

보로노이 (310210)

기대가 현실로

2025년 10월 27일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (10월 24일)	184,600 원

신한생각 VRN11 임상 1상 중간 결과 상당히 고무적으로 판단

지난 23일 미국에서 열린 AACR-NCI-EORTC 2025에서 비소세포폐암 신약 VRN11의 EGFR* C797S 변이 ORR 75%, 뇌전이 CR* 2명의 상당히 고무적 1상 중간 결과 발표. 12월 ESMO asia에서 400mg 이상 유효성 발표 예정이며 이미 240mg 결과로 약효 검증이 충분히 이뤄졌다고 판단

3개 부분 서프라이즈: C797S 효과 확인, 뇌투과율, 부작용 큰 이점

VRN11은 EGFR 변이 비소세포폐암(NSCLC) 타그리소(매출 약 9조원)의 내성으로 약 10% 환자에게 발생하는 C797S 변이 대상 1a상 진행 중. AACR에서 240mg 중간 용량까지 유효성 발표. C797S 변이 대상 ORR* 75% 확인. 아직 C797S 환자 수 4명으로 낮지만 목표 변이에서 중간 또는 그 이하 용량이었음에도 효과와 부작용이 확인되었다는 점에 주목. 오히려 지금부터는 PR*의 유지, 말 그대로 PFS* 6개월을 넘느냐가 더욱 중요

PR 3명은 종양의 크기 감소가 최대 44~51%였으며 그 중 뇌전이 병변의 CR* 2명까지 확인. 뇌전이는 환자의 생존기간과 직결되는 부분으로 중요. ESMO asia에서 구체적으로 발표될 예정인 400mg의 고용량 데이터 중 Grade 3 부작용 환자 미발견된 부분 또한 서프라이즈

Valuation & Risk: 이제 주요 결과 발표이어질 것, 주목 필요

VRN11 2026년 4분기 FDA 가속승인 신청 목표. 아미반타말+레이저티닙 처방 증가에 따라 C797S 획득 변이 소폭 감소 가능하나 내년 naïve* L858R/Del19 대상 최초 임상 진입 및 C797S + unknown 시장만으로 블록버스터 가능. VRN11의 직접 판매 계획 + VRN10(HER2)을 ADC 병용 목적으로 L/O한다면 좋은 약(VRN11)은 직접 팔고 병용 목적(VRN10)은 빅파마와 협업한다는 시장 설득력 강화될 것. 현시점부터 주목 필요

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2020	6.2	(27.0)	(23.2)	-	(82.5)	-	0.8	-
2021	14.8	(10.8)	(15.1)	-	(86.2)	-	-	-
2022	9.8	(17.9)	(19.9)	-	(96.7)	12.5	-	-
2023	0.0	(31.3)	(36.8)	-	(63.8)	11.6	-	-
2024	0.0	(36.3)	(32.6)	-	(44.1)	22.1	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[제약/바이오]

엄민용 연구위원

✉ my.eom@shinhan.com

윤석현 연구원

✉ sh.yun@shinhan.com

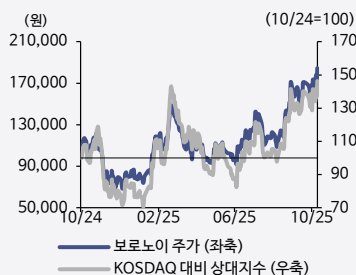
Revision

실적추정치	Not Rated
Valuation	Not Rated

시가총액	3,395.4십억원
발행주식수(유동비율)	18.4백만주(58.1%)
52주 최고가/최저가	184,600 원/68,300 원
일평균 거래액 (60 일)	17,948백만원
외국인 지분율	4.2%
주요주주 (%)	
김현태 외 5인	39.7

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	15.3	32.8	64.2	129.6
상대	12.4	21.8	36.6	78.5

주가



- * EGFR: 상피세포 성장인자 수용체
- * PFS: 무진행생존기간
- * PR: 부분관해(30% 이상 종양 감소)
- * CR: 완전관해(100% 종양 감소)
- * ORR: 객관적반응률(PR + CR 합산)
- * naïve: 항암제 치료 경험 없는 초기 환자

VRN11 임상 1a상 중간결과로 기대는 실현되는 중

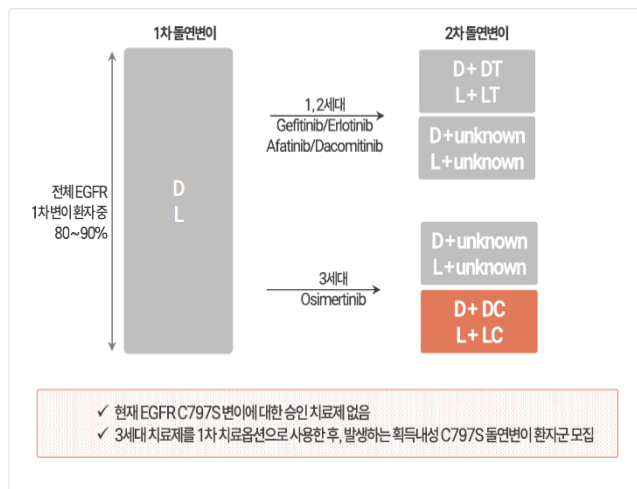
VRN11, 타그리소 획득
내성 C797S 환자 대상
1a상의 긍정적 중간결과

보로노이의 핵심 파이프라인인 비소세포폐암 치료제 VRN11의 임상 1a상 중간 결과가 지난 23일 AACR-NCI-EORTC 2025에서 포스터 발표됐다. 아직 최고 용량까지 올라가지 못한 중간 용량 수준에서 지금까지 의구심을 해소할 수 있을 만큼 놀라운 데이터들이 관찰됐다.

