

그림 1. VRN07(ORIC-114) 임상 1 상 Exon20 ins 유효성 결과



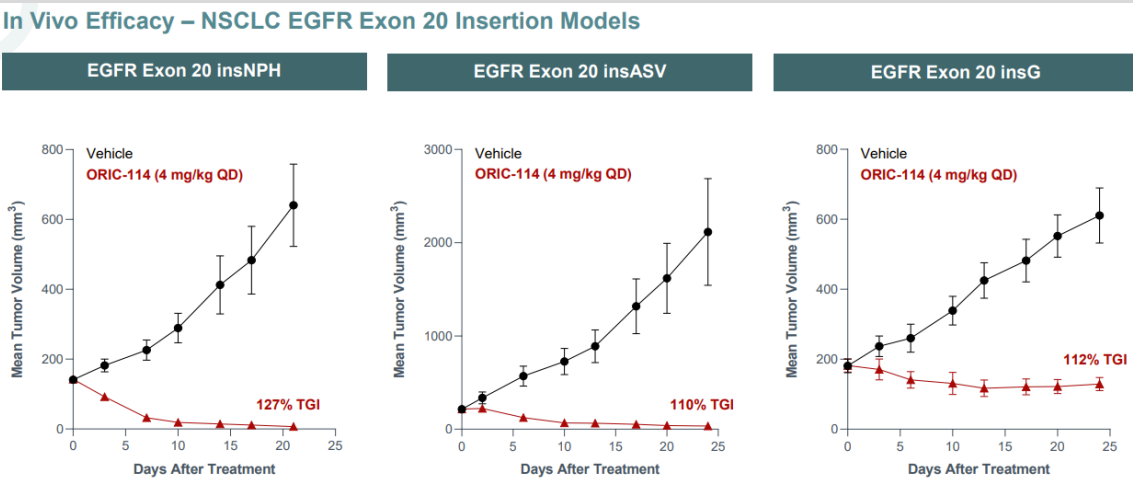
자료: 2024 ESMO, 대신증권 Research Center

그림 2. VRN07(ORIC-114) 비임상에서 높은 타겟 선택성 확인



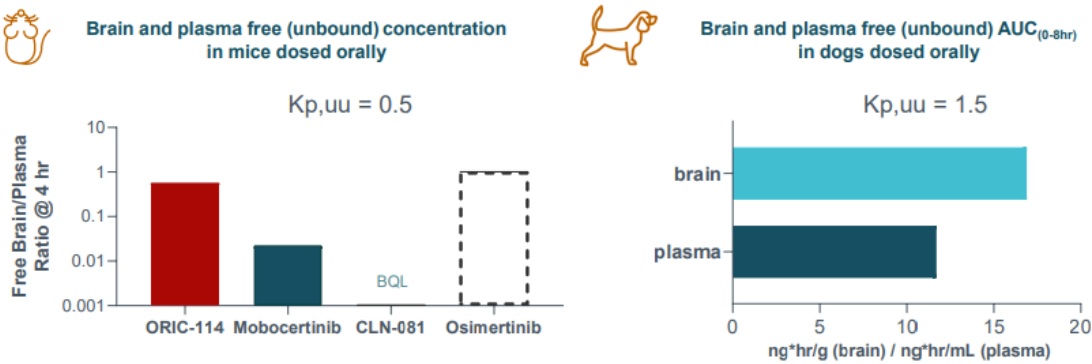
자료: Oric pharmaceuticals, 대신증권 Research Center

그림 3. VRN07(ORIC-114) 비임상에서 높은 항 종양 효능 확인



자료: Oric pharmaceuticals, 대신증권 Research Center

그림 4. VRN07(ORIC-114) 비임상에서 높은 BBB 투과율 확인



자료: Oric pharmaceuticals, 대신증권 Research Center

그림 5. VRN07(ORIC-114) 임상 1 상 안전성 결과

Preferred Term, n (%)	<45 mg TDD (n=18)				45 – 60 mg TDD (n=23)				≥75 mg TDD (n=9)				Total (N=50)
	Gr1	Gr2	Gr3	≥Gr4	Gr1	Gr2	Gr3	≥Gr4	Gr1	Gr2	Gr3	≥Gr4	
Rash*	6 (33)	4 (22)	–	–	6 (26)	6 (26)	–	–	4 (44)	1 (11)	–	–	27 (54)
Diarrhea	2 (11)	2 (11)	–	–	7 (30)	2 (9)	2 (9)	–	2 (22)	2 (22)	1 (11)	–	20 (40)
Stomatitis	4 (22)	2 (11)	–	–	2 (9)	2 (9)	1 (4)	–	2 (22)	2 (22)	–	–	15 (30)
Paronychia	1 (6)	2 (11)	–	–	4 (17)	4 (17)	–	–	2 (22)	1 (11)	–	–	14 (28)
Pruritis	2 (11)	–	–	–	4 (17)	2 (9)	1 (4)	–	1 (11)	1 (11)	–	–	11 (22)
Nausea	1 (6)	–	–	–	2 (9)	2 (9)	–	–	1 (11)	1 (11)	1 (11)	–	8 (16)
Decreased appetite	–	1 (6)	–	–	5 (22)	1 (4)	–	–	–	–	–	–	7 (14)
Vomiting	2 (11)	–	–	–	2 (9)	–	–	–	1 (11)	1 (11)	1 (11)	–	7 (14)
Dose Reductions	2 (18)				3 (13)				3 (33)				8 (16)
Dose Discontinuations	1 (9)				1 (4)				–				2 (4)

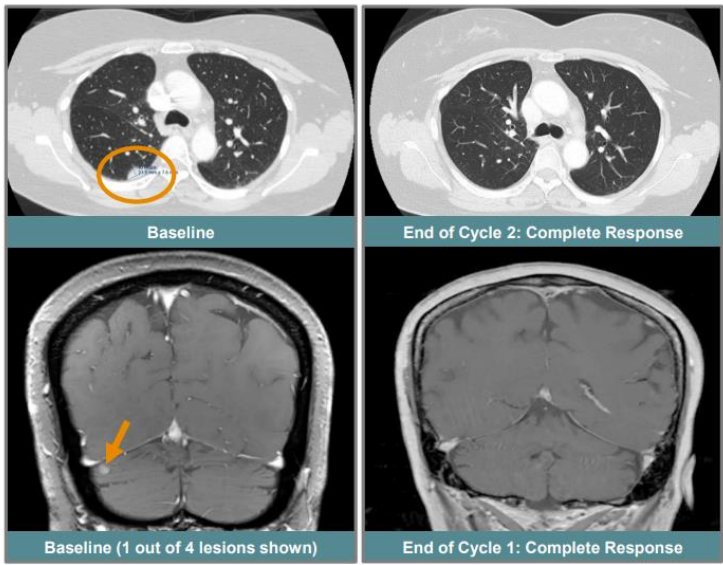
자료: 2024 ESMO, 대신증권 Research Center

그림 6. VRN07(ORIC-114) 임상 1 상 대상 환자

	EGFR Ex20 (n=21)	HER2 Ex20 (n=24)	HER2+ (n=5)	Total (N=50)
Age, years, median (range)	63 (31,80)	63 (25,86)	66 (48,68)	63 (25,86)
Females, n (%)	10 (48)	11 (46)	3 (60)	24 (48)
ECOG performance score, n (%)				
0	1 (5)	10 (42)	3 (60)	14 (28)
1	20 (95)	14 (58)	2 (40)	36 (72)
Non-smoker, n (%)	12 (57)	16 (68)	3 (60)	31 (62)
Prior lines of therapies, median (min, max)	2 (1,6)	2 (0,7)	4 (1,7)	2 (0,7)
Prior therapies, n (%)				
Chemotherapy	21 (100)	23 (96)	5 (100)	49 (98)
EGFR targeted agents	18 (86)	1 (4)	–	19 (38)
EGFR exon 20 targeted agents	17 (81)	–	–	17 (34)
Amivantamab	15 (71)	–	–	15 (30)
Mobocertinib	4 (19)	–	–	4 (8)
Other (CLN-081, BLU-451)	2 (10)	–	–	2 (4)
HER2 targeted agents	–	7 (30)	3 (60)	10 (20)
CNS metastases at baseline, n (%)	18 (86)	9 (38)	1 (20)	28 (56)

자료: 2024 ESMO, 대신증권 Research Center

그림 7. VRN07(ORIC-114) 임상 1 상 중 CNS 전이 환자 사례



자료: 2024 ESMO, 대신증권 Research Center

아미반타맙과 병용으로 Exon20 ins 1차치료제 시장 진입 목표

비소세포폐암은 뇌전이 발생 비율이 높은 암종으로, 항체 기반 치료제는 BBB를 통과하기 어려워 CNS 병변에서의 효과가 제한적이다. 이에 비해 저분자 TKI 계열 약물은 BBB 투과가 가능해 뇌전이 환자들에서 차별화된 치료 효과를 기대할 수 있다.

