

보로노이 (310210)

ESMO ASIA, 1차 치료제 확장 공식적 첫 언급

2025년 12월 9일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	300,000 원 (유지)
✓ 상승여력	33.9%	✓ 현재주가 (12월 8일)	224,000 원

신한생각 ESMO ASIA에서 핵심 신약 1차 치료제 가능성 확인

이번 구두발표에서 VRN11 및 VRN07의 1차 치료제 경쟁력 확인. VRN11의 1차 치료제 개발 구체화. VRN07/아미반타맙 병용요법 Best-in-class 기대감 상승. VRN10은 SABCS*에서 결과 발표 예정. 병용 목적 L/O 모멘텀 지속

VRN11(C797S) • VRN07(Exon 20 삽입) Best-in-class 경쟁력 입증

지난 12월 6일 ESMO ASIA 2025에서 VRN11 임상 결과 발표. 국내 타그리소 임상 담당 이력 있는 삼성서울병원 안명주 교수가 1차 치료제 개발 임상 계획 및 Target Engagement* 측면 타그리소 대비 강점 직접 언급. 총 2번(임상결과 설명, 질의응답)에 걸쳐 Naïve 환자 대상 1L 임상 계획 설명. 26년 상반기에 1L 임상 개시 및 연내 중간결과 도출 목표. 타그리소 비급여 국가 말레이시아 기점 2상 개시 후, FDA 논의 및 글로벌 확장 계획

VRN07도 1/2상 데이터 발표. 뇌전이 환자 비율 38%로 타 약물 임상 대비 높은 조건에서 ORR* 45%(이전 Chemo 투약 환자 대상, RP2D* 80mg 기준, n=42) 우월한 약효 확인. CNS(중추신경계) ORR 71% 달성 또한 고무적. 내년 중 아미반타맙 무상지원 병용 3상 진입 계획. 아미반타맙은 타겟 시장 내 유일한 FDA 1차 치료제 승인 약물. 이를 보유한 안앤이 선택한 파이프라인이라는 점에서 VRN07 개발 성공 기대감 높음. 파트너사 적극적 개발에 따라 VRN07/아미반타맙 병용요법 Best-in-class 등극 기대

Valuation & Risk: 1차 치료제 개발 및 L/O 모멘텀에 주목

VRN11 및 VRN07의 긍정적 데이터 확인으로 1차 치료제 경쟁력 확보. 1L FDA 승인 근거에 해당하는 Pivotal 임상 진입시점 가까워질수록 주가 상승 모멘텀 증가. 병용 목적의 VRN10(HER2)은 올해 12월 9~12일 SABCS에서 임상 업데이트 예정. 추가 L/O에 따른 리레이팅 가능성 지속

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	0.0	(31.3)	(36.8)	-	(63.8)	11.6	-	-
2024	0.0	(36.3)	(32.6)	-	(44.1)	22.1	-	-
2025F	4.2	(45.0)	(44.8)	-	(96.5)	165.6	-	-
2026F	2.6	(49.6)	(55.8)	-	3,825	-	-	-
2027F	8.1	(48.6)	(69.4)	-	108.3	-	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[계약/바이오]

이호철 수석연구원

✉ hcleee1129@shinhan.com

엄민용 연구위원

✉ my.eom@shinhan.com

Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	4,120.1 십억원
발행주식수(유동비율)	18.4 백만주 (58.2%)
52주 최고가/최저가	249,000 원/68,300 원
일평균 거래액 (60일)	26,939 백만원
외국인 지분율	4.0%
주요주주 (%)	
김현태 외 5인	39.6

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	10.1	57.0	184.6	178.6
상대	4.0	38.5	102.9	106.2