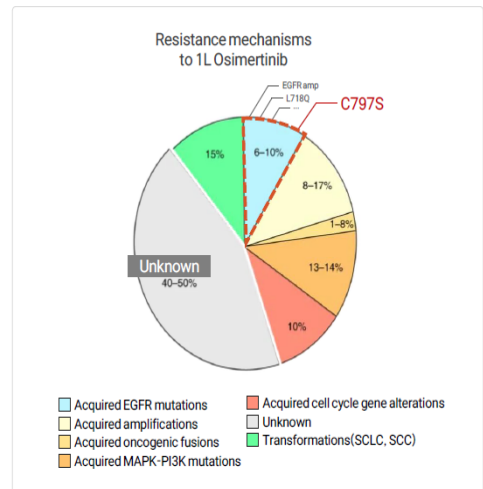
비소세포폐암은 EGFR(상피세포 성장인자 수용체) 변이 환자가 80~85%를 차지하고 현재 아스트라제네카(AZ)의 타그리소(원료명: osimertinib)가 가장 전통적인 변이인 L858R/Del19 1차 치료제이다. 여기서 1~2세대 TKI 치료 시 획득 내성 변이를 일으킨 환자들의 경우 T790M에 대해 타그리소를 투약한다. 그리고 타그리소 내성 환자 6~10%가 C797S 획득 변이를 겪지만 현재까지 승인된 C797S과 unknown에 대한 마땅한 표적치료제는 없는 상황이다.

EGFR 변이 비소세포폐암 타그리소 치료 환자 중 약 6~10%가 C797S 변이 내성

VRN11. Heavily treated 환자 대상 임상 환자 모집



EGFR 비소세포폐암의 Osimertinib에 대한 내성 메커니즘¹



자료: Leonetti, A. et al. Br J Cancer 121, 725-737 (2019), 보로노이, 신한투자증권

3세대 TKI 타그리소(오시머티닙) 대표 획득 내성 C797S 변이 양성 환자 투여 결과

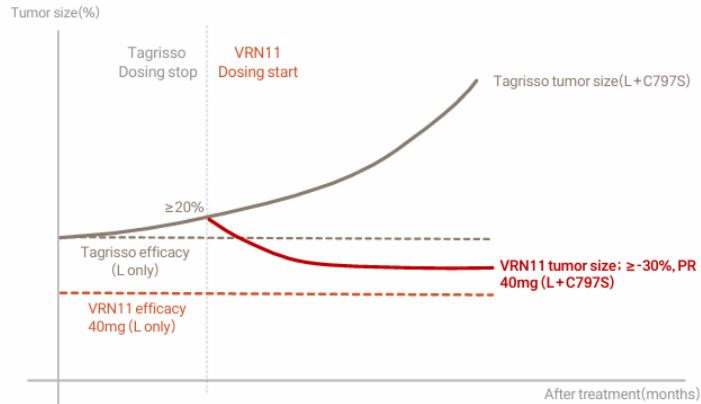
환자	투여 용량	EGFR 변이	이전 TKI 치료	ctDNA 소실 (C797S)	표적 병변 크기 변화	뇌 전이 병변 상태	최고 반응 (Best Response)
1번	40mg	L858R / C797S / R776H	Dacomitinib → Osimertinib (3L)	100%	-51.40%	CR(완전 관해)	PR (부분 반응)
4번	80mg	Del19 / C797S	Osimertinib (2L)	80%	+31.20%	PD (질병 진행)	PD (질병 진행)
2번	160mg	Del19 / C797S	Osimertinib (2L)	100%	-45.30%	CR(완전 관해)	PR (부분 반응)
3번	240mg	Del19 / C797S	Lazertinib → Osimertinib (3L)	100%	-44.10%	PR (부분 반응)	PR (부분 반응)

자료: 2025 AACR-NCI-EORTC, 보로노이, 신한투자증권

40mg~240mg에서도
우수한 뇌투과율 확인
고용량 긍정적 결과 기대

이번 VRN11의 임상 1a상을 살펴보자. EGFR C797S 변이 환자 4명 중 3명 PR(부분관해: 30% 이상 종양 감소) 및 뇌전이 환자 4명 중 2명이 CR(완전관해: 100% 종양 감소)되어 ORR 75%(3/4명) 및 우수한 뇌투과율이 확인됐다. 아직 환자 수는 적으나 C797S 변이를 일으킨 환자들을 대상으로 PR, 뇌전이 CR, 안전성이 확보된 것은 우연이 아니다. 이제 320mg, 400mg, 480mg까지 용량이 증가될 경우 40mg~240mg 대비 더욱 긍정적 데이터가 전망될 수 있다.

타그리스 후 투약 C797S 획득 변이 환자가 VRN11 40mg에서 종양 감소



자료: 보로노이, 신한투자증권

VRN11 용량 별 TRAE(치료관련 부작용), DLT(용량 제한 독성), SAE(심각한 부작용) 발생률

용량	10mg (N=3)	20mg (N=4)	40mg (N=3)	80mg (N=12)	160mg (N=13)	240mg (N=14)	320mg (N=4)	400mg (N=1)	전체 (N=54)
모든 TRAE	1명 (33%)	2명 (50%)	2명 (67%)	7명 (58%)	8명 (58%)	1명 (25%)	0명 (0%)	0명 (0%)	22명 (41%)
1등급 TRAE	1명 (33%)	2명 (50%)	2명 (67%)	5명 (38%)	6명 (43%)	1명 (25%)	0명 (0%)	0명 (0%)	19명 (35%)
2등급 TRAE	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)	2명 (17%)	2명 (15%)	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)	4명 (7%)
3등급 TRAE	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)
DLT 및 SAE	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)	0명 (0%)