이러한 경쟁력을 기반으로, 오릭은 2025년 2월부터 아미반타맙SC와 ORIC-114를 병용하는 Exon20ins 1차치료제 임상 1b상(naïve 환자 대상, NCT06816992)을 진행중이며, 2026년 중순에 결과 발표가 예정되어있다. 병용 전략은 아미반타맙의 내약성 한계를 보완하면서, EGFR TKI와의 병용을 통해 치료 효과의 시너지를 노리는 설계다. JNJ와의 공급계약을 통해 상업화 확장 가능성도 열려 있는 상황이다.

이외에도 오릭은 2025년 하반기 Exon20 ins 1L, 2L, Atypical EGFR 2L, HER2 Exon20 2L에 대한 단독 요법 임상 결과를 순차적으로 공개할 예정이다.

동사는 현재 VRN07(ORIC-114)의 중화권 권리를 보유하고 있으며, 중국은 EGFR 변이 발생률이 높은 국가로 타그리스의 주요 매출 시장 중 하나이다. 아직 아미반타맙의 시장 침투와 본격화되지 않은 상황에서, ORIC-114가 1차 치료제로서 의미 있는 데이터를 확보할 경우, 중화권 기술이전 협상 시 높은 평가를 받을 가능성이 있다.



자료: Oric pharmaceuticals, 대신증권 Research Center

VRN11: 미충족 의료수요가 높은 2 차치료제 시장을 타겟

비소세포폐암 EGFR TKI 치료 환자의 대부분에게 내성 발생

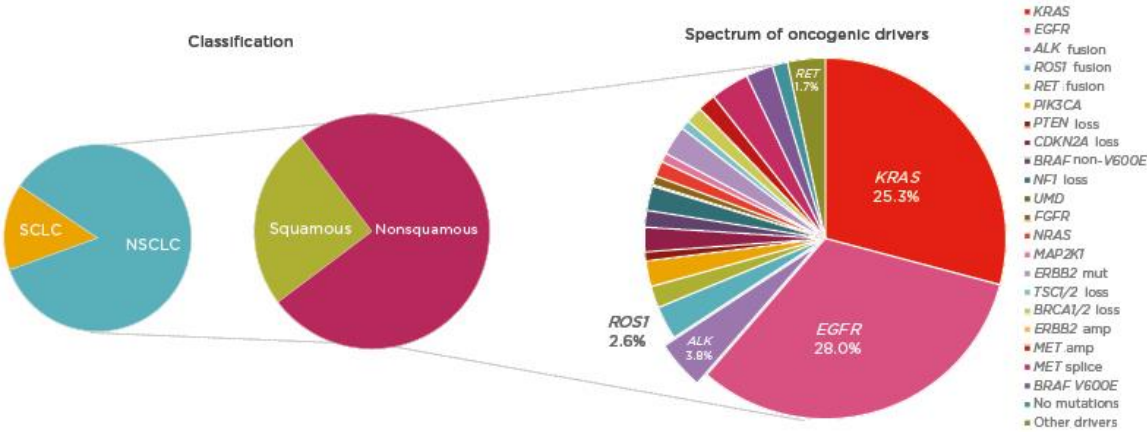
과거 비소세포폐암의 표준 치료는 백금 기반 화학항암제였으며, 당시 평균 생존 기간은 약 10개월, 5년 생존율은 5-10%에 불과했다. 이후 표적항암제와 면역항암제의 등장으로 5년 생존율은 최근 24%까지 향상되었다. 표적항암제는 암세포를 선택적으로 공격하면서 정상세포 손상을 최소화해, 기존 화학항암제 대비 낮은 부작용, 높은 치료효과, 삶의 질 개선 효과 보여준다.

비소세포폐암 치료에서 EGFR 돌연변이를 타겟으로 하는 EGFR TKI는 최초의 표적항암제로 개발되었으며, 전체 비소세포폐암 환자의 약 30%가 EGFR 변이를 보인다. EGFR TKI는 1세대부터 3세대까지 개발되어 왔으며, 돌연변이 양성 환자에게 생존 기간을 유의미하게 연장 해왔다. 하지만 여전히 대부분의 환자에서 내성이 발생한다는 한계가 있으며, 이로 인해 추가적인 치료 옵션에 대한 미충족 수요가 지속되고 있다.

3세대 EGFR TKI 출시 후 내성 돌연변이 비율 변화

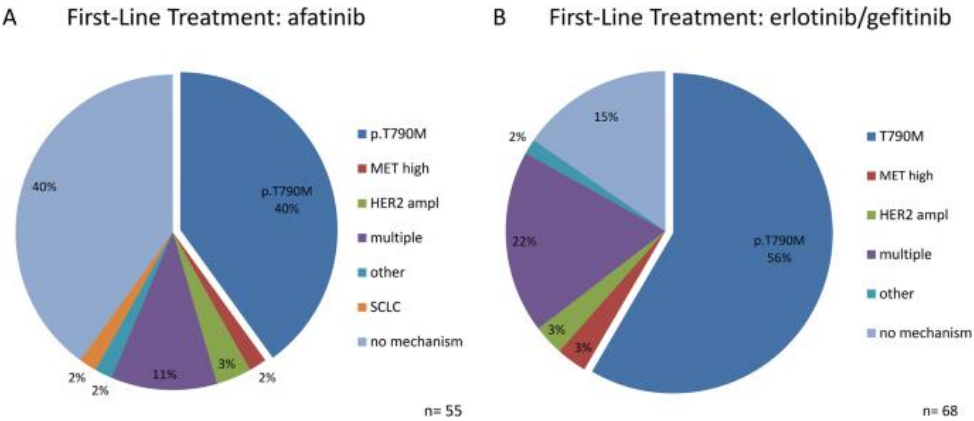
1/2세대 EGFR TKI(지오텐립, 이레사, 타쎌바)는 exon19del, L858R 변이를 표적하며, 이들에 대한 획득 내성으로는 T790M 변이가 전체 내성 기전의 5-60%를 차지한다. 이후 T790M까지 함께 타겟하는 3세대 EGFR TKI(타그리소)가 1차 치료제로 자리잡으면서, 최근에는 C797S(7-15%)와 MET amp(7-24%)가 새로운 내성 기전으로 부각되고 있다. 특히 C797S는 타그리소 치료 환자의 약 7-15%에서 발생하지만, 현재까지 이를 표적으로 하는 상업화된 치료제는 부재한 상황이다.

