

보로노이 (310210)

SABCS(세계유방암학회) 및 NDR 후기

2025년 12월 19일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	300,000 원 (유지)
✓ 상승여력	46.0%	✓ 현재주가 (12월 18일)	205,500 원

신한생각 VRN10(HER2)와 VRN11(EGFR) 모두 기대감 고조

글로벌 최대 유방암학회에서 VRN10 병용 시너지 약효 발표로 L/O* 기대감 상승. 폐암 신약 VRN11은 경쟁 약물의 독성 이슈로 2차 치료제 경쟁우위 강화. 1차 치료제에서도 강력한 Target Engagement 기반 경쟁력 기대

유방암 및 폐암에서 Best-in-class 가능성 입증

[HER2 변이 유방암 신약 VRN10] 지난 12월 11일 SABCS(세계유방암학회)에서 1) 단독 투약 임상 결과 업데이트, 2) 병용 투약 시너지 데이터 발표. 1) 단독요법 1a상에서 종양 크기 감소 폭 확대. 간독성 미발생 지속. 엔허투(HER2 ADC*)의 심각한 간독성 고려 시 병용 유리. 경쟁약물 존커티닙(HER2 TKI*)은 엔허투보다 간독성 커서 병용 불가. 2) 엔허투 또는 트라스트주맙/퍼투주맙(HER2 항체)과 병용 시 약효 증가하는 전임상 결과 발표. ADC 및 항체와 시너지 발생 원리는 HER2 세포 내재화 촉진

[EGFR 변이 폐암 신약 VRN11] C797S 변이* 환자 대상 독성·약효 임상 데이터 우위 강화. 지난 12월 3일 경쟁 약물 실레버티닙(블랙다이아몬드) 3등급 이상 부작용 56% 발표. VRN11은 현재까지 3등급 이상 부작용 미발생. 약효 측면에서도 ORR* 75%로 실레버티닙의 17%를 압도. 1조원 규모(타그리스 예상 Peak 매출 15조원, C797S 발생률 7%) 시장 독점 전망

Valuation & Risk: Target Engagement가 보여주는 VRN 11의 경쟁력

Target Engagment(약물의 처치력) → Depth of Response(종양 감소 수준) → mPFS(무진행생존기간) 상관관계 고려 시, VRN11이 EGFR변이 폐암 1차 치료(시장규모 15조원)에서 최장 mPFS 기록 가능. 26년 상반기 naïve 환자* 대상 글로벌 임상 진입 목표. 폐암 특성상 투약 4개월 후 Depth of Response 도출. 26년내 타그리스보다 뛰어난 약효 확인 및 리레이팅 기대

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)	145.4	-	-
2026F	2.6	(49.6)	(55.8)	-	3,825.1	-	-	-
2027F	8.1	(48.6)	(69.4)	-	108.3	-	-	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[제약/바이오]

이호철 수석연구원

✉ hcleee1129@shinhan.com

엄민용 연구위원

✉ my.eom@shinhan.com

Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	3,779.8십억원
발행주식수(유동비율)	18.4백만주(58.2%)
52주 최고가/최저가	249,000 원/68,300 원
일평균 거래액 (60일)	27,794백만원
외국인 지분율	4.8%
주요주주 (%)	
김현태 외 5인	39.6

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(12.4)	30.6	172.5	155.6
상대	(14.6)	24.2	110.9	94.7