자료: 2025 AACR-NCI-EORTC, 보로노이, 신한투자증권

VRN11(160mg 이상 투약군) vs. 오시머티닙(80mg 투약군) 단독요법 부작용 발생률 비교

	VRN11 (N=34)		오시머티닙 (N=279)	
	전체 (All)	3등급 이상 (≥G3)	전체 (All)	3등급 이상 (≥G3)
EGFR on-target 부작용				
설사	9명	0명	49명	2명
발진	18명	0명	54명	1명
피부건조	9명	0명	33명	1명
손발톱염	0명	0명	25명	1명
구내염	6명	0명	25명	1명
가려움	6명	0명	15명	0명
EGFR off-target 부작용				
빈혈	0명	0명	12명	1명
QT 연장(심전도 이상)	0명	0명	10명	2명
간질성폐질환(ILD)/폐렴	0명	0명	4명	2명

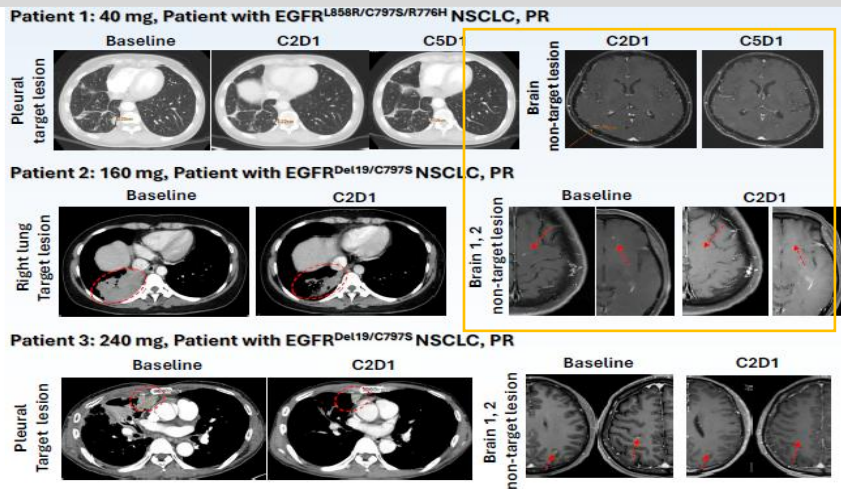
자료: 2025 AACR-NCI-EORTC, Osimertinib safety profiles adapted from FLAURA (NEJM 2019), 보로노이, 신한투자증권

EGFR 변이 NSCLC에서 다수의 뇌전이 병변 관찰 뇌투과율이 중요한 이유

EGFR 메인 변이 시장인 L858R 및 Del19 환자에서 뇌전이 20~30% 발생, EGFR 하위 변이 시장에서 뇌전이 발생 확률 30~60%로 뇌전이 환자가 증가한다는 점, 타그리소 뇌투과율이 20% 수준이라는 점에서 주목할 만한 데이터다. 부분관해 및 뇌전이 완전관해를 일으킨 환자들 중 유효 용량으로 기대하지 않았던 40mg 투여 환자에 주목 필요하다. L858R 변이만 가지고 있던 상태에서 타그리소를 투여했지만 20% 이상 종양이 증가하고 C797S 변이를 획득해 VRN11을 투여한 케이스다. 타그리소 내성 환자 다수를 대상으로 효과를 보이고 있다.

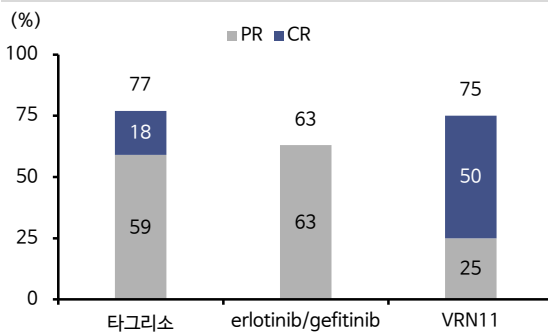
아직 C797S의 유효성을 평가하기에 적은 환자 수로 판단할 수도 있다. 그러나 40mg부터 80, 160, 240mg까지 용량이 증가하며 타그리소(osimertinib) 투여 후 C797S 획득 내성환자를 대상으로 효과가 지속 확인되었고, 이번에 서프라이즈로 발표된 400mg 용량에서의 안전성, Grade 3 이상의 부작용 미발견 또한 VRN11의 ESMO asia 유효성 발표 기대감을 높이고 불확실성을 줄여주고 있다.