그림 9. 비소세포폐암 유발 돌연변이 분류



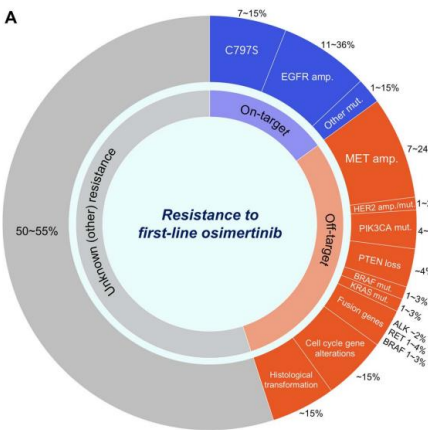
자료: Cancer Discov. 2017;7(6):596-609. 대신증권 Research Center

그림 10. EGFR TKI 1 세대 획득 내성의 4~56%가 T790M



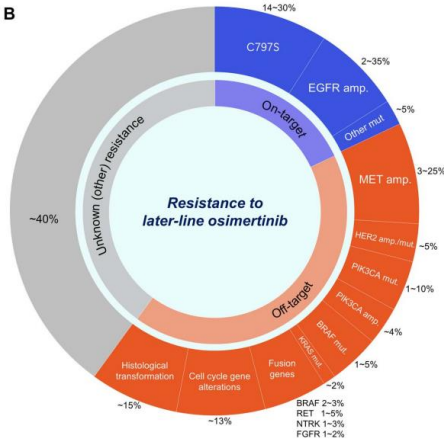
자료: BMC Cancer 20, 408 (2020). 대신증권 Research Center

그림 11. 1L 타그리소 이후 내성 C797S 7~15%



자료: Japanese Journal of Clinical Oncology, 2023, 53(7), 547-561, 대신증권 Research Center

그림 12. 2L 타그리소 이후 내성 기전



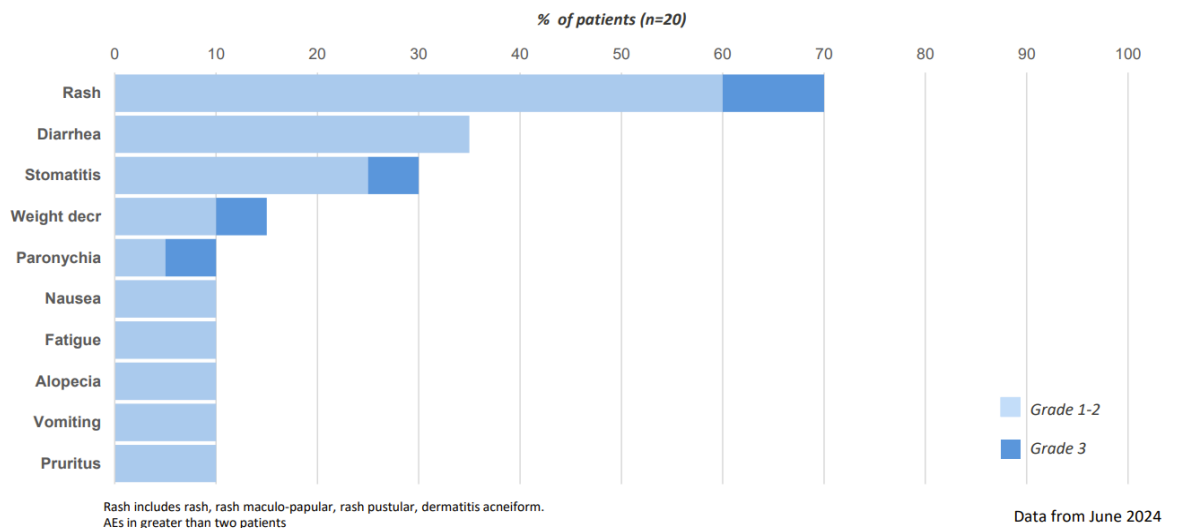
자료: Japanese Journal of Clinical Oncology, 2023, 53(7), 547-561, 대신증권 Research Center

아직 치료제가 없는 타그리스소 내성 시장

이러한 상황에서 블루프린트 메디슨과 블랙다이아몬드 테라퓨틱스가 C797S 돌연변이를 타겟으로 신약개발에 나섰지만, 기대만큼의 성과를 내지 못하고 있다. 블루프린트의 BLU-701은 ex19del/C797S, L858R/C797S 이중저해제로 개발중이었으나, 임상 1/2상(NCT05153408)을 효능 부족 이슈로 조기 종료되었다.

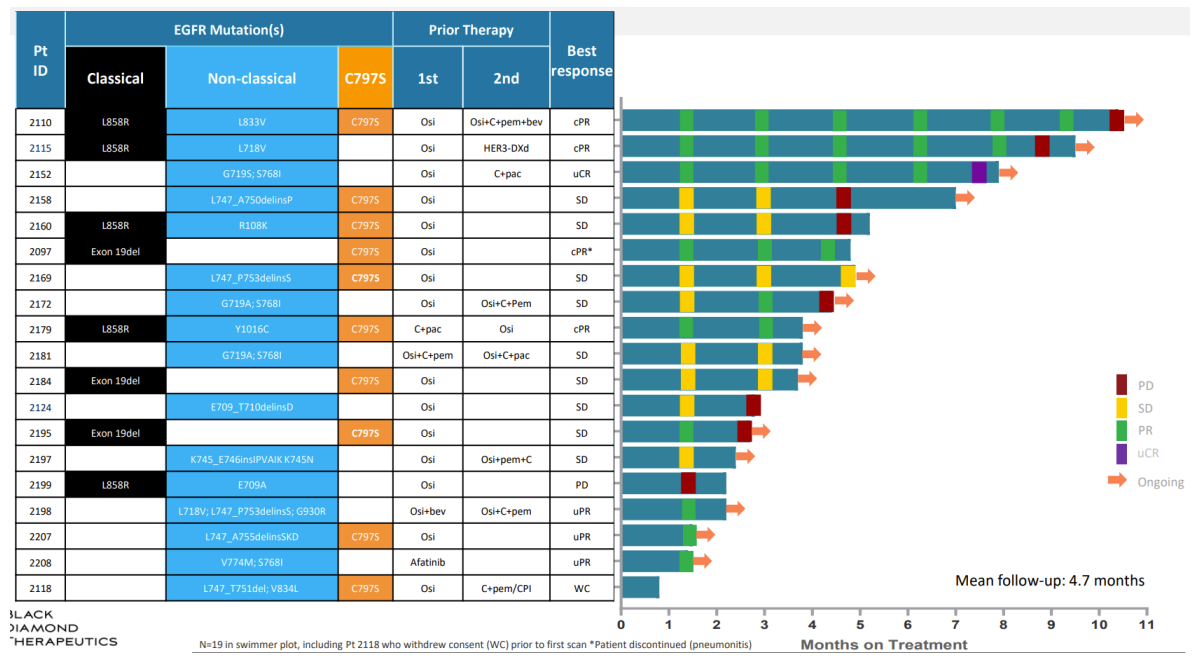
블랙다이아몬드 테라퓨틱스는 2023년 8월 BDTX-1535 임상 1/2상(NCT05256290)을 개시하여, 2L/3L uncommon(코호트1), C797S(코호트2) 용량을 100mg와 200mg로 나누어 진행했다. 2024년 WCLC에서 200mg 용량군의 19명 초기 결과는 전체 ORR 42% (uCR 1명, PR 4명, uPR 3명), 코호트 2 C797S ORR 40%(4/10), Uncommon ORR 44%(4/9)로 발표되었다. 3등급 부작용으로는 발진(10%), 구내염(5%), 체중감소(5%), 조갑주위염(5%)이 나타났다. 투약 중단 환자는 1명(5%), 용량 감소 환자는 4명(20%)이었다. 100mg 용량군은 발표되지 않은 결과로 미루어 볼 때, 200mg 용량이 효능면에서 더 우수한 것으로 예상되며, 자세한 안전성 결과는 4분기에 확인 가능할 것으로 예상된다.

그림 13. BDTX-1535 임상 2 상 200mg 용량군 부작용 현황



자료: Black Diamond Therapeutics, 대신증권 Research Center

그림 14. BDTX-1535 임상 2 상 200mg 용량군 결과 ORR 42%



자료: Black Diamond Therapeutics, 대신증권 Research Center

VRN11 기대감을 키우는 긍정적인 결과 발표

동사가 현재 임상 1상 진행중인 VRN11은 4세대 EGFR TKI로 ex19del/L858R를 동반한 C797S 이중 돌연변이를 표적하는 파이프라인이다. 2024년 WCLC에서 공개한 전임상 결과에서 VRN11은 세포 및 동물 모델에서 C797S에 대한 강력한 억제 활성을 확인한 바 있다.

