

보로노이 (310210)

임상으로 재확인한 전임상 결과

전임상 결과 지지하는 임상 발표

AACR에서 공개된 VRN11 임상 환자들 대부분은 4개 이상의 선행 치료 경험을 가진 환자들로 높은 종양 이질성을 가졌을 것으로 판단. C797S 환자 데이터는 1건이었으며 uPR을 보이면서 C797S 환자에서 유의미한 결과 확인. 뇌전이 환자는 7명이었으며 6명(PR 1, SD 5)이 종양 크기가 커지지 않으면서 DCR은 85.7%를 기록. 치료 치수가 낮은 환자에서 PR을 보였으며 PD 환자는 9차 치료 환자로 높은 이질성을 가졌을 것으로 판단. T790M 환자도 5명 포함되었으며 4명에서 SD를 나타냈으며 이는 높은 종양 억제율에 기인하는 것으로 판단.

Grade 2 이상 부작용 0건

안전성 측면에서 Grade 2 이상 부작용 발생은 0건으로 매우 고무적인 결과 발표. 6명에서 Grade 1 부작용이 발견되었으나 Grade 1의 경우 경미하거나 무증상인 경우로 삶의 질에 영향을 주는 수준은 아님. VRN11의 우수한 선택성을 이번 안전성 결과에서 재확인.

종양 이질성으로 인해 항암 치료에서 병용 요법의 중요성은 더욱 커지고 있는 추세로 VRN11은 매우 우수한 안전성을 보이면서 병용 요법 개발시에도 선택의 폭이 클 것으로 판단. FLARUA2, MARIPOSA 등 EGFR TKI 병용 요법들은 고무적인 생존 기간 연장을 보이고는 있으나 부작용 또한 증가.

투자 의견 Buy, 목표 주가 24만원 유지

매수 의견과 목표 주가 24만원을 유지. 이번 VRN11 임상 결과로 기존 전임상에서 보인 우수한 선택성과 뇌 투과도 등이 임상으로 이어지는 것을 재확인. VRN11은 현재 용량 증량 시험 뿐 아니라 용량 확대 시험도 진행 중으로 향후 임상 발표에서 확대된 환자 규모의 데이터를 공개할 것으로 기대. C797S 환자 데이터는 1건에 불과했으나 고무적인 결과를 보이면서 추가적인 환자 확보 기대.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **240,000원 (M)**

직전 목표주가 **240,000원**

현재주가 (4/25) **110,600원**

상승여력 **117%**

시가총액	20,338억원
총발행주식수	18,388,449주
60일 평균 거래대금	264억원
60일 평균 거래량	225,835주
52주 고/저	148,800원 / 30,900원
외인지분율	5.81%
배당수익률	0.00%
주요주주	김현태 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.6)	37.7	251.1
상대	(8.0)	37.6	310.6
절대 (달러환산)	(3.5)	37.2	236.1

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	0	0	37	52
영업이익	-31	-36	-11	-8
지배순이익	-37	-33	-9	-7
PER	-17.3	-34.4	-235.7	-281.8
PBR	8.3	16.9	34.2	38.8
EV/EBITDA	-20.1	-31.1	-206.9	-290.8
ROE	-63.8	-44.1	-13.9	-13.2

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

전임상 데이터 지지하는 VRN11 결과

대부분 환자가 치료 경험 다수 보유

VRN11(EGFR TKI)의 첫 임상 결과가 공개되었으며, 공개된 환자들의 투약 용량은 10mg(3명), 20mg(3명), 40mg(3명), 80mg(3명)과 160mg(2명)이었다. 총 14명 투약 환자들의 이전 치료 경험의 중간 값은 4로 다수의 환자가 Heavily Treated 환자들이었다. 또한 모든 환자가 이전에 1개 이상의 EGFR TKI를 투약한 적이 있었으며 79%(11명)가 3세대 EGFR TKI인 Osimertinib(Tagrisso) 또는 Lazertinib(Leclaza)를 투약 받은 이력이 있는 환자였다.

암은 질병이 진행되면서 초기보다 다양한 돌연변이를 가진 세포들의 군집으로 변하게 되며 더욱 이질적이게 된다. 종양 이질성은 항암제에 대한 저항성을 초래하게 되며 항암 치료를 어렵게 만드는 주요 요인이다. 종양 이질성은 종양 초기부터 소수의 내성 획득 종양 세포가 존재했거나 항암 치료에서 살아남은 소수의 세포가 추가적인 돌연변이를 통해 내성을 획득하는 등 다양하나 여러 치료를 겪은 환자들일수록 종양 이질성이 클 가능성이 높다.