C797S 변이 PR(부분 반응) 환자 CT 스캔: 뇌 병변 CR(완전반응) 2건



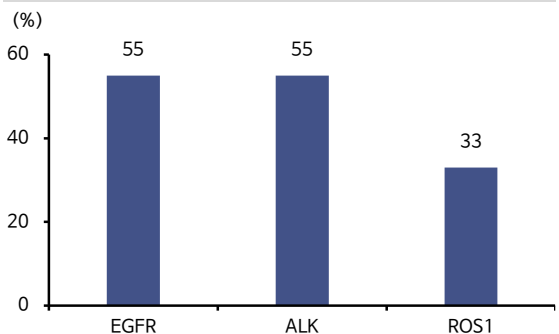
자료: 2025 AACR-NCI-EORTC, 보로노이, 신한투자증권

각 TKI 별 뇌전이 병변 ORR 비교: VRN11 CR 50%



자료: AstraZeneca(TAGRISSO), 신한투자증권

비소세포암 돌연변이 별 뇌 전이 가능성



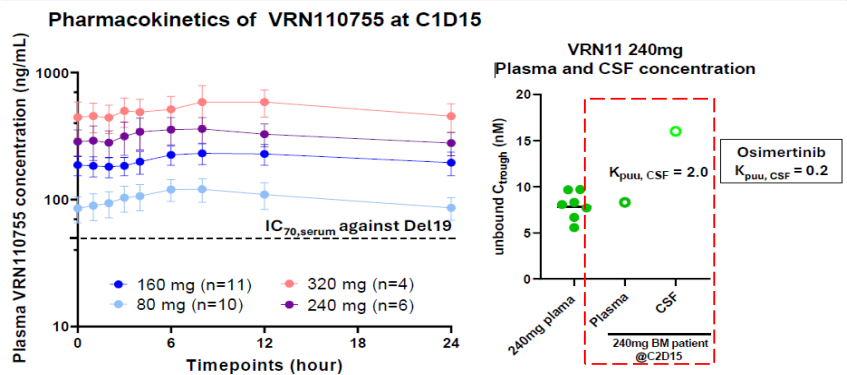
자료: Transl Lung Cancer Res. 2019 Nov;8, 신한투자증권
주) EGFR/ALK: 논문 연구 값인 50~60% 확률의 평균값 사용

차세대 TKI인 VRN11
뇌전이 ORR 75% 중
50%가 CR(완전관해)
우수한 뇌투과율 확인

실제로 비소세포폐암 돌연변이 중 뇌 전이로 이어질 가능성이 가장 높은 돌연변이가 EGFR과 ALK이다. TKI 별 뇌전이 병변 억제 효과 비교 시, 2세대 TKI 에루로티닙/게피티닙 뇌전이 병변 CR 없는 ORR 63%, 3세대 TKI 타그리스 ORR 77%로 비교군 중 가장 높으나 그 중 CR은 18%에 불과하다. 차세대 TKI VRN11은 ORR 75% 중 무려 50%가 CR로 기존 TKI 대비 우수한 뇌 전이 병변 관해력을 입증했다.

약물의 뇌투과율은 뇌 전이 병변 억제와 직결되는 요소다. VRN11 240mg 복용 C2D15 시점(약 1.5개월) Plasma(혈관)와 CSF(뇌척수액)의 약물 농도를 비교하였을 때 오히려 CSF에서 2배 더 높은 농도가 관찰되었다. 타그리스의 경우 유사한 조건에서 혈중 농도의 약 20%의 농도만 CSF 관찰되었다. 타그리스 1차 치료 후 발생할 수 있는 내성과 뇌 전이를 동시에 공략할 수 있는 약물은 글로벌 적으로도 VRN11이 유일하다.

VRN11(240mg) Plasma(혈관) 대비 CSF(뇌척수액)에서 2배 높은 농도



자료: 2025 AACR-NCI-EORTC, 2024 JCO, 보로노이, 신한투자증권

이러한 결과는 높은 EGFR 변이 중 C797S의 극단적으로 높은 선택성이 있다. 투여 1달(C2D1)에서 2달(C3D1)만에 C797S의 ctDNA가 완전 소실됐는데 VRN11이 다른 변이에 결합하지 않고 의도한 C797S에 잘 표적되었음을 뜻한다.

VRN11의 높은 ORR의 이유는 당연히게도 의도한 C797S 변이에 압도적인 결합력을 지녔기 때문이다. 아래 결합비율은 약물의 최저 혈중 농도를 표적 변이 50% 억제에 필요한 농도로 나눈 값인데 이는 변이 50% 억제에 필요한 약물 농도 대비 몇 배가 혈중에 있는지를 나타낸 것이다. 변이 억제력과 유사한 의미다.

C797S 내성을 유발하는 타그리스(osimertinib)의 경우 C797S 양성 환자에 대한 타겟 결합비율이 1배 미만으로 유효한 억제를 수행하지 못한다. 반면, VRN11의 C797S 타겟 결합비는 27배로 오시머티닙 대비 180배 높은 결합력을 보여준다. 이는 VRN11의 중앙 억제제가 C797S 변이 환자에 대해서는 180배 높은 타겟 결합 여유를 보였다는 것이다.

Classic/비전형 변이에도
높은 타겟 결합비율로
다양한 변이 환자 타겟
가능한 잠재력 입증

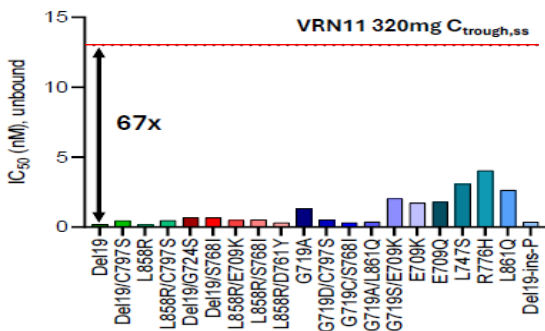
VRN11 및 오시머티닙 타겟 결합비율(Target Engagement Ratio)

EGFR 변이	VRN11 (320 mg)	오시머티닙 (80mg)	VRN11/오시머티닙
Classic	67	17	4배
Classic + C797S	27	<1	180배
Classic + 비전형	26	8	3배
비전형	15	4	4배

자료: 2025 AACR-NCI-EORTC, 보로노이, 신한투자증권

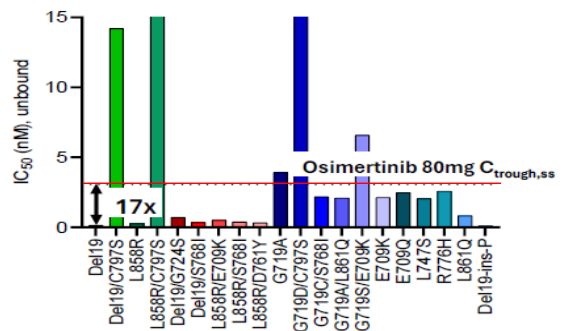
주) 타겟 결합비 = $C_{\text{trough, ss}}/IC_{50}$ (정상 상태의 최저 혈중 농도 / 표적 50% 억제에 필요한 농도)