주가



* L/O(License-Out): 기술수출

* ADC(Antibody-Drug Conjugate):
항체-약물 접합체

* TKI(Tyrosine Kinase Inhibitor):
티로신 인산화 효소 저해제

* C797S 변이: EGFR 표적항암제에 대한 내성을 유발하는 특정 유전자 돌연변이

* ORR: 객관적반응률, 종양 제거 능력 척도

* naïve 환자: 다른 약 투여 경험 없는 환자

VRN10: HER2 타겟 ADC·항체와 병용 시너지

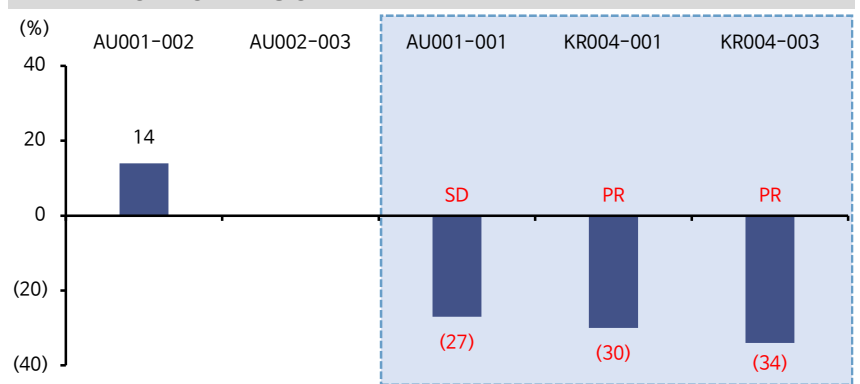
간독성 미발생으로
엔허투와 병용 유리

VRN10 임상 1a상 효능 데이터 추출 환자 특성

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

자료: SABCS 2025, 신한투자증권

VRN10 임상 1a상 환자 종양 크기 감소 데이터



자료: SABCS 2025, 신한투자증권

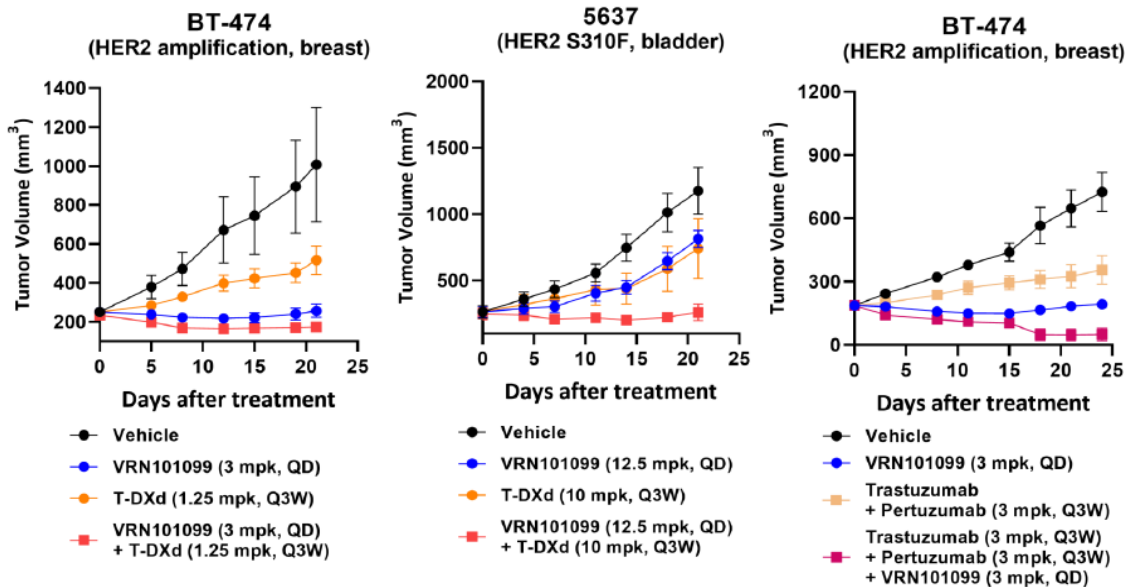
VRN10(HER2 TKI) vs. 존거티닙(HER2 TKI) vs. 엔허투(HER2 ADC) 부작용 비교

		VRN10						존거티닙		엔허투	
용량		80mg (n=3)		160mg (n=5)		240mg (n=4)		120mg (n=75)		5.4mg/kg (n=257)	
등급		All	Grade ≥ 3	All	Grade ≥ 3	All	Grade ≥ 3	All	Grade ≥ 3	All	Grade ≥ 3
설사	발진	0%	0%	20%	0%	25%	0%	56%	1%	29%	1.2%
	발진	0%	0%	0%	0%	0%	0%	33%	0%	N/A	N/A
간독성	ALT 증가	0%	0%	0%	0%	0%	0%	24%	5%	53%	2%
	AST 증가	0%	0%	20%	0%	0%	0%	21%	8%	67%	1%
모든 TRAE		33%	0%	40%	0%	50%	0%	97%	17%	98%	45%