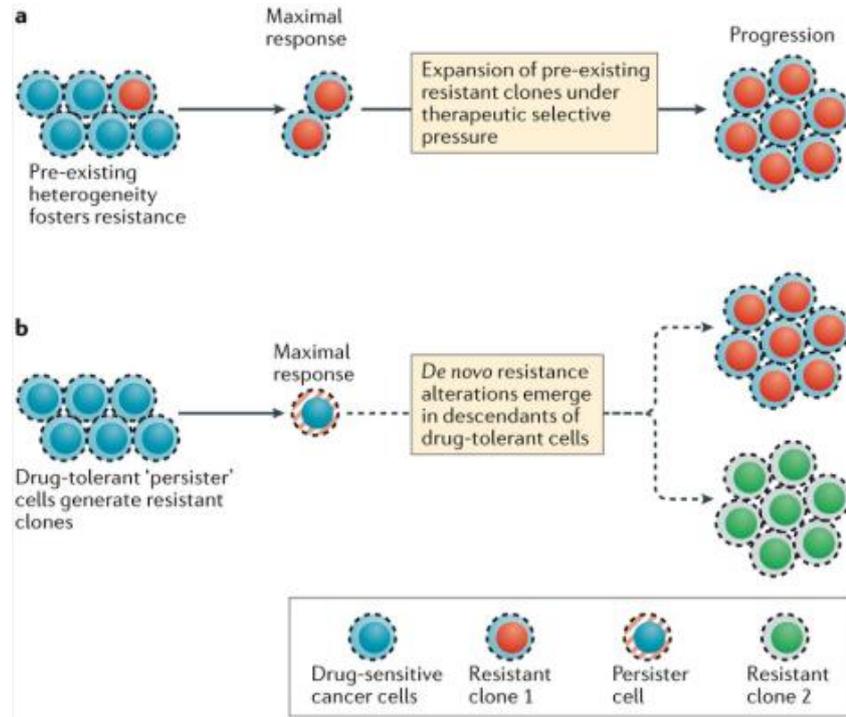
VRN11 임상 결과

Dose level		10 mg (n=3)			20 mg (n=3)			40 mg (n=3)			80 mg (n=3)			160 mg (n=2)	
Patient's Best Response		SD*	PD	PD	SD	PD	PD	PR	SD	PD	PR	SD*	SD	SD	SD
EGFR mutations	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	Erlotinib	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: AACR, 유안타증권 리서치센터