추가로 주목해야할 것은 C797S 양성 환자 이외에도 Classic/비전형 변이 모두에서 VRN11의 타겟 결합비율이 높다는 것이다. 이전 저용량 중간 결과에서 40mg 부터 유의미한 항종양 효과를 확인할 수 있었는데 고용량에서도 대부분의 변이에 대해 IC_{50} 농도가 상당히 낮음이 확인된다. VRN11 320mg은 Del19 변이를 기준으로 타겟결합 비율이 약 67배이고 오시머티닙 80mg은 17배 차이를 보인다. C797S를 포함한 다양한 변이 환자를 타겟할 수 있는 잠재력을 보여준다.

VRN11(320mg) 낮은 IC_{50} 으로 최대 67배 결합 여유

자료: 2025 AACR-NCI-EORTC, 보로노이, 신한투자증권

오시머티닙(80mg) 최대 17배 결합 여유



자료: 2025 AACR-NCI-EORTC, 보로노이, 신한투자증권

연내 C797S 1상을 마무리하고 임상 2상 용량을 결정하여 2026년 임상 1b/2상 진입 및 4분기 내 가속승인을 목표하고 있다. 타그리스 T790M 변이 환자 대상 100명으로 1.5개월만에 FDA 가속승인 받은 이력을 보았을 때 2027년 중으로 가속 승인도 가능할 수 있다.

그리고 내년은 동남아 지역에서 Naïve(타그리스 투약이력 없는) 1차 치료제 개발 목적의 EGFR L858R/Del19 시장 + Unknown(Chemo 병용)까지 검토하기 위한 임상 계획이 동시 진행 중이다. 미국 시장도 FDA로부터 설득이 가능할 것으로 동사는 기대하고 있다.

아직 임상 결과가 확보된 것은 아니므로 C797S + Unknown 시장의 가치만 우선 보는 것을 추천하지만 내년 임상적 증명이 이루어질 수 있기 때문에 지금까지 동사가 주장했던 내용들에 대해 임상적 검증이 실현될지 주목이 필요한 시점으로 판단한다. AACR-NCI-EORTC 2025 발표가 첫 근거다.

Unknown 시장은 VRN11 + Chemo 병용으로 우위 기대

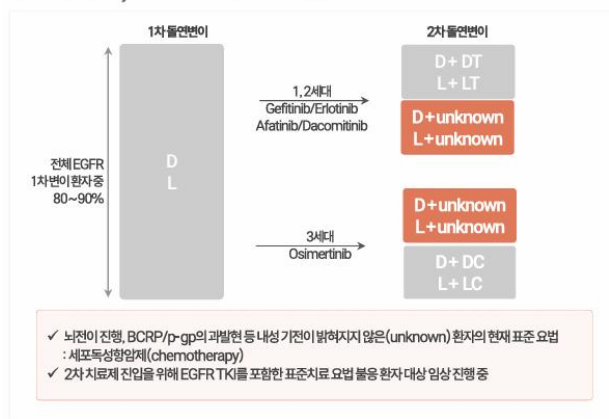
타그리소 내성 중 절반을 차지하는 Unknown은 Chemo 병용으로 타겟

타그리소 내성 시장 중 50% 가까이가 Unknown 시장이다. 뇌전이 진행되고 내성 기전이 밝혀지지 않은 Unknown 환자들은 아직 표준 치료제가 부재한 상태다. VRN11은 현재 EGFR 변이 3차 치료제에서 DCR 95.2%로 확인됐다.

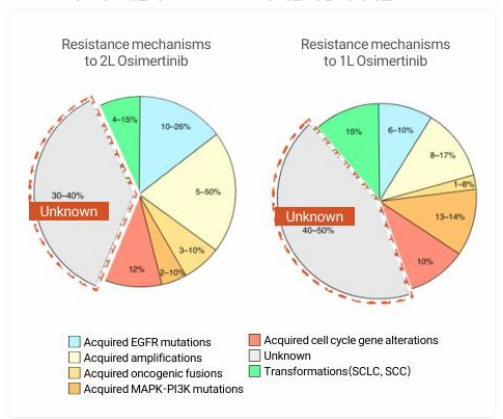
ORR(객관적반응률: PR + CR) 19%로 낮은 수치처럼 보이나 Unknown은 추후에 VRN11 + Chemo 병용요법 임상 1b/2상에서 제대로 평가될 예정이다. 이미 VRN11은 단독 요법에서 충분히 항종양의 활성을 나타내는 중이다.