2025 AACR(미국 암학회)에서 공개된 VRN11의 임상 1a상 결과는 전임상 데이터를 임상에서도 일부 재현한것으로 평가된다. 총 14명의 EGFR 돌연변이 비소세포폐암 환자를 대상으로 진행된 이 임상은, 투약 환자들은 모두 최소 1차에서 최대 8차까지 치료 경험에 있는 Heavily treated 환자들로 구성되었다. 전체 환자의 50%(7명)가 뇌전이(Brain Metastases)를 동반하고 있었고, 79%(11명)은 기존에 3세대 EGFR TKI를 사용한 이력이 있었다.

VRN11은 10mg부터 160mg까지 단계적으로 용량을 증량(Dose escalation)하였고, 전 용량 군에서 DLT(Dose-limiting Toxicity)는 한 건도 관찰되지 않았고, Grade 2 이상의 약물 관련 이상반응(Treatment Related Adverse Event, TRAE)도 발생하지 않았다. 임상 결과에 따르면 14명 중 7명(50%)은 안정병변(Stable Disease, SD), 2명(14%)은 확정되지 않은 부분관해(Partial Response, PR)를 보였다. 특히, 고난이도 환자군임에도 불구하고 저용량 단계부터 항암 활성이 확인되었고, 부작용도 Grade 1 정도의 경미한 수준에 그친 점이 매우 고무적이다.

그림 15. VRN11 임상 1a상 dose escalation 초기 결과 (n=14): PR 1 명, ucPR 1 명, SD 7 명

Dose level		10 mg (n=3)			20 mg (n=3)			40 mg (n=3)			80 mg (n=3)			160 mg (n=2)	
EGFR mutations	Patient's Best Response	SD*	PD	PD	SD	PD	PD	ucPR	SD	PD	PR	SD*	SD	SD	SD
	Classic	Del19	Del19	Del19	L858R	Del19	L858R	L858R	Del19		Del19	Del19	Del19	L858R	Del19
	Acquired C797							C797S							
	Acquired T790				T790M	T790M						T790M		T790M	T790M
	Uncommon							R776H		S768I/G724S					
CNS meta		BM		BM	BM			BM	BM			BM		BM	
Prior systemic treatment (n)		5	4	8	4	2	5	2	3	1	2	6	6	6	3
Prior line TKI 1		Gefitinib	Osimertinib	Osimertinib	Erlotinib	Gefitinib	Afatinib	Dacomitinib	Lazertinib	Afatinib	Afatinib	Dacomitinib	Osimertinib	Afatinib	Erlotinib
Prior line TKI 2		Erlotinib	Lazertinib		Lazertinib	Osimertinib	Osimertinib	Osimertinib				Lazertinib		Osimertinib	Osimertinib
Prior line TKI 3				Osimertinib			Lazertinib							JIN-A02	

* case reported. uc, unconfirmed. N.D., not determined. n, patient number with tumor assessment after more than 1 cycle treatment

자료: 2025 AACR, 대산증권 Research Center

그림 16. VRN11 임상 1a상 dose escalation 안전성 결과: DLT 및 2 등급 이상 부작용 없음

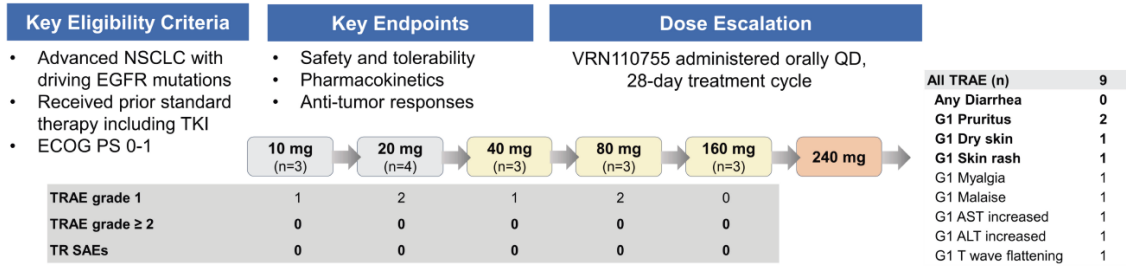


Figure 3. Dose escalation, 3+3 design. Additional eligible patients are enrolled in the backfill cohorts at dose levels that clear DLT evaluation and reach the PK threshold for efficacy. The 80 mg backfill cohort is open and on treatment. No dose limiting toxicity / No grade 2 or higher TRAE have been observed. TRAE, treatment-related adverse event. Data cut off, 04 April 2025.

자료: 2025 AACR, 대산증권 Research Center

먼저 치료제가 없는 C797S 돌연변이 타겟으로 가속승인 전략

이번 VRN11의 임상 1a상에서는 EGFR L858R/C797S 이중 돌연변이와 뇌전이를 동반한 환자에서 유의미한 치료 반응이 확인되었다. 해당 환자는 3차 치료제로 VRN11 40mg을 투여받았고, 두번째 사이클(C2D1) 시점에서 폐 병변 크기가 50% 이상 줄어들었으며, 이후 C51D 시점에서는 뇌 병변이 거의 완전히 사라졌다.

이는 단일 사례임에도 불구하고, 두가지 측면에서 주목할 만하다. **첫째, VRN11이 C797S 변이를 가진 환자에서 실제 치료 반응을 보인 첫 임상 사례라는 점에서 의미가 있다.**

VRN11은 세포 기반 실험 및 동물 모델에서 L858R/C797S 동반 변이에 대해 강력한 항종양 활성을 보인바 있으며, 특히 뇌전이 모델에서도 우수한 항암 효과를 확인했다. 본 임상에서 관찰된 반응은 이러한 전임상 결과가 실제 환자 치료에서도 재현되었음을 보여주는 사례로 해석할 수 있다.

두번째로 비교적 낮은 용량인 40mg에서 해당 반응이 나타났다는 점에서 약물의 효능 및 안전성 모두에 긍정적인 신호로 받아들일 수 있다.

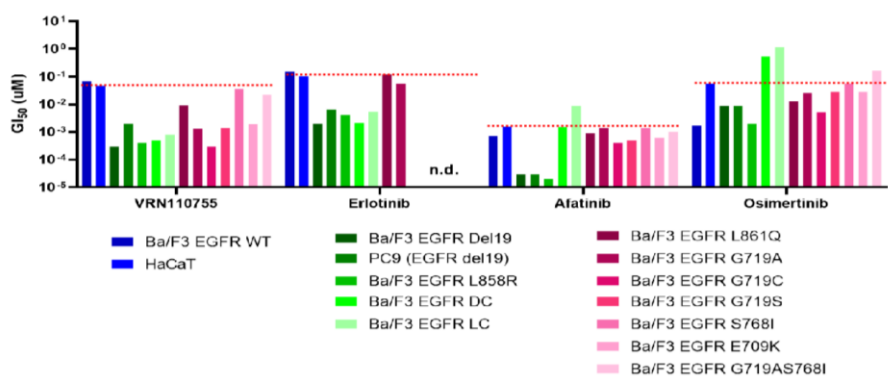
사전에 수행된 약동학 시뮬레이션에서 40mg가 유효 용량으로 예상되었고, 실제 임상에서도 40mg 이후 용량 투약군에서 유의미한 반응이 관찰되었다. 80mg, 160mg 투약군 총 8명 중 7명이 ucPR 혹은 SD 반응을 보였으며, 이는 약물 농도와 효능 간 상관관계가 존재함을 시사한다. 향후 고용량 및 확장 코호트에서 C797S 변이 환자 투약 결과가 추가로 확보된다면, 약물의 기전적 타겟에 대한 명확한 임상적 근거로 이어질 수 있을 것으로 기대된다.

최초의 C797S 표적 TKI 승인시 신뢰도 상승 및 상업화 측면에서 긍정적

현재 C797S 변이는 승인된 치료제가 없는 시장으로, 동사는 2025년 10월 임상 1a상을 완료하고, 해당 적응증을 타겟으로 글로벌 임상 2상에 진입할 계획이다. 특히 유럽, 대만, 한국 등 일부 국가에서는 1b상을 생략하고 바로 2상으로 진입할 수 있는 가속 승인 전략을 추진 중이며, 2027년 출시를 목표로 하고 있다.