주가



* SABCS: 미국 샌안토니오 유방암 학회

* Target Engagement:
약물의 표적 단백질 결합 능력

* ORR: 객관적 반응을, 종양 제거 능력 척도

* RP2D: 임상 2상 권장 용량

VRN11, EGFRm C797S 변이 비소세포폐암 치료제

보로노이 VRN11, VRN07
ESMO ASIA 구두 발표

ESMO ASIA 2025 - 싱가포르 현장 방문



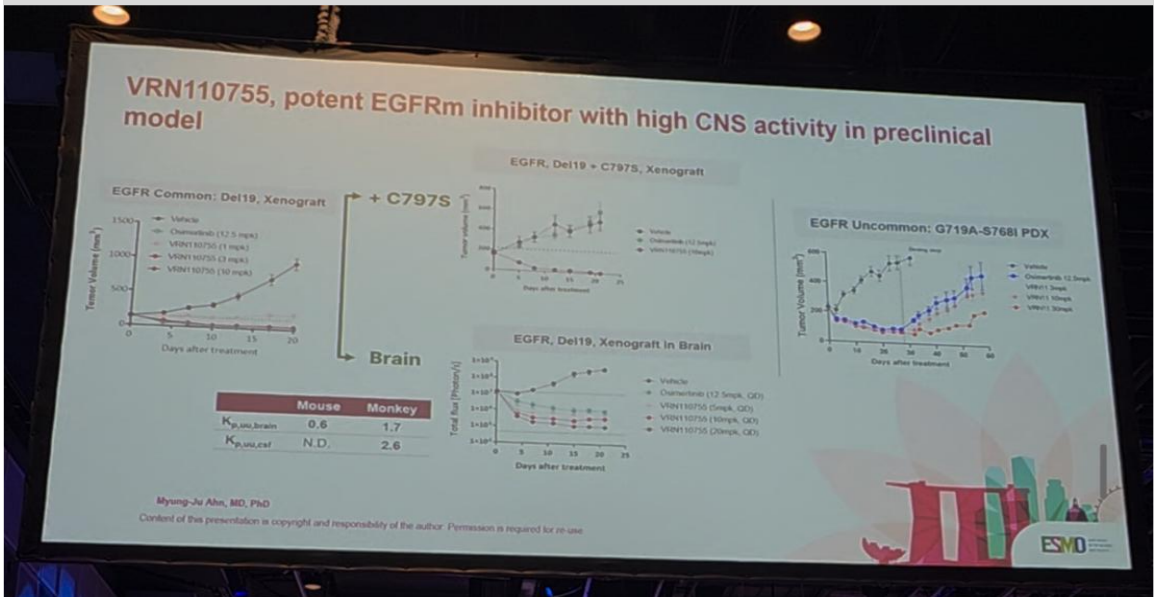
자료: 신한투자증권

ESMO ASIA 2025 - 보로노이 VRN11 구두 발표



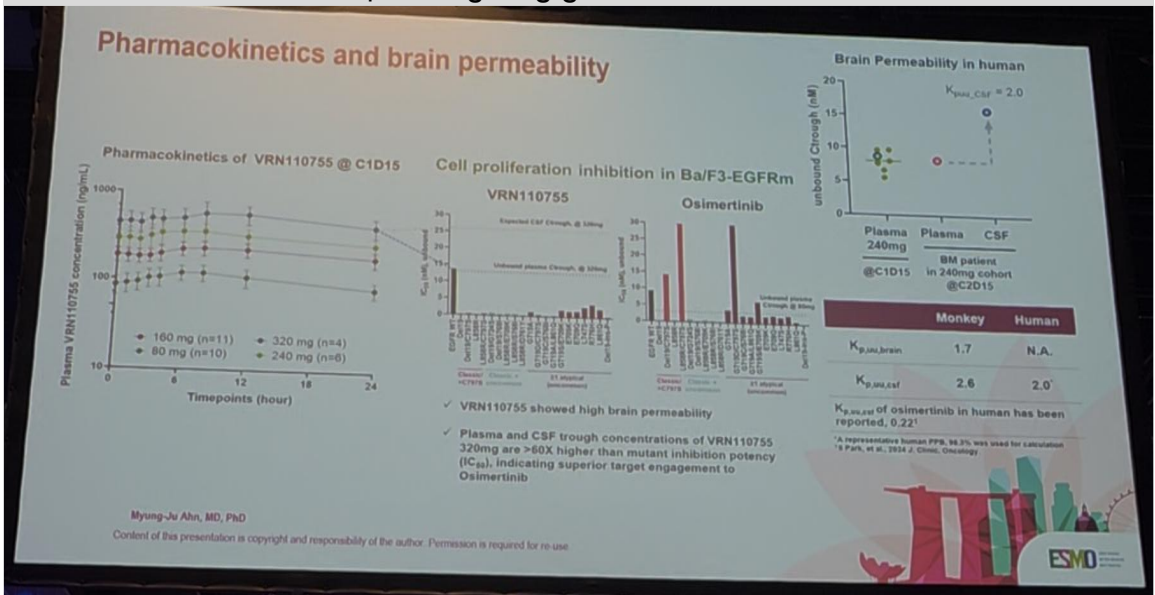
자료: 회사 자료, 신한투자증권

VRN11의 주요 경쟁력 - C797S 타겟, 뇌전이 약효



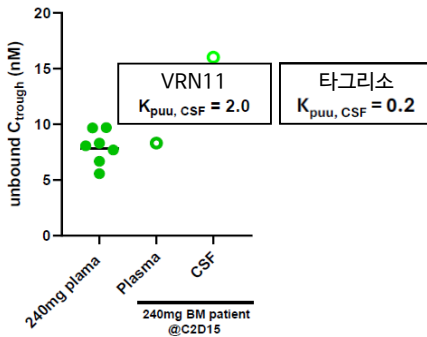
자료: 회사 자료, 신한투자증권

VRN11의 타그리소 대비 강점 - Superior target engagement to Osimertinib



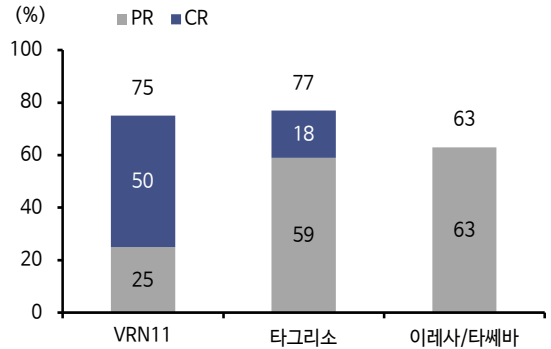