EGFR 변이 비소세포폐암에서 Unknown 시장이 30~60% 차지

VRN11. Heavily treated 환자 대상 임상 환자 모집



EGFR 비소세포폐암의 Osimertinib에 대한 내성 메커니즘¹⁾



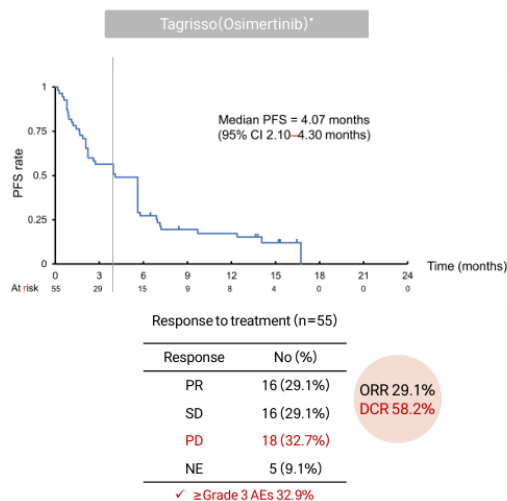
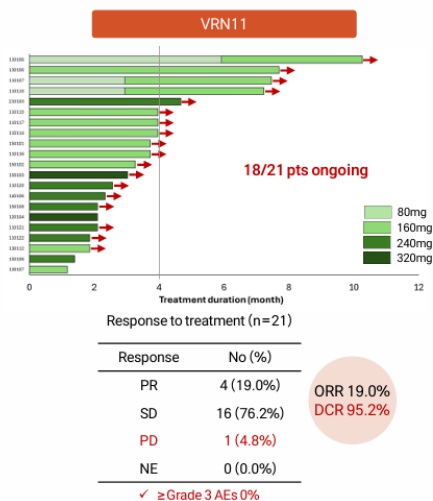
자료: 보로노이, 신한투자증권

3차 치료옵션 이상의 환자들은 대부분 Unknown 변이들에 대한 Chemo 치료 이력을 갖고 있는 환자들로 총 21명 중 PR 4명, SD 16명, PD 1명으로 질병조절을 (DCR)이 타그리소 58.2% 대비 우위를 보여주고 있다.

또한 3등급 이상의 부작용 환자 비율이 타그리소의 경우 32.9%에 달하는데 VRN11은 미관찰되고 있다. 여기서도 추가적으로 고무적인 부분은 VRN11을 80mg 투여한 환자들은 SD(안정병변)이었던 반면 160mg 투여한 환자들은 PR(30% 이상 종양감소)를 보인 점이다. 240, 320, 400, 480mg의 고용량 투여 환자들 중 Unknown의 치료 효과는 더욱 높아질 것으로 기대된다.

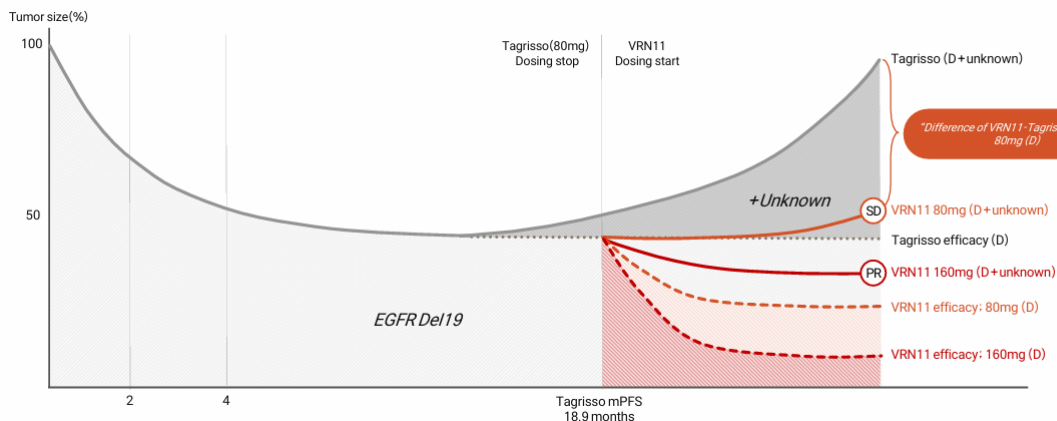
이처럼 VRN11의 시장은 EGFR C797S 시장뿐만 아니라 Unknown 환자 대상으로도 3등급 이상 부작용 없이 항종양 활동을 보여주고 있다. 내년 임상 1b/2상을 마무리하고 가속승인을 들어간다면 VRN11 타겟 시장의 규모는 C797S 시장만 고려한 1조원에서 3~5조원 시장으로 커지게 된다. 또한 만약 EGFR 전통적인 돌연변이 L858R/Del19 대상까지 적용 범위가 확대될 가능성까지 본다면 업사이드 리스크가 굉장히 커진다.

EGFR 변이 비소세포폐암에서 unknown 환자 대상 DCR 95.2%로 타그리소 대비 우위



자료: 보로노이, 신한투자증권

EGFR 변이 비소세포폐암에서 unknown 환자 대상 80mg SD에서 160mg PR로 항종양 효과 증가



자료: 보로노이, 신한투자증권

시장은 현재까지 보로노이에 대해 기술이전의 부재, 직접 판매에 대한 의구심을 여전히 갖고 있다. 그러나 VRN10 HER2 표적항암제의 내년 L/O 목표가 이루어졌을 때 상황은 크게 바뀔 것으로 전망한다.