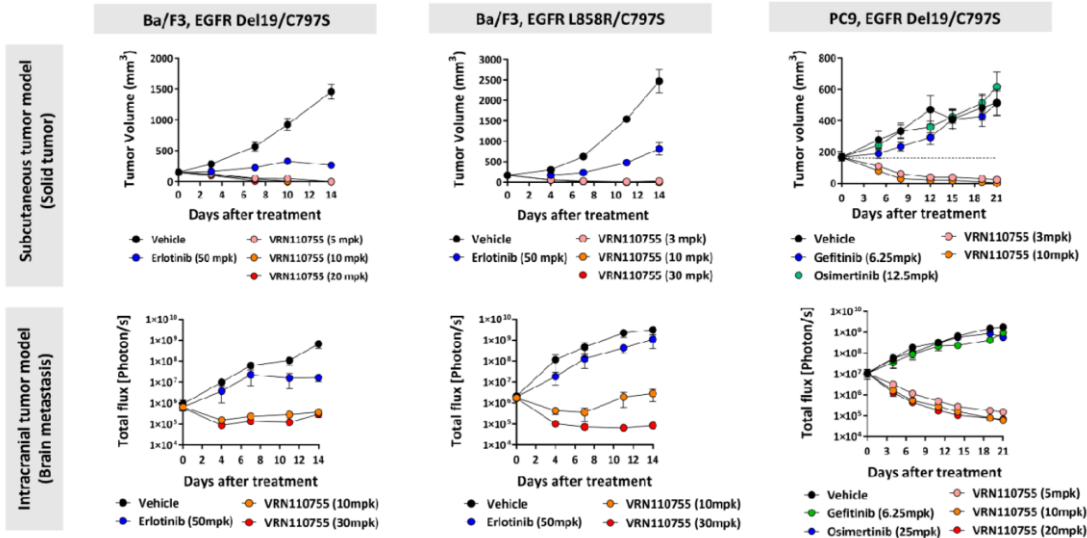
경쟁 환경 측면에서는, 최근 라즈클루즈+리브리반트 병용 요법이 EGFR 변이 비소세포폐암 1차 치료제로 출시됨에 따라, 2차 치료 단계에서 C797S 돌연변이 발생률이 일부 감소할 수 있다. 그럼에도 불구하고, VRN11이 해당 적응증으로 글로벌 최초 승인을 획득할 경우 여러 전략적 이점이 예상된다. **먼저, 규제기관의 승인을 기반으로 약물에 대한 외부 신뢰도가 높아질 수 있고, 제품 출시 이후 축적되는 실제 처방 데이터 (Real world evidence)는 추후 적응증 확장 과정에서 근거로 활용될 수 있다. 또한 상업화 체계를 조기에 구축함으로써 향후 빠른 공급 대응이 가능하다는 점에서도 의미가 있다.**

그림 17. VRN11 돌연변이별 우수한 In vitro 효능 확인



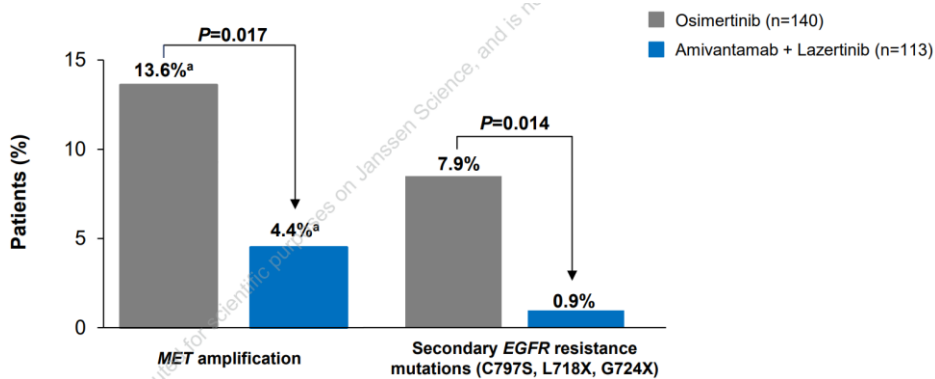
자료: 2023 WCLC. 대신증권 Research Center

그림 18. VRN11 고형암 및 뇌전이 모델에서 In vivo 모델에서 ex19del/C797S, L858R/C797S 효능 확인



자료: 2023 WCLC. 대신증권 Research Center

그림 19. MARIPOSA 임상 내성 기전: EGFR, MET Amp 돌연변이 감소



자료: 2024 ESMO. 대신증권 Research Center

화학 병용으로 내성 시장의 50%인 Unknown 돌연변이 시장 진출 목표

이번 임상은 이전에 최소 1차에서 최대 8차까지 치료를 받은 Heavily treated 환자들을 대상으로 진행되었고, 해당 환자들은 치료가 반복될수록 종양 내 유전자 구성이 더욱 복잡해지고 이질성이 증가하여, 기존 표적치료제들이 더 이상 효과를 내기 어려운 상황이 된다. 이러한 환자군에서는 알려지지 않은(Unknown) EGFR 돌연변이가 동반될 가능성이 높으며, 실제로 전체 EGFR TKI 내성 환자의 약 50%가 Unknown EGFR 돌연변이를 보유하고 있는것으로 알려져 있다.

이러한 환자들을 대상으로 한 VRN11 임상 1상 초기 결과는 긍정적이었다. 전체 용량군에서 D/L unknown 변이를 가진 환자 12명 중 8명에서 SD 이상의 반응이 관찰되었으며, 특히 40mg 이상 용량을 투여한 6명 전원에서 SD 이상 반응을 확인했다. 10mg 투약 환자의 경우, 8개월까지 병의 진행이 없는 것을 확인하였다. 40mg 이상 투약 환자 중 비교적 낮은 차수를 가진 환자들은 전이된 모든 부위에서 종양이 감소하는 것이 관찰되었으며, 향후 2차 치료제 시장에서의 가능성을 보였다. **무엇보다 최대 160mg까지의 용량 증량에서도 약물 관련 Grade 2 이상의 이상반응이 관찰되지 않아, 향후 화학항암제 병용 개발 전략에 적합한 안전성 프로파일을 입증했다.**

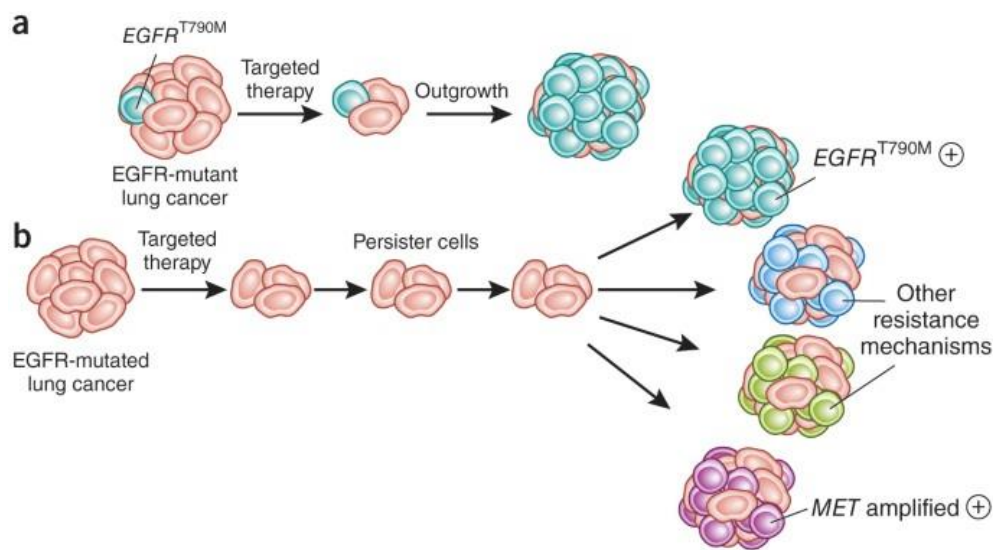
우수한 안전성으로 병용 요법에 적합한 파트너

EGFR 변이 비소세포폐암 환자들은 현재 1차 치료제로 타그리스소 또는 라즈클루즈+리브리반트 병용요법을 주로 투여받고 있으나, 대부분의 환자가 내성을 경험하게 되며, 이 중 절반 이상은 unknown 돌연변이를 동반하게 된다. 기존 2차 표준 치료제인 백금 기반 화학항암요법은 무진행생존기간(mPFS)이 평균 4개월 수준에 불과하며, 최근 승인된 MARIPOSA-2의 리브리반트+화학항암 병용요법도 ORR 63%, mPFS 6.3개월, mOS 17.7개월로 유효성은 일부 개선되었으나, grade 3 이상 부작용 발생률이 72%, 약물 중단율이 18%에 이르는 등 여전히 치료적 한계가 존재한다.