자료: 회사 자료, 신한투자증권

VRN11(보로노이) vs. 타그리스 - 뇌투과율: 2.0 vs. 0.2



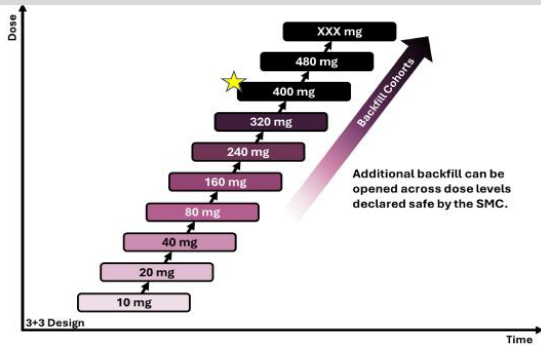
자료: AACR-NCI-EORTC 2025, 신한투자증권

약물별 뇌전이 약효(ORR, 객관적 반응률)



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

VRN11 - 용량 증가 계획



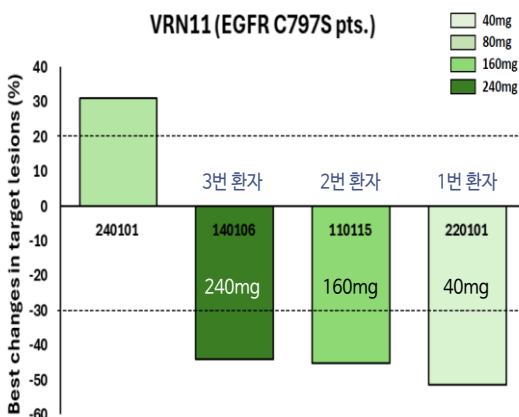
자료: AACR-NCI-EORTC 2025, 보로노이, 신한투자증권

VRN11 - 뇌전이 약효: ORR 75%

환자	투여용량 (mg)	이전 TKI 치료	뇌전이 병변 상태
1번	40	Dacomitinib → Osimertinib(3L)	CR(완전 관해)
2번	160	Osimertinib(2L)	CR(완전 관해)
3번	240	Lazertinib → Osimertinib(3L)	PR(부분 반응)
4번	80	Osimertinib(2L)	PD(질병 진행)