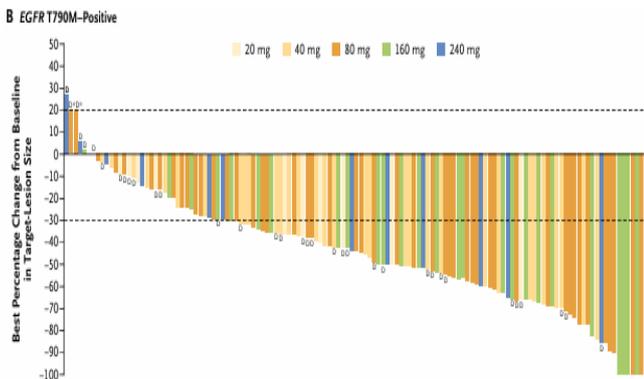
종양 이질성



자료: Nature Review, 유안타증권 리서치센터

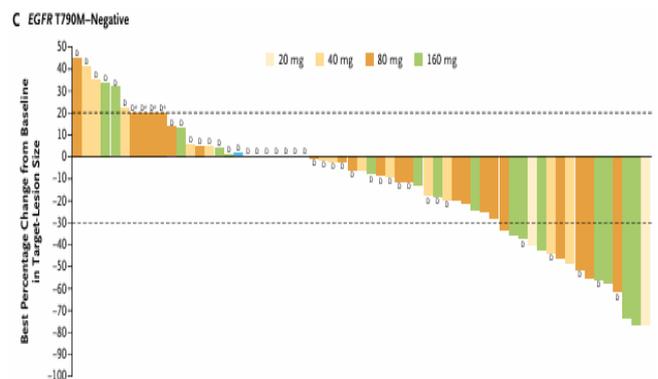
EGFR TKI와 같은 표적 치료제는 특정 타겟 변이 단백질에만 높은 선택성을 가져 낮은 부작용과 우수한 항암 효과가 장점이나 이질성이 클수록 타겟 변이가 없는 종양 세포가 존재할 가능성이 크다. TKI들의 임상에서 CR의 빈도가 낮은 이유도 이질성에 기인하는 것으로 판단한다. 현재 가장 많이 사용되고 있는 EGFR TKI인 Osimertinib은 AURA Study(Phase 1/2)에서 T790M 변이를 동반한 환자군에서 ORR은 61%로 높았으나 T790M 변이를 동반하지 않은 환자군에서는 21%로 차이가 컸으며 CR은 1명의 환자에서 확인되었다.

AURA 임상 결과(T790M+)



자료: NEJM, 유안타증권 리서치센터

AURA 임상 결과(T790M-)



자료: NEJM, 유안타증권 리서치센터

고무적인 C797S 환자 결과, 환자 확대 기대

VRN11는 Osimertinib 1차 치료 환자들에서 나타나는 변이 중 하나인 C797S 변이 환자의 2차 치료를 주요 개발 적응증 중 하나로 하고 있으며 이번에 공개된 환자 중 유사한 타겟 환자가 1명 있었다. 40mg 투약군에서 uPR 환자는 Dacomitinib(Vizimpro, 1L), Osimertinib 순으로 투약 후 3차 치료로 VRN11을 투약했다. 돌연변이로는 L858R, C797S, R776H를 보유하고 있었으며 T790M 변이는 동반하지 않았다. Osimertinib의 2차 치료에는 T790M 변이를 동반해야 하나 해당 환자의 경우 뇌전이를 동반했기 때문에 2차 치료로 투약한 것으로 추정한다.

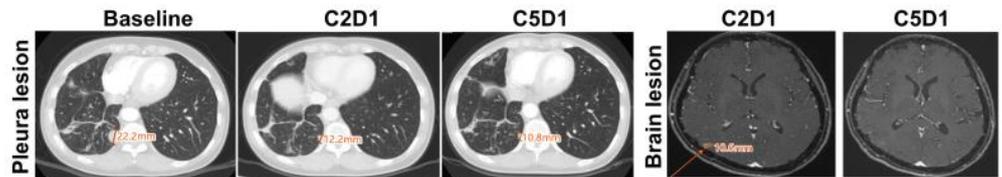
C5D1(투약 17주) 시점에 폐의 종양은 51% 감소했으며, 뇌내 병변이 사라지면서 고무적인 결과를 보였다. 80mg 용량부터 Dose expansion을 진행하며 추가적인 환자 대상 임상을 진행 중으로 C797S(+)/T790M(-) 환자 수는 더 늘어날 것으로 예상된다. 복수의 환자 데이터에서도 유사한 결과를 나타낸다면 향후 C797S 변이 환자 대상 적응증 개발은 더욱 빨라질 것으로 기대한다.

Osimertinib 투약에도 불구하고 존재하던 뇌 병변이 VRN11 투약 후 사라진 점도 주목할 필요가 있다. VRN11 40mg은 L858R 변이에 대한 효력은 Osimertinib 80mg과 비슷할 것으로 추정되며 유사한 효력 용량을 투약했음에도 뇌 병변의 소실은 높은 약물 농도를 나타낸 영향으로 판단한다.

C797S 변이 환자 Case

40 mg Case Report: Patient with EGFR^{L858R/R776H/C797S} NSCLC

Baseline and Treatment History	VRN110755 Treatment
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Lung, brain, and pleural metastasis ✓ EGFR^{L858R/R776H/C797S} at the baseline ✓ Two prior systemic treatments, including dacomitinib and osimertinib 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 40 mg QD, 19 weeks ✓ Pleura lesion: 51% tumor reduction ✓ CNS lesion: tumor disappearance ✓ EGFR ctDNA VAF(%): 0.3 to 0 after 2 cycles ✓ Best response: unconfirmedPR ✓ Safety: grade 1 malaise TRAE