이에 반해, VRN11은 단독요법만으로도 10mg 저용량에서 8개월 이상 병의 진행이 없음을 확인한 사례가 있으며, 약물 관련 Grade 2 이상의 이상반응이 관찰되지 않아, 안전성 측면에서도 긍정적인 결과를 보여주었다. 이러한 초기 임상 결과는 고용량 투여시 추가적인 효능 개선 가능성과 함께, 향후 병용 요법으로의 확장 가능성도 시사한다. 특히 고용량에서도 안전성 결과가 유지될 경우, 추후 화학항암제와의 병용 전략에서 차별화된 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 기대된다.

폐암은 대표적인 유전자 종양이질성이 강한 암종으로, 치료가 진행될수록 다양한 돌연변이가 축적된다. 이로 인해 단일 표적기전 기반의 치료에는 한계가 존재하며, 여러 기전을 동시에 억제할 수 있는 병용요법이 점차 글로벌 스탠다드로 부상하고 있다. 이러한 맥락에서 VRN11은 낮은 독성과 개선된 유효성을 기반으로 향후 병용 파트너와의 임상 확장을 위한 경쟁력 있는 후보물질로 평가할 수 있다.

그림 20. 종양이질성에 의한 EGFR TKI 내성 기전



자료: Nature Medicine 22, 232–234 (2016). 대신증권 Research Center

VRN10: 차세대 HER2 TKI 로 기술이전 가능성 확보

VRN10은 HER2 변이를 표적하는 저분자 TKI로, EGFR을 억제하지 않으면서도 HER2에 대해 높은 선택성을 가진다는 점에서 장점을 보유한 후보물질이다. 전임상 결과에 따르면, VRN10은 HER2 발현 세포에서 강력한 세포 성장 억제 효과를 나타낸 반면, EGFR 발현 세포주에서는 억제력이 현저히 낮아, EGFR 억제로 인한 피부나 위장관계 독성이 제한적일 것으로 예상된다.

VRN10은 HER2 TK와 공유 결합을 통해 비가역적인 효능을 나타내며, 간독성 측면에서도 GSH(glutathione) 감소가 관찰되지 않아 병용 요법 개발 시 약물 선택의 유연성을 제공할 수 있다. GSH는 간에서 독성 물질과 결합해 배설을 돕는 역할을 하며, 일반적으로 독성 물질이 증가할수록 GSH의 농도가 감소하게 된다. 이는 향후 ADC(항체약물접합체) 기반 치료와의 병용 개발 가능성을 염두에 둔 전략적 설계로 해석할 수 있다.

VRN10의 주요 적응증으로는 HER2 양성 유방암의 2차 이상 치료 시장이 유력하다. 현재 해당 영역에서는 T-DXd(엔허투)가 빠르게 1차 치료제로 진입하고 있으며, 이에 따라 Tucatinib과 같은 TKI 계열 치료제는 주로 뇌전이 환자 중심의 2차 치료에서 역할이 부각되고 있다. VRN10은 이와 유사한 포지션을 확보할 가능성이 높고, 전임상 단계에서 Tucatinib 대비 높은 종양 억제력과 뇌전이 모델에서의 우수한 효과를 나타낸 바 있다.

그림 21. HER2 양성 또는 음성 전이성 유방암 치료 가이드라인

HR-Positive or -Negative and HER2-Positive ^m	
See BINV-Q (1) for Considerations for systemic HER2-targeted therapy.	
Setting	Regimen
First Line ⁿ	Pertuzumab + trastuzumab + docetaxel (category 1, preferred)
	Pertuzumab + trastuzumab + paclitaxel (preferred)
Second Line ^o	Fam-trastuzumab deruxtecan-nxki ⁿ (category 1, preferred)
Third Line	Tucatinib + trastuzumab + capecitabine ^o (category 1, preferred)
	Ado-trastuzumab emtansine (T-DM1) ^p
Fourth Line and Beyond (optimal sequence is not known) ^q	Trastuzumab + docetaxel or vinorelbine
	Trastuzumab + paclitaxel ± carboplatin
	Capecitabine + trastuzumab or lapatinib
	Trastuzumab + lapatinib (without cytotoxic therapy)
	Trastuzumab + other chemotherapy agents ^{r,s}
	Neratinib + capecitabine
	Margetuximab-cmkb + chemotherapy (capecitabine, eribulin, gemcitabine, or vinorelbine)
	Abemaciclib in combination with fulvestrant and trastuzumab (for HR+ only) (category 2B)
	Targeted Therapy and emerging biomarker Options BINV-Q (7) and BINV-Q (8)

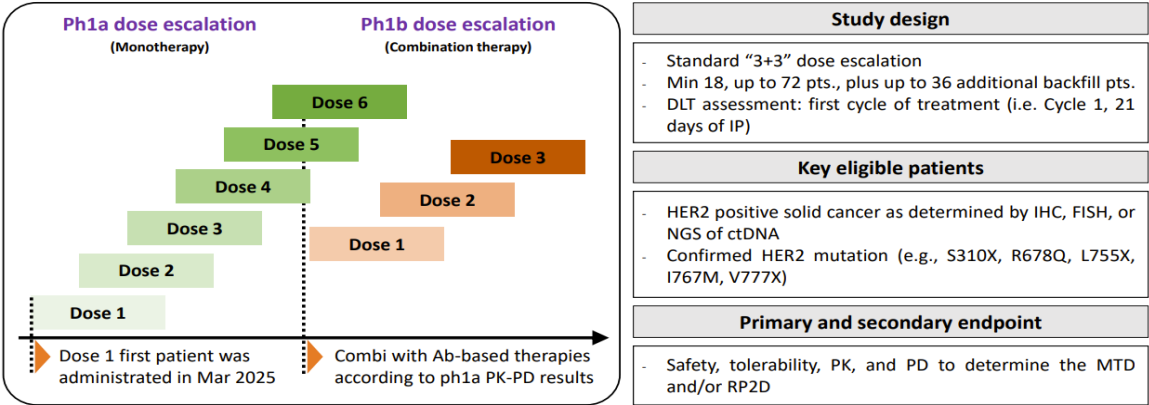
자료: NCCN, 대신증권 Research Center

HER2 TKI 뇌전이 환자에서 항체 대비 개선된 효능 기대

현재 HER2+ 유방암의 치료는 항체 기반 치료제가 주류이나, 이들 약물은 BBB(뇌혈관장벽) 투과에 한계가 있어 뇌전이 환자에서는 치료 효과가 제한적이다. 이에 따라 VRN10의 뇌전이 환자에 대한 효과는 핵심 차별화 포인트 중 하나다. 주요 경쟁 후보로는 ZN-A-041, Zongertinib 등이 있으며, VRN10은 뇌전이 모델에서 이들 대비 우수한 효능을 확인했다. 또한, 전임상 결과 VRN10은 T-DXd, Trastuzumab, Trastuzumab +Pertuzumab 등 ADC 및 항체와 병용시 단독 요법 대비 개선된 효능을 확인한 바 있어, 추후 병용 요법으로 개발될 가능성이 있다.