자료: SABCS 2025, Beamion LUNG-1, DESTINY-Breast03, N Engl J Med. 2022 Mar 24;386(12):1143-1154, 신한투자증권

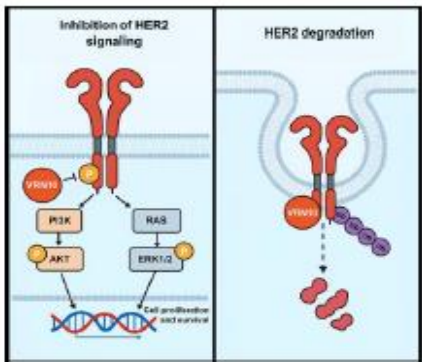
주) ALT: 간에 특이적으로 존재하는 효소로 간세포 손상 시 상승, AST: 간, 근육, 심장 등에 존재하는 효소로 세포 손상 시 상승

VRN10 병용 시 약효 증가 (전임상): ① 엔허투(T-DXd, HER2 ADC), ② 트라스투주맙/퍼투주맙(HER2 항체의약품)



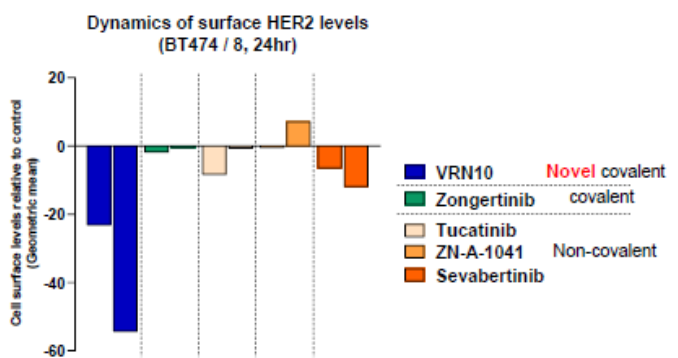
자료: SABCS 2025, 신한투자증권

VRN10 병용 시 HER2 세포 유입 원할



자료: SABCS 2025, 신한투자증권

VRN10 및 경쟁약물(HER2 TKI)의 세포 표면 HER2 발현 정도

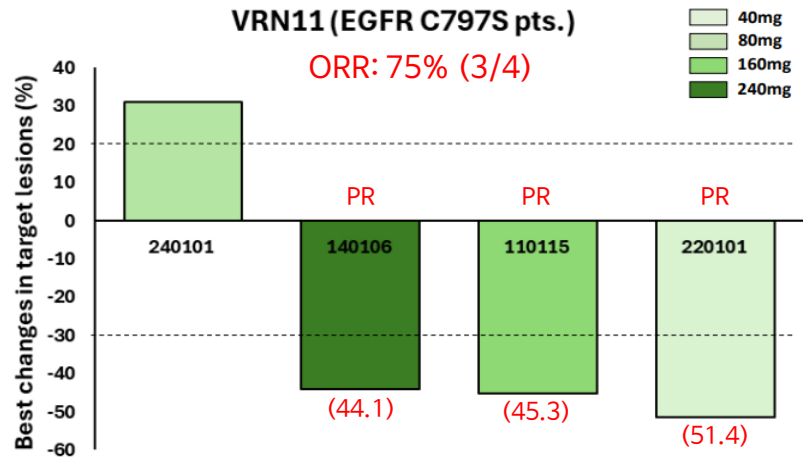


자료: SABCS 2025, 신한투자증권

VRN11: EGFR C797S 변이 환자에서 약효·부작용 모두 우월

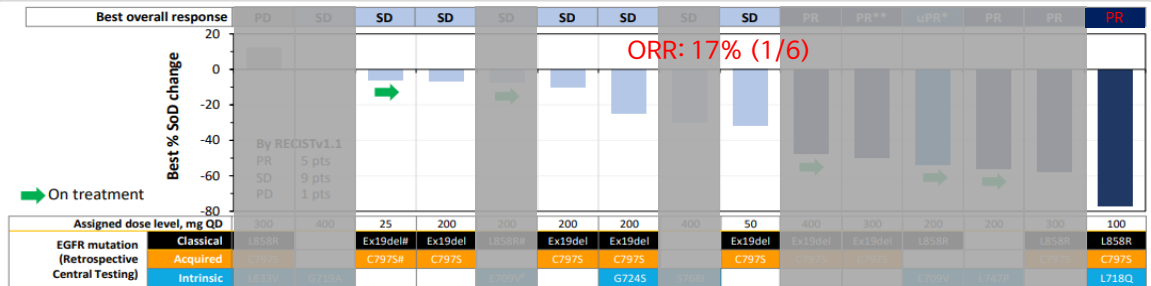
높은 ORR 달성,
심각한 부작용 미발생

VRN11 임상 1a상 - ORR 75% (C797S 변이 환자 대상)