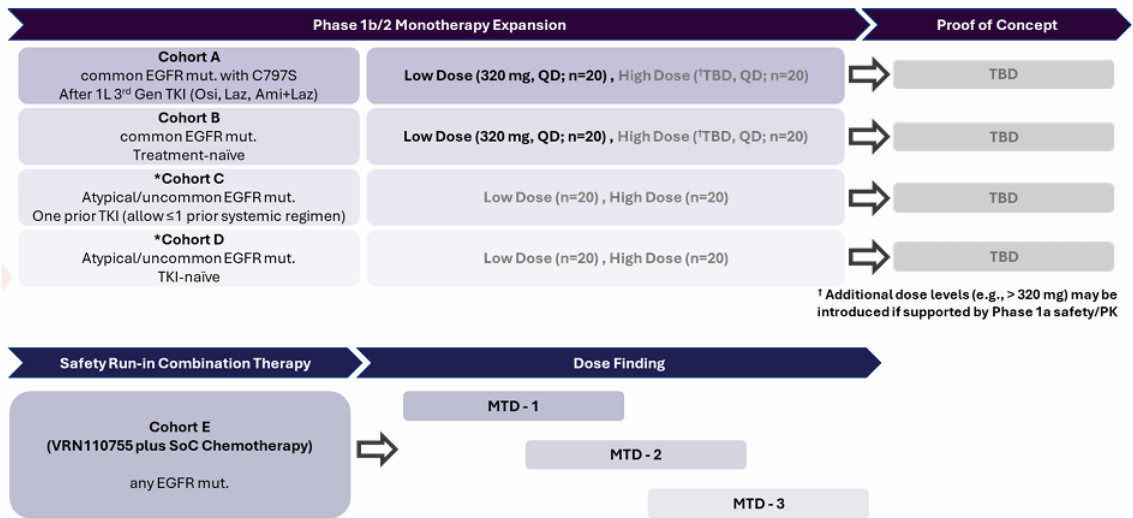
동사의 주장대로 약효의 우위로 단독 또는 Chemo 병용이 들어갈 VRN11은 직접 판매 구조로 가져가고, HER2 표적항암제 VRN10과 같은 치료제들은 ADC 병용을 목적으로하기 때문에 파트너사와 손잡는다면 빅파마 L/O로부터 펀더멘탈을 VRN10이 검증을 받고, VRN11의 임상 결과 및 향후 매출에 대한 전망은 대부분 직접판매 계획에 따라 긍정적으로 보기 시작할 것이기 때문이다.

VRN11, 고용량 유효성
결과 12월 공개 예정
4분기 및 2026년 주요
종목으로 추천

12월 공개될 ESMO asia에서 안전성이 이미 확보된 VRN11의 400mg, 480mg의 유효성 결과 또한 기대감이 높다. VRN11의 임상 1a상 결과가 구두발표될 예정이며 지금까지 내용들의 총체적인 정리가 될 예정이다.

내년 시작될 VRN11 새로운 환자 임상 진입과 그 결과 및 현재 초기 용량을 투약 중인 HER2 표적항암제 VRN10의 관심도도 높아질 것이다. 만일 C797S 변이에 대해 VRN11이 2027년 가속승인 된다면 2026년부터 보로노이는 다음해부터 자체 개발 신약으로 현금을 벌어들이는 기업이 된다. 남은 2025년 4분기와 내년의 주요 종목 중 하나로 추천하고자 한다.

보로노이 VRN11 임상 1b/2상 단독 및 chemo 병용 요법 임상 계획 (미확정)



자료: 보로노이, 신한투자증권

비소세포폐암 EGFR 변이 1차 치료제 치료 옵션에 대한 임상 비교표

Trial	Uncommon mutation(1L)		Common mutation(1L)			
	LUX-Lung2,3,6 ^{1,2}	KCSG-LU15-09 ³	FLAURA ⁴		MARIPOSA ⁵	
Brand name	Gilotrif	Tagrisso	Iressa, Tarceva	Tagrisso	Tagrisso	Rybrevent + Lazcluze
Drug name	Afatinib	Osimertinib	Gefitinib, Erlotinib	Osimertinib	Osimertinib	Amivantamab + Lazertinib
Characteristic	Uncommon naïve	Uncommon naïve 61%	Del19, L858R naïve	Del19, L858R naïve	Del19, L858R naïve	Del19, L858R naïve
mPFS (months)	10.7	8.2	10.2	18.9	16.6	23.7
Adverse events(AEs)	≥Grade3 TRAEs 49% Discontinuations (TRAEs) 8%	≥Grade3 AEs 6%(2/36)	≥Grade3 AEs 45%	≥Grade3 AEs 34%	≥Grade3 AEs 43% Serious AEs 33% Discontinuations (TRAEs) 3% Death(AEs) 7%	≥Grade3 AEs 75% Serious AEs 49% Discontinuations (TRAEs) 10% Death(AEs) 8%

VRN11, EGFR del19, L858R 돌연변이 외에도 uncommon 돌연변이 비소세포폐암의 현재 1차 치료옵션 승인 약물 대비 우수한 효능과 안전성 기대

자료: 보로노이, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
자산총계	47.7	40.2	64.0	94.7	73.7
유동자산	23.5	18.7	49.2	61.3	56.5
현금및현금성자산	11.9	18.2	11.0	12.9	10.2
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	24.2	21.5	14.8	33.4	17.2
유형자산	10.0	8.2	6.4	5.4	5.4
무형자산	13.0	5.8	5.2	0.9	1.0
투자자산	0.2	6.4	2.6	25.6	9.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	19.1	33.2	29.7	13.3	7.2
유동부채	18.4	18.1	13.8	12.5	6.8
단기차입금	0.0	2.2	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.7	15.1	15.9	0.8	0.5
사채	0.0	14.3	15.4	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	0.4	0.5	0.1	0.5	0.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	28.6	6.9	34.3	81.3	66.4
자본금	5.3	5.7	6.3	8.7	9.2
자본잉여금	87.2	87.7	137.0	221.9	241.6
기타자본	18.6	19.0	19.8	14.7	11.8
기타포괄이익누계액	2.0	(5.3)	(8.8)	(7.0)	(6.7)
이익잉여금	(85.1)	(100.2)	(120.1)	(156.9)	(189.5)
지배주주지분	28.1	6.9	34.3	81.3	66.4
비지배주주지분	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	3.1	27.9	27.2	12.3	1.0
*순차입금(순현금)	(19.8)	9.5	(21.5)	(48.1)	(54.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동으로인한현금흐름	(15.9)	(17.6)	(16.3)	(28.8)	(29.1)
당기순이익	(26.5)	(15.6)	(19.9)	(36.8)	(32.6)
유형자산상각비	3.3	3.2	3.0	2.7	2.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환환산손실(이익)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	0.2	(0.3)
자산처분손실(이익)	0.2	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(1.2)	(12.6)	(3.1)	(1.5)	1.5
(법인세납부)	0.0	(0.0)	(0.5)	(0.2)	(0.1)
기타	8.7	7.5	4.3	6.8	0.4
투자활동으로인한현금흐름	0.1	(0.6)	(38.0)	(32.2)	22.3
유형자산의증가(CAPEX)	(0.4)	(0.6)	(0.5)	(1.1)	(1.1)
유형자산의감소	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
투자자산의감소(증가)	0.2	0.0	(37.5)	(29.0)	23.8
기타	0.0	0.0	(0.1)	(2.1)	(0.3)
FCF	N/A	(18.4)	(18.9)	(32.2)	(30.7)
재무활동으로인한현금흐름	26.7	24.4	47.1	63.0	3.9
차입금의 증가(감소)	0.0	25.1	(2.1)	0.0	(0.0)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	26.7	(0.7)	49.2	62.8	3.9
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	0.2	0.1	(0.1)	0.1
현금의증가(감소)	10.9	6.3	(7.2)	1.8	(2.7)
기초현금	1.1	11.9	18.2	11.0	12.9
기말현금	11.9	18.2	11.0	12.9	10.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