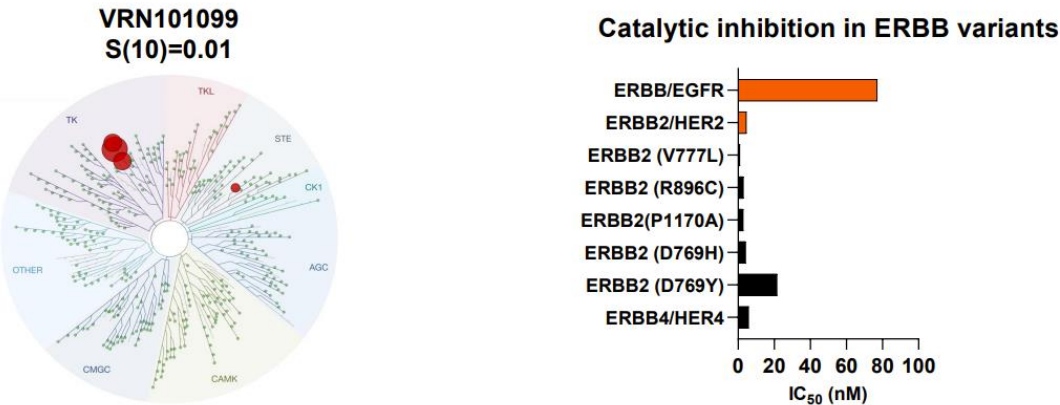
VRN10은 최근 호주와 한국에서 글로벌 임상 1상에 진입했다. 초기에는 VRN10 단독요법으로 투약될 예정이며, 1a상 결과를 기반으로 항체 기반 치료제와 병용 효과도 확인이 가능할 것으로 예상된다. 최근 Roche가 HER2 TKI(ZN-A-041)를 도입한 것처럼, HER2 시장에서는 TKI에 대한 다국적 제약사의 관심이 지속되고 있으며, VRN10은 전임상 결과 기반으로 다음 기술이전 가능성이 높은 파이프라인 중 하나로 평가된다.