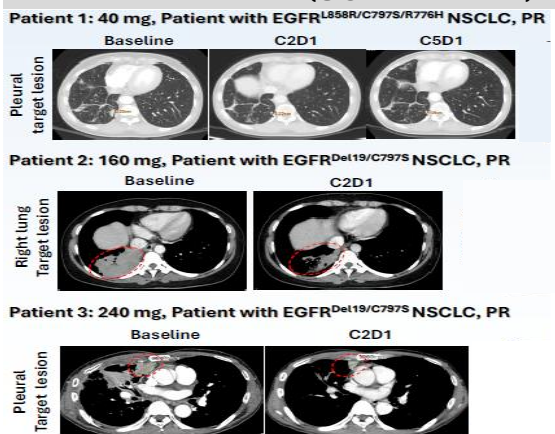
자료: AACR-NCI-EORTC 2025, 신한투자증권

VRN11 - C797S 변이 약효(종양 크기 변화 그래프)



자료: AACR-NCI-EORTC 2025, 신한투자증권

VRN11 - C797S 변이 약효(종양 크기 변화 사진)

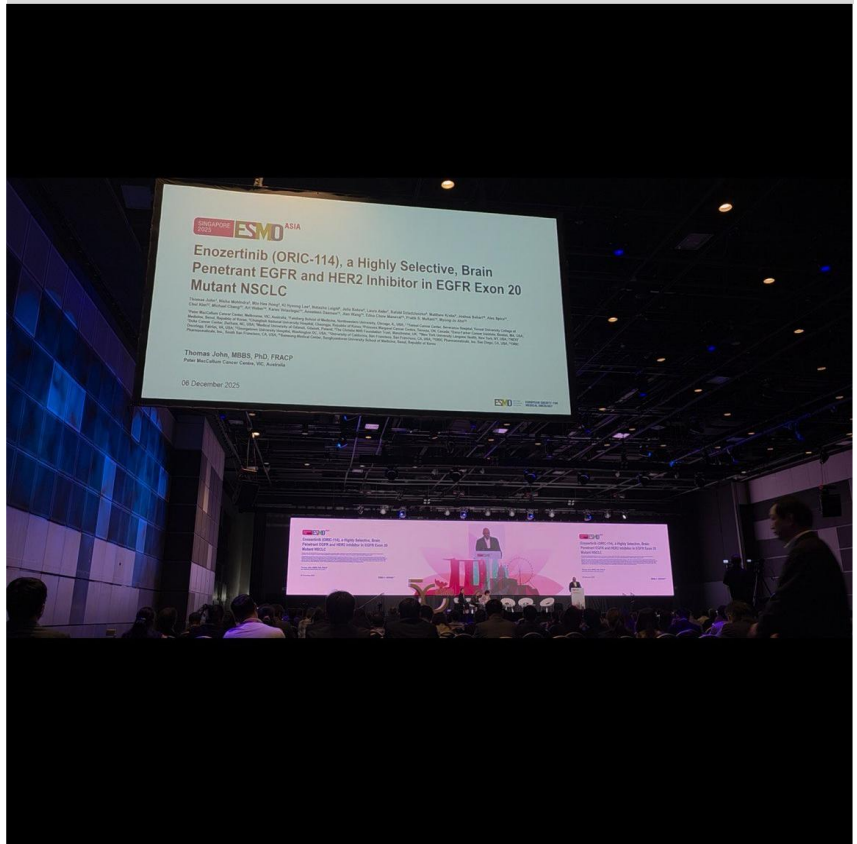


자료: AACR-NCI-EORTC 2025, 신한투자증권

VRN07, EGFRm Exon 20 삽입 변이 비소세포폐암 치료제

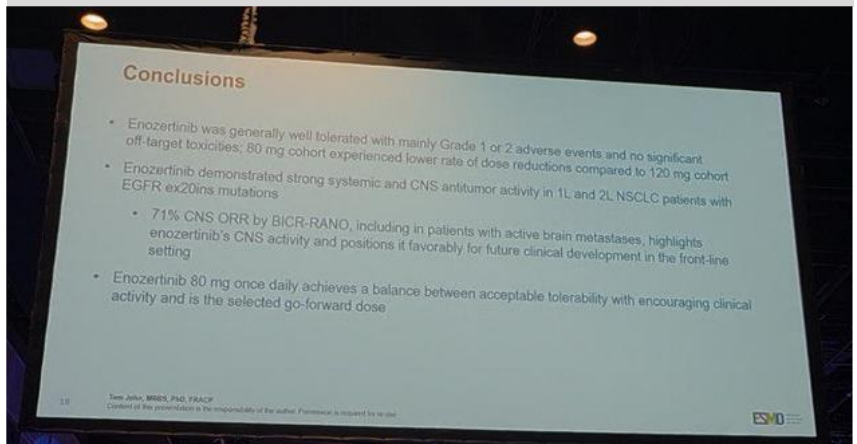
EGFR Exon 20 삽입 변이
NSCLC 치료제 VRN07
중추신경계 ORR 71%