자료: AACR-NCI-EORTC 2025(#A093), 회사 자료, 신한투자증권

실레버티닙(블랙다이아몬드) 임상 1상 - ORR 17%(C797S 변이 환자 대상, 2상 용량 200mg 이하 투약)



VRN11: EGFRm 비소세포암 1차 치료 중 가장 긴 mPFS 기대

폐암 표적항암제(EGFR-TKI) - 세대별 분류

			1세대		2세대		3세대		4세대	
제품명			이레사	타쎌바	지오텍	비짐프로	타그리소	라즈클루즈	-	-
성분명			게피티닙	엘로티닙	아파티닙	다코미티닙	오시메티닙	레이저티닙	BDTX-1535	VRN11
회사명			아스트라-제네카	로슈	베링거-인겔하임	화이자	아스트라-제네카	J&J, 유한양행, 오스코텍	블랙 다이아몬드	보로노이
최초 FDA 승인			03년 5월	04년 11월	13년 7월	18년 9월	15년 11월	24년 8월	2상 진행중	1상 진행중
타겟 수용체			EGFR(=HER1)		EGFR, HER2, HER3, HER4		EGFR(=HER1)		EGFR(=HER1)	
EGFR 돌연변이 약효	Exon 19	결손	O		O		O		O	
	Exon 21	L858R*	O		O		O		O	
	Exon 20	T790M*	X		X		O		△	
		C797S*	X		X		X		O	

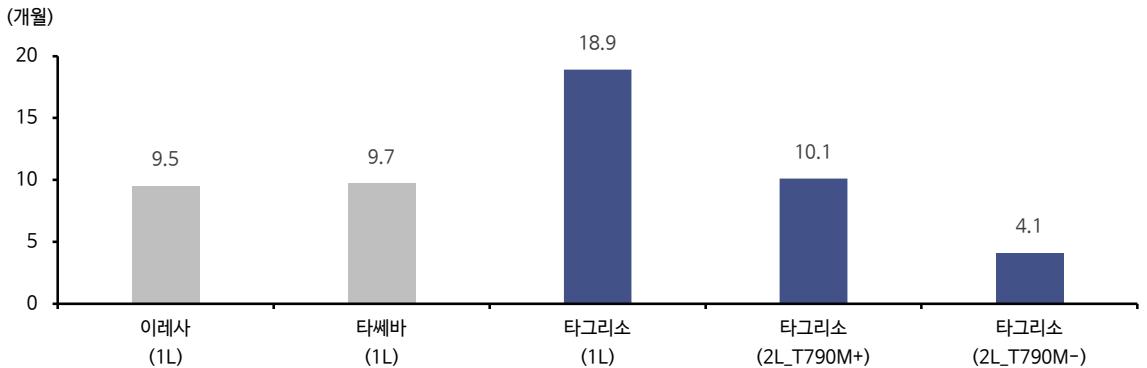
자료: 각 사, FDA, 신한투자증권

주: * L858R: 858번 위치에서 L(Leucine, 류신) → R(Arginine, 아르기닌) 치환 돌연변이

* T790M: 790번 위치에서 T(Threonine, 트레오닌) → M(Methionine, 메티오닌) 치환 돌연변이

* C797S: 797번 위치에서 C(Cysteine, 시스테인) → S(Serine, 세린) 치환 돌연변이

폐암 표적항암제(EGFR-TKI) - 단독요법 약효(mPFS, 무진행생존기간)