그림 1. VRN10 임상 1 상 디자인



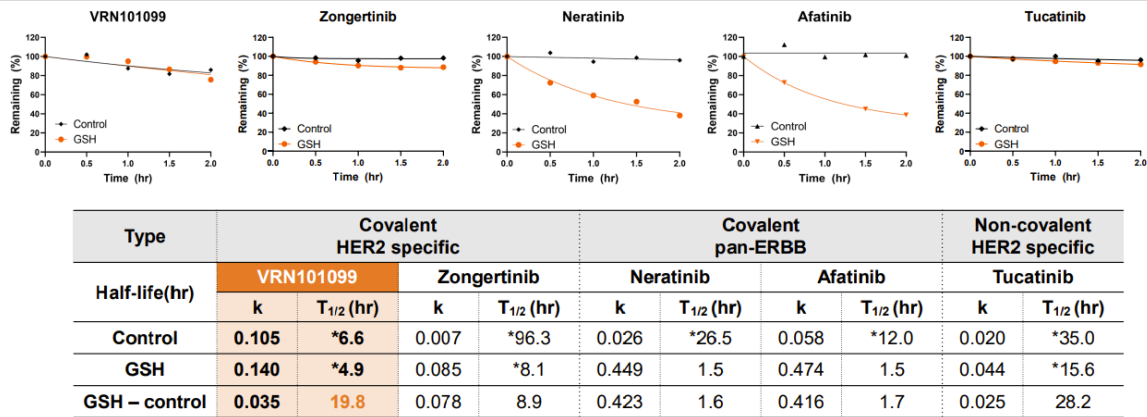
자료: 보로노이, 대신증권 Research Center

그림 2. VRN10 HER2 돌연변이에 높은 선택성 확인



자료: 보로노이, 대신증권 Research Center

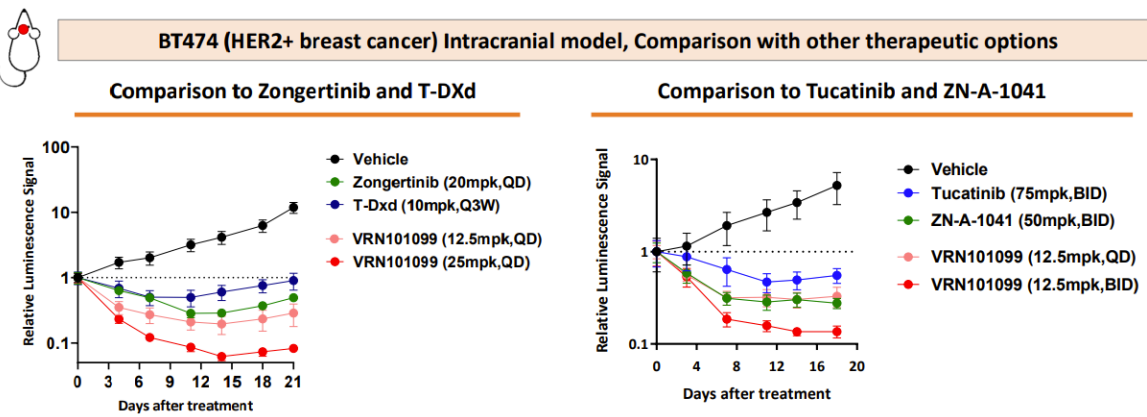
그림 3. VRN10 GSH(글루타치온) Reactivity Test



자료: 보로노이, 대신증권 Research Center

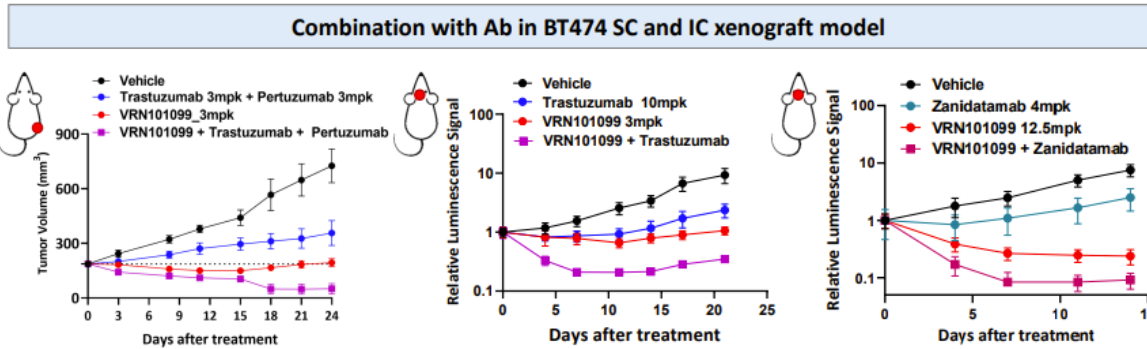
*Extrapolated value

그림 4. VRN10 뇌전이 모델에서 경쟁약물 대비 우수한 항 종양 활성 확인



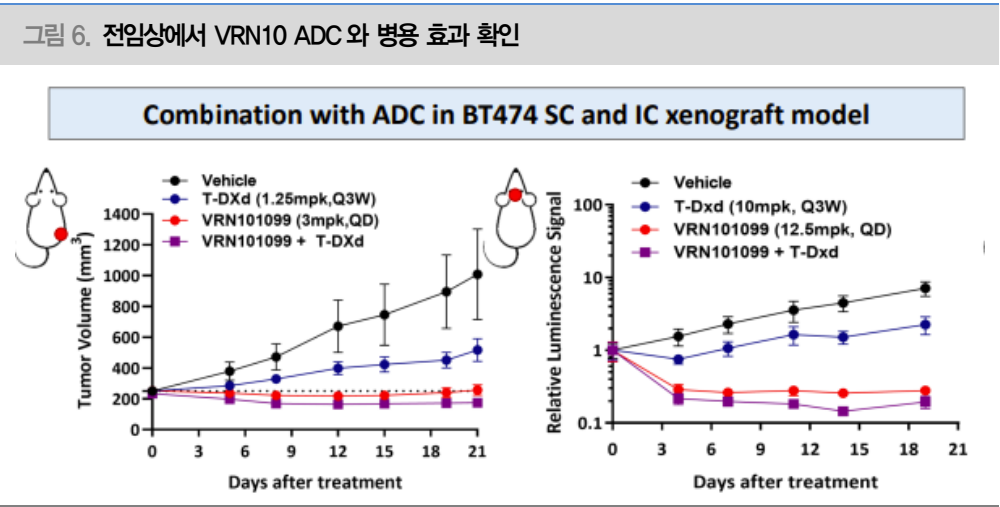
자료: 보로노이, 대신증권 Research Center

그림 5. 전임상에서 VRN10 항체와 병용 효과 확인



자료: 보로노이, 대신증권 Research Center

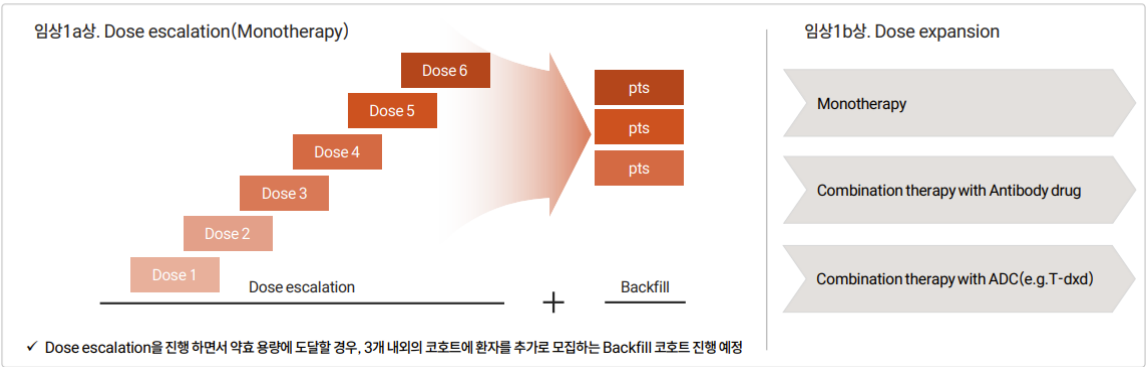
그림 6. 전임상에서 VRN10 ADC와 병용 효과 확인



자료: 보로노이, 대신증권 Research Center

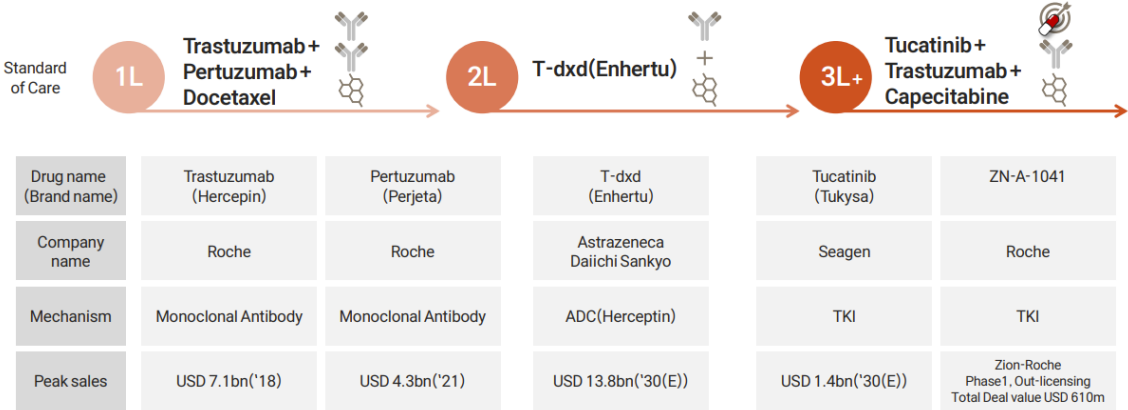
그림 7. VRN10 임상 1 상(NCT06806982) 디자인

임상1상 디자인 설계 (N=~72)



자료: 보로노이, 대신증권 Research Center

그림 8. HER2+ 유방암 Market Landscape



자료: 보로노이, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	0	0	0	0	0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	0	0	0	0
판매비와관리비	31	36	43	44	44
영업이익	-31	-36	-43	-44	-44
영업외수익	na	na	na	na	na
EBITDA	-29	-34	-42	-42	-43
영업외손익	-5	4	2	2	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	5	5	3	3	3
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-5	-1	-1	-1	-1
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	-4	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	-36	-33	-41	-42	-42
법인세비용	-1	0	0	0	0
계속사업순이익	-37	-33	-41	-42	-42
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-37	-33	-41	-42	-42
당기순이익	na	na	na	na	na
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	-37	-33	-41	-42	-42
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-35	-32	-41	-41	-42
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	-35	-32	-41	-41	-42

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,307	-1,818	-2,248	-2,268	-2,289
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	5,093	3,703	3,441	2,267	801
PBR	10.6	21.6	27.4	41.6	117.8
EBITDAPS	-1,793	-1,916	-2,273	-2,305	-2,335
EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA	NA
SPS	0	0	0	0	0
PSR	0.0	0.0	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
CFPS	-1,806	-1,824	-2,209	-2,238	-2,265
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증/감	-100.0	na	na	na	na
영업이익 증/감	작지	작지	작지	작지	작지
순이익 증/감	작지	작지	작지	작지	작지
수익성					
ROIC	-343.0	-674.6	-2,112.3	479.1	141.2
ROA	-39.5	-43.2	-59.1	-61.0	-63.3
ROE	-63.8	-44.1	-63.7	-79.5	-149.2
안정성					
부채비율	16.4	10.9	15.6	69.2	370.5
순차입금비율	-59.1	-81.5	-85.4	-123.5	-339.8
이자보상비율	-16.4	-62.6	-1,059.4	-1,070.1	-1,080.8

자료: 보로노이 | 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	61	56	57	54	53
현금및현금성자산	13	10	10	7	6
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	48	46	46	47	47
비유동자산	33	17	17	16	16
유형자산	5	5	5	5	4
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	28	12	12	12	12
자산총계	95	74	73	71	69
유동부채	12	7	9	28	54
매입채무 및 기타채무	1	3	2	2	2
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	12	4	7	26	52
비유동부채	1	0	1	1	1
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	0	1	1	1
부채총계	13	7	10	29	55
자본부분	81	66	63	42	15
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	222	242	242	242	242
이익잉여금	-157	-190	-231	-273	-315
기타자본변동	8	5	43	63	79
비재계분	0	0	0	0	0
자본총계	81	66	63	42	15
순차입금	-48	-54	-54	-51	-50

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-29	-29	-39	-39	-40
당기순이익	0	0	-41	-42	-42
비현금항목의기감	8	0	1	1	0
감가상각비	3	2	2	1	1
외환손익	0	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	-2	0	0	0
자산부채의증감	-1	1	1	1	1
기타현금흐름	-35	-30	1	1	1
투자활동 현금흐름	-32	22	-2	-2	-2
투자자산	-31	24	0	0	0
유형자산	-1	-1	-1	-1	-1
기타	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	63	4	-16	-16	-16
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	87	20	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-24	-16	-16	-16	-16
현금의증감	2	-3	0	-3	-1
기초 현금	11	13	10	10	7
기말 현금	13	10	10	7	6
NOPLAT	-32	-36	-43	-44	-44
FCF	-30	-36	-43	-43	-44

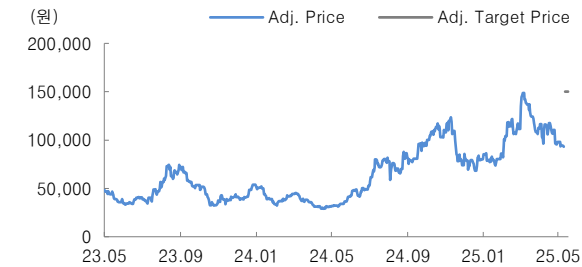
[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

보로노이(310210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.05.13
투자의견	Buy
목표주가	150,000
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250510)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상