ESMO ASIA 2025 - ORIC(보로노이 파트너사) VRN07 구두 발표



자료: 회사 자료, 신한투자증권

ESMO ASIA 2025 - VRN07 구두 발표 결론



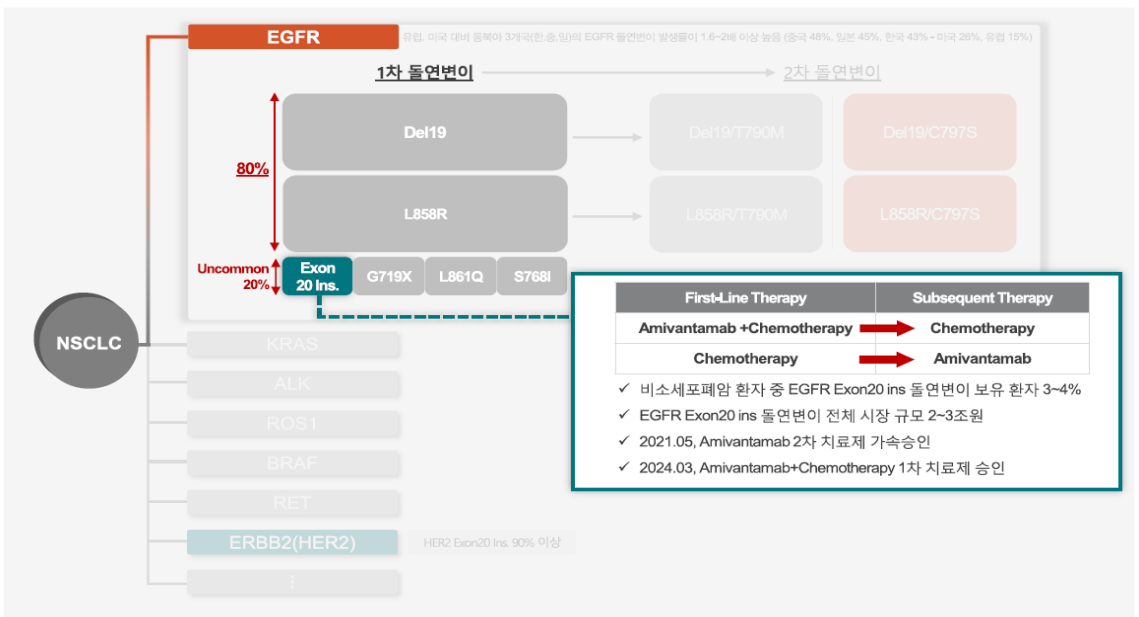
자료: 회사 자료, 신한투자증권

ORIC 주요 파이프라인 - VRN07(Enozertinib, ORIC-114)

Program	Indication	Discovery / IND Enabling	Phase 1/2	Pivotal / Phase 3	Clinical Collaboration
Product Candidates					
ORIC-944 PRC2 inhibitor	Prostate Cancer	• Combination with apalutamide			Johnson&Johnson
		• Combination with darolutamide			BAYER
Enozertinib (ORIC-114) EGFR/HER2 inhibitor	EGFR exon 20 NSCLC ⁽¹⁾	• 1L combination with SC amivantamab • 1L monotherapy • 2L monotherapy			Johnson&Johnson
	Atypical EGFR NSCLC	• 1L monotherapy • 2L+ monotherapy			
	HER2 exon 20 NSCLC	• 2L+ monotherapy			

자료: ORIC, 신한투자증권

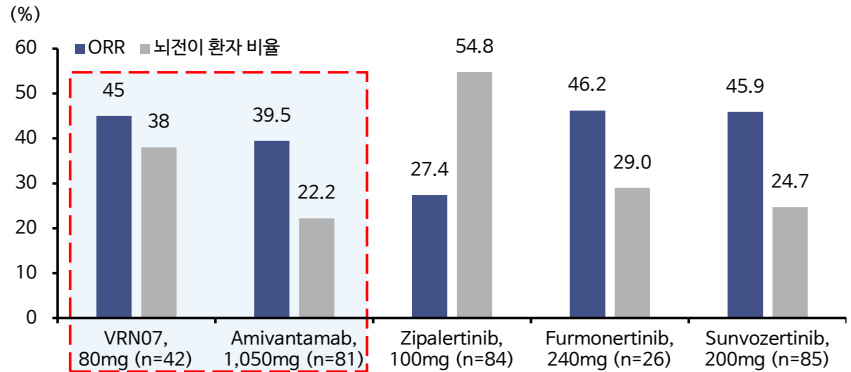
EGFRm Exon 20 삽입 변이 비소세포폐암 1차 치료제 - 아미반타맵/Chemotherapy