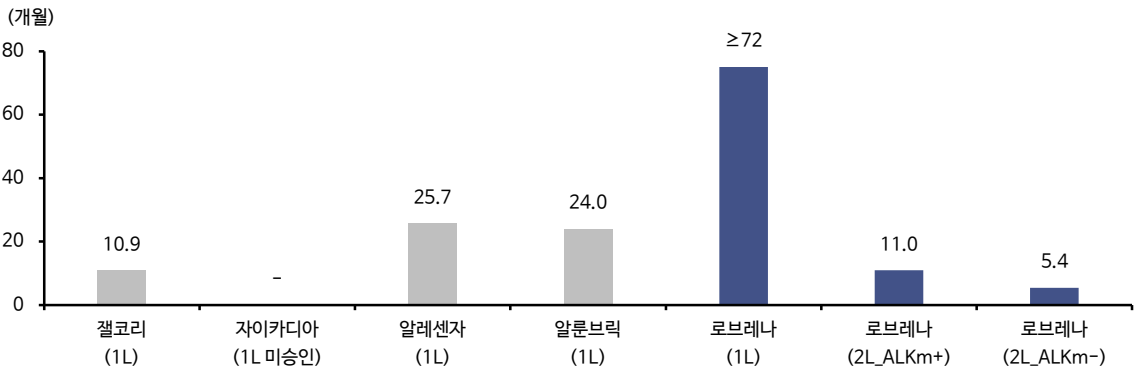
자료: 각 사, 신한투자증권

폐암 표적항암제(ALK-TKI) - 세대별 분류

(%, 개월)		1세대	2세대			3세대
제품명		젤코리	자이카디아	알레센자	알룬브릭	로브레나
성분명		크리조티닙	세리티닙	알렉티닙	브리가티닙	로라티닙
회사명		화이자	화이자	로슈	다케다	화이자
최초 FDA 승인		11년 8월 (1차, 가속)	14년 8월 (2차)	15년 12월 (2차, 가속)	17년 4월 (2차, 가속)	18년 11월 (2차, 가속)
1차 치료 정식 승인		13년 11월	없음	17년 11월	20년 5월	21년 3월
타겟 수용체		ALK, ROS1, c-MET	ALK, ROS1	ALK	ALK	ALK, ROS1
PFS(1차 치료, 개월)		10.9	-	25.7	24	≥ 72
ALK 돌연변이 약효	L1196M	X	△	O	O	O
	G1202R	X	X	X	△	O

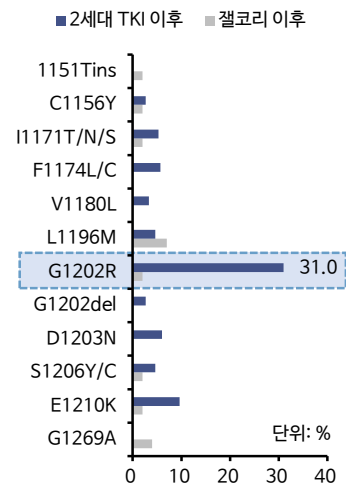
자료: FDA label, NJEM 2020, JCO 2024, 신한투자증권

폐암 표적항암제(ALK-TKI) - 단독요법 약효(mPFS, 무진행생존기간)