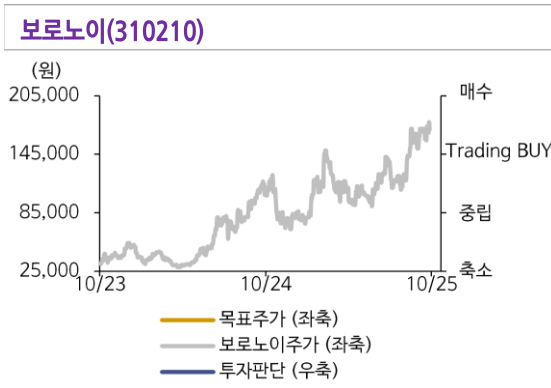
12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	6.2	14.8	9.8	0.0	0.0
증감률 (%)	N/A	139.2	(33.9)	(100.0)	N/A
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6.2	14.8	9.8	0.0	0.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	N/A	N/A
판매관리비	33.2	25.6	27.6	31.3	36.3
영업이익	(27.0)	(10.8)	(17.9)	(31.3)	(36.3)
증감률 (%)	N/A	적지	적지	적지	적지
영업이익률 (%)	(437.2)	(73.2)	(182.9)	N/A	N/A
영업외손익	(0.0)	(5.0)	(1.6)	(4.8)	3.7
금융손익	0.1	(0.7)	(1.6)	(0.6)	3.7
기타영업외손익	(0.1)	(4.3)	0.0	(4.2)	(0.1)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(27.1)	(15.8)	(19.4)	(36.2)	(32.6)
법인세비용	(0.6)	(0.2)	0.5	0.7	(0.0)
계속사업이익	(26.5)	(15.6)	(19.9)	(36.8)	(32.6)
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(26.5)	(15.6)	(19.9)	(36.8)	(32.6)
증감률 (%)	N/A	적지	적지	적지	적지
순이익률 (%)	(428.7)	(105.3)	(203.7)	N/A	N/A
(지배주주)당기순이익	(23.2)	(15.1)	(19.9)	(36.8)	(32.6)
(비지배주주)당기순이익	(3.3)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(24.5)	(22.9)	(23.4)	(35.1)	(32.3)
(지배주주)총포괄이익	(21.2)	(22.4)	(23.4)	(35.1)	(32.3)
(비지배주주)총포괄이익	(3.3)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
EBITDA	(23.8)	(7.6)	(14.8)	(28.6)	(34.4)
증감률 (%)	N/A	적지	적지	적지	적지
EBITDA 이익률 (%)	(384.3)	(51.5)	(151.9)	N/A	N/A

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022	2023	2024
EPS (당기순이익, 원)	(2,161)	(1,176)	(1,363)	(2,307)	(1,818)
EPS (지배순이익, 원)	(1,891)	(1,140)	(1,363)	(2,307)	(1,818)
BPS (자본총계, 원)	2,263	504	2,233	4,675	3,615
BPS (지배지분, 원)	2,222	504	2,233	4,675	3,615
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	0.0	0.0	(20.5)	(23.4)	(44.0)
PER (지배순이익, 배)	0.0	0.0	(20.5)	(23.4)	(44.0)
PBR (자본총계, 배)	0.0	0.0	12.5	11.6	22.1
PBR (지배지분, 배)	0.0	0.0	12.5	11.6	22.1
EV/EBITDA (배)	0.8	(1.2)	(27.7)	(31.1)	(41.1)
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(384.3)	(51.5)	(151.9)	N/A	N/A
영업이익률 (%)	(437.2)	(73.2)	(182.9)	N/A	N/A
순이익률 (%)	(428.7)	(105.3)	(203.7)	N/A	N/A
ROA (%)	(55.5)	(35.4)	(38.2)	(46.5)	(38.8)
ROE (지배순이익, %)	(82.5)	(86.2)	(96.7)	(63.8)	(44.1)
ROIC (%)	N/A	(123.8)	(189.7)	(385.7)	(861.6)
안정성					
부채비율 (%)	66.7	480.5	86.7	16.4	10.9
순차입금비율 (%)	(69.2)	137.4	(62.7)	(59.1)	(81.5)
현금비율 (%)	65.0	100.5	79.7	102.9	150.0
이자보상배율 (배)	(189.7)	(13.0)	(8.4)	(16.4)	(62.6)
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(0.4)	(1.5)	(3.1)	0.0	0.0
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	-	-	-	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 차이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 壓力이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 엄민용, 윤석현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 10월 24일 기준)

매수 (매수)	89.92%	Trading BUY (중립)	6.85%	중립 (중립)	3.23%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------