자료: 회사 자료, 신한투자증권

경쟁 약물의 임상 대비
높은 뇌전이 환자 비율에도
뛰어난 ORR 달성

EGFRm Exon 20 삽입 변이 비소세포폐암 치료제 임상 비교 (2L+)



자료: ESMO ASIA 2025, FDA, Taiho, IASLC 2023, 신한투자증권

EGFRm Exon 20 삽입 변이 비소세포폐암 치료제 임상 비교 (2L+)

	VRN07	Amivantamab	Zipalertinib	Furmonertinib	Sunvozertinib
개발사	보로노이(한국)	J&J(미국)	Taiho(일본) Cullinan(미국)	Allist(중국) ArriVent(미국)	Dizal(중국)
기전	EGFR TKI	EGFRxMET 이중항체	EGFR TKI	EGFR TKI	EGFR TKI
임상	NCT05315700 (1/2상, n=42)	CHRYSLIS (1/2상, n=81)	REZILIENT1 (1/2상, n=84)	FAVOUR (2상, n=26)	WU-KONG1B (2상, n=85)
치료단계	2L+	2L+	2L+	2L+	2L+
용량	80mg, QD	1,050mg, QW ~ Q2W	100mg, BID	240mg, QD	200mg, QD
ORR	45% (뇌전이 대상 71%)	39.5%	27.4%	46.2%	45.9%
뇌전이 환자 비율	38%	22.2%	54.8%	29.0%	24.7%
개발현황	글로벌 1/2상 (1L, 아미반타맵 병용)	FDA 승인 (1L, Chemo 병용)	글로벌 3상 (1L, Chemo 병용)	중국 승인, 글로벌 3상 (1L, 단독요법)	글로벌 3상 (1L, 단독요법)

자료: ESMO ASIA 2025, FDA, Taiho, IASLC 2023, 신한투자증권

VRN10, HER2 타겟 고형암 치료제

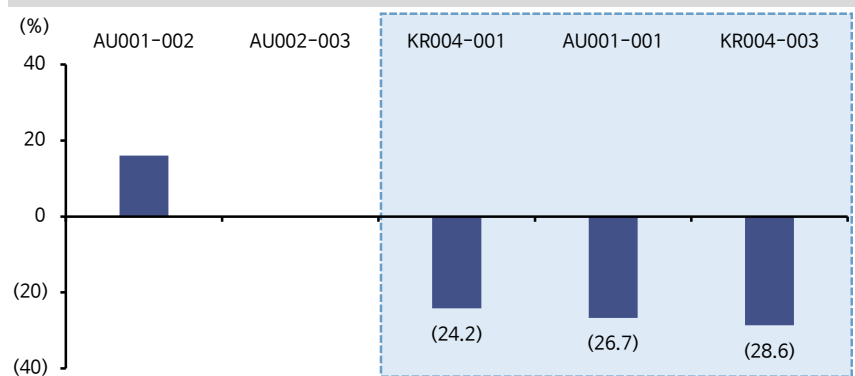
VRN10, 임상 1a상에서
HER2 변이 환자 대상
유효성 확인

VRN10 임상 1a상 효능 데이터 추출 환자 특성

환자	AU001-002	AU002-003	KR004-001	AU001-001	KR004-003
투여 용량 (mg)	160	80	160	80	160
HER2 증폭	1+	2+	1+	3+	Negative
HER2 변이	-	-	V777L	S310F	S310Y
원발 기관	침샘	위	유방	췌장	폐
이전 전신치료 횟수	0	2	7	3	3
마지막 처방	-	Irinotecan / Fluorouracil	T-DXd (엔하투)	Tucatinib / Trastuzumab	T-DXd (엔하투)