자료: FDA label, NJEM 2020, JCO 2024, 신한투자증권

ALK-TKI 투약 후 추가 변이 발생률

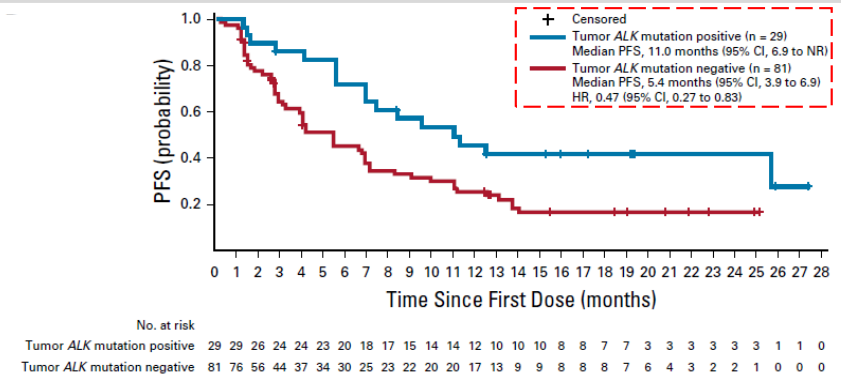


1차 치료제로 ALK-TKI 투약 후 ALK 돌연변이 내성 발생률

	1세대	2세대		
약물 (환자 수)	젤코리 (n=55)	자이카디아 (n=24)	알레센자 (n=17)	알룬브릭 (n=7)
1151Tins	2%	0%	0%	0%
C1156Y	2%	8%	0%	0%
I1171T/N/S	2%	4%	12%	0%
F1174L/C	0%	17%	0%	0%
V1180L	0%	4%	6%	0%
L1196M	7%	8%	6%	0%
G1202R	2%	21%	29%	43%
G1202del	0%	8%	0%	0%
D1203N	0%	4%	0%	14%
S1206Y/C	2%	0%	0%	14%
E1210K	2%	0%	0%	29%
G1269A	4%	0%	0%	0%
ALK 돌연변이	20%	54%	53%	71%

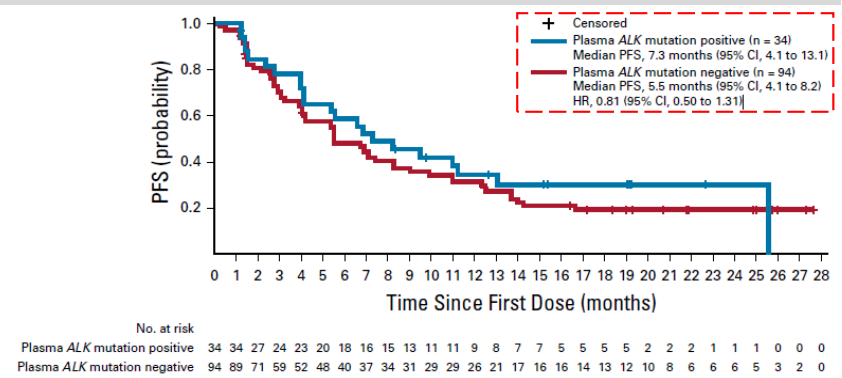
자료: Precision Cancer Medicine Vol 4 (2021), 신한투자증권

로브레나 2차 치료제 mPFS - (종양 내 ALK 변이 유 vs. 무) 11.0개월 vs. 5.4개월



자료: J Clin Oncol 37, 1370-1379(2019), 신한투자증권

로브레나 2차 치료제 mPFS - (혈액 내 ALK 변이 유 vs. 무) 7.3개월 vs. 5.5개월



자료: J Clin Oncol 37, 1370-1379(2019), 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
차입금의증가(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

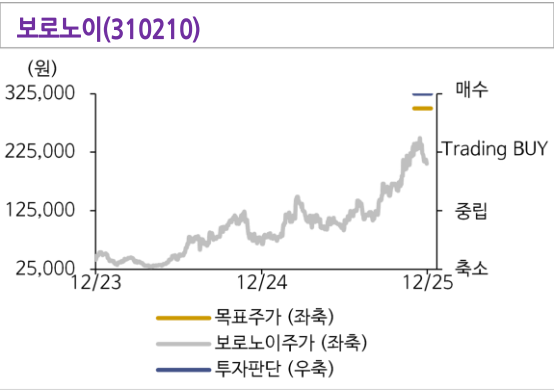
12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	0.0	0.0	4.2	2.6	8.1
증감률 (%)	(100.0)	N/A	N/A	(39.8)	216.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4
매출총이익	0.0	0.0	4.2	2.6	6.7
매출총이익률 (%)	N/A	N/A	100.0	100.0	82.8
판매관리비	31.3	36.3	49.2	52.1	55.3
영업이익	(31.3)	(36.3)	(45.0)	(49.6)	(48.6)
증감률 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률 (%)	N/A	N/A	(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)	(85.8)	(68.9)	(55.4)
PER (지배순이익, 배)	(23.4)	(44.0)	(85.8)	(68.9)	(55.4)
PBR (자본총계, 배)	11.6	22.1	145.4	(130.9)	(38.9)
PBR (지배지분, 배)	11.6	22.1	145.4	(130.9)	(38.9)
EV/EBITDA (배)	(31.1)	(41.1)	(88.4)	(80.3)	(82.1)
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)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



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 투자에 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 17일 기준)

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