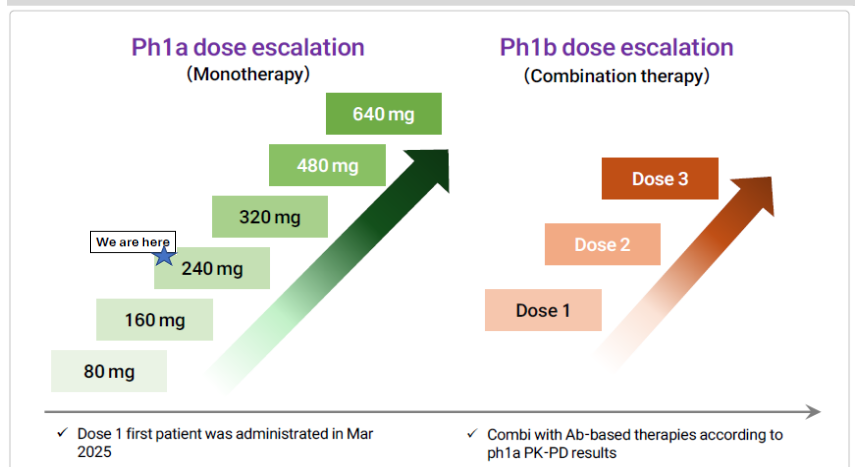
자료: AACR-NCI-EORTC 2025, 신한투자증권

VRN10 임상 1a상 안정병변(SD) 환자 종양 크기 감소 비교



자료: AACR-NCI-EORTC 2025, 신한투자증권

VRN10 임상 1상 디자인 설계



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
자산총계	94.7	73.7	39.7	48.0	147.0
유동자산	61.3	56.5	22.7	30.7	107.3
현금및현금성자산	12.9	10.2	2.4	6.0	13.5
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	33.4	17.2	17.0	17.4	39.7
유형자산	5.4	5.4	5.2	4.1	3.3
무형자산	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
투자자산	25.6	9.6	9.8	11.3	34.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	13.3	7.2	13.3	77.4	245.8
유동부채	12.5	6.8	12.8	16.8	79.6
단기차입금	0.0	0.0	6.0	6.0	6.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.8	0.5	0.5	60.5	166.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	0.5	0.4	0.4	60.4	165.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	81.3	66.4	26.4	(29.4)	(98.7)
자본금	8.7	9.2	9.2	9.2	9.2
자본잉여금	221.9	241.6	243.8	243.8	243.8
기타자본	14.7	11.8	14.2	14.2	14.2
기타포괄이익누계액	(7.0)	(6.7)	(6.5)	(6.5)	(6.5)
이익잉여금	(156.9)	(189.5)	(234.3)	(290.1)	(359.5)
지배주주지분	81.3	66.4	26.4	(29.4)	(98.7)
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	12.3	1.0	7.0	67.4	177.7
*순차입금(순현금)	(48.1)	(54.1)	(14.3)	38.8	84.8

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	(28.8)	(29.1)	(39.0)	(51.6)	(22.8)
당기순이익	(36.8)	(32.6)	(44.8)	(55.8)	(69.4)
유형자산상각비	2.7	2.0	1.6	1.2	0.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.2	(0.3)	0.3	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(1.5)	1.5	0.0	3.0	45.8
(법인세납부)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0
기타	6.8	0.4	3.9	(0.0)	0.0
투자활동으로인한현금흐름	(32.2)	22.3	24.9	(5.2)	(80.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(1.1)	(1.1)	(1.0)	0.0	0.0
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(29.0)	23.8	(0.0)	(1.5)	(23.1)
기타	(2.1)	(0.3)	25.9	(3.7)	(56.9)
FCF	(32.2)	(30.7)	(44.4)	(45.6)	(5.8)
재무활동으로인한현금흐름	63.0	3.9	6.6	60.3	110.4
차입금의 증가(감소)	0.0	(0.0)	6.2	60.3	110.4
자기주식의처분(취득)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	62.8	3.9	0.4	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	0.1	(0.1)	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1.8	(2.7)	(7.7)	3.5	7.5
기초현금	11.0	12.9	10.2	2.5	6.0
기말현금	12.9	10.2	2.5	6.0	13.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	0.0	0.0	4.2	2.6	8.1
증감률 (%)	(100.0)	N/A	N/A	(39.8)	216.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4
매출총이익	0.0	0.0	4.2	2.6	6.7
매출총이익률 (%)	N/A	N/A	100.0	100.0	82.8
판매관리비	31.3	36.3	49.2	52.1	55.3
영업이익	(31.3)	(36.3)	(45.0)	(49.6)	(48.6)
증감률 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률 (%)	N/A	N/A	(1,060.9)	(1,942.7)	(602.2)
영업외손익	(4.8)	3.7	0.2	(6.3)	(20.8)
금융손익	(0.6)	3.7	0.1	(6.3)	(20.8)
기타영업외손익	(4.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(36.2)	(32.6)	(44.8)	(55.8)	(69.4)
법인세비용	0.7	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
계속사업이익	(36.8)	(32.6)	(44.8)	(55.8)	(69.4)
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(36.8)	(32.6)	(44.8)	(55.8)	(69.4)
증감률 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
순이익률 (%)	N/A	N/A	(1,056.3)	(2,186.6)	(859.2)
(지배주주)당기순이익	(36.8)	(32.6)	(44.8)	(55.8)	(69.4)
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(35.1)	(32.3)	(44.6)	(55.8)	(69.4)
(지배주주)총포괄이익	(35.1)	(32.3)	(44.6)	(55.8)	(69.4)
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	(28.6)	(34.4)	(43.3)	(48.4)	(47.8)
증감률 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA 이익률 (%)	N/A	N/A	(1,022.2)	(1,896.0)	(592.3)

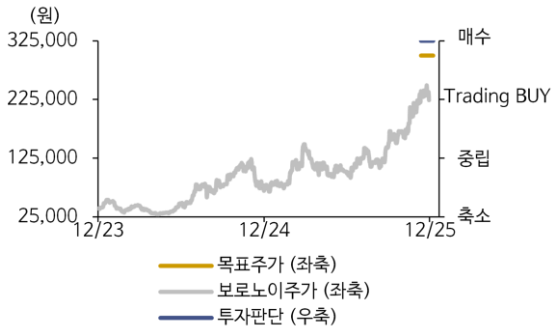
주요 투자지표

12월 결산	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (당기순이익, 원)	(2,307)	(1,818)	(2,436)	(3,034)	(3,773)
EPS (지배순이익, 원)	(2,307)	(1,818)	(2,436)	(3,034)	(3,773)
BPS (자본총계, 원)	4,675	3,615	1,437	(1,596)	(5,369)
BPS (지배지분, 원)	4,675	3,615	1,437	(1,596)	(5,369)
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(23.4)	(44.0)	(97.7)	(78.5)	(63.1)
PER (지배순이익, 배)	(23.4)	(44.0)	(97.7)	(78.5)	(63.1)
PBR (자본총계, 배)	11.6	22.1	165.6	(149.1)	(44.3)
PBR (지배지분, 배)	11.6	22.1	165.6	(149.1)	(44.3)
EV/EBITDA (배)	(31.1)	(41.1)	(100.7)	(91.3)	(93.3)
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	N/A	N/A	(1,022.2)	(1,896.0)	(592.3)
영업이익률 (%)	N/A	N/A	(1,060.9)	(1,942.7)	(602.2)
순이익률 (%)	N/A	N/A	(1,056.3)	(2,186.6)	(859.2)
ROA (%)	(46.5)	(38.8)	(79.0)	(127.2)	(71.2)
ROE (지배순이익, %)	(63.8)	(44.1)	(96.5)	3,825.1	108.3
ROIC (%)	(385.7)	(861.6)	(2,521.0)	19,193.1	205.7
안정성					
부채비율 (%)	16.4	10.9	50.2	(263.6)	(248.9)
순차입금비율 (%)	(59.1)	(81.5)	(54.2)	(132.2)	(85.9)
현금비율 (%)	102.9	150.0	19.2	35.4	16.9
이자보상배율 (배)	(16.4)	(62.6)	(142.8)	(7.2)	(2.2)
활동성					
순운전자본회전율 (회)	0.0	0.0	(0.9)	(0.4)	(0.3)
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	-	-	-	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

보로노이(310210)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2025년 11월 20일	매수	300,000		

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이호철, 엄민용)
- ◆ 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.
- ◆ 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 엄민용은 상기 회사 보로노이의 기업설명회에 해당회사 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- ◆ 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 12월 05일 기준)

매수 (매수)	89.37%	Trading BUY (중립)	7.09%	중립 (중립)	3.54%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------