자료: AACR, 유안타증권 리서치센터

뇌전이 환자에서 DCR 85.7%

동사 개발 약물들의 주요 강점 중 하나는 높은 BBB 투과도로 다수 동물 모델에서 높은 뇌 투과도를 확인했었다. 14명 환자 중 절반인 7명은 뇌전이를 동반한 환자들로 PR 1, PD1, SD 5로 DCR은 85.7%(6/7)을 나타냈다. PD를 보인 환자는 10mg 투약 환자로 낮은 용량을 투약 받았으며, 이전에 치료 이력이 8개로 중양 이질성이 매우 컸을 것으로 예상된다. 반면 PR을 보인 환자는 3차로 VRN11을 투약한 환자로 이번에 공개된 뇌전이 환자 중 가장 적은 약물 경험을 가지고 있었다. 나머지 SD 환자의 치료 이력 중간 값은 5로 높았다.

mEGFR NSCLC에서 뇌전이 환자들은 여전히 미충족 수요가 크며, 생존 기간이 증가함에 따라 뇌전이 환자들은 더욱 늘어날 것으로 전망한다. 다수 치료 경험을 가진 heavily treated 환자들에서 높은 DCR을 보이면서 이질성이 상대적으로 낮은 뇌전이 환자 대상 2차 치료 적응증 임상에서는 높은 ORR도 가능할 것으로 예상된다.

동물 모델에서 뇌투과율

			Osimertinib	BDTX1535	VRN110755
Brain permeability	Mouse	$K_{puu\ brain}$	0.3 ¹	NA	0.4 ~ 0.6
	Rat	$K_{puu\ brain}$	0.21 ³	0.51 ²	0.6
	Monkey	BP ratio	4.2 ³		29.4
		$K_{puu\ brain}$	NA	NA	1.71
		$K_{puu\ csf}$	NA		2.69

¹ DOI: 10.1124/dmd.118.084210, ² 2023 AACR_Black Diamond, ³ DOI: 10.1158/1078-0432.CCR-19-1871
In-house rodent $K_{puu\ brain}$ were determined based on AUC at 5 or 10 mg/ka PO

자료: AACR, 유안타증권 리서치센터

T790M 변이 5명 중 4명은 SD

VRN11은 T790M 변이에 대해서는 낮은 결합력으로 T790M 변이 세포주에 대한 종양 억제 효과를 나타내지 못하는 것으로 알려져 있다. 이번에 공개된 14명 중 5명은 T790M 변이를 동반한 환자들로 빠른 임상 진행을 위해 특정 변이를 제한하지 않았으며 현재 임상을 진행 중인 한국과 대만에서 Osimertinib를 1차로 사용한 기간이 짧기 때문으로 추정한다.

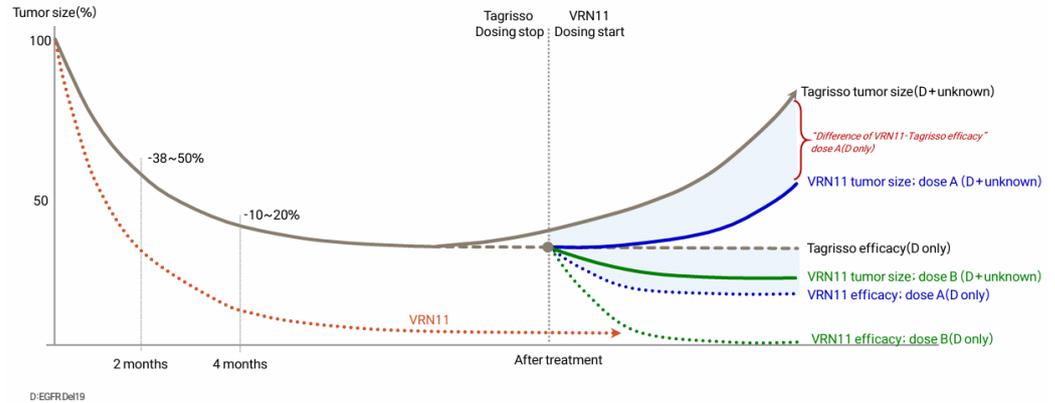
이번 결과에서 특이한 점은 80%(4명)의 환자가 종양의 크기 변화가 크지 않은 SD였다는 점으로 SD는 PD($\geq +20\%$) 또는 PR($\leq -30\%$)가 아닌 경우에 속한다. SD인 경우 투약하던 약물의 치료를 지속하게 되며 이는 계속 분화화 성장을 지속하는 종양 세포 특성상 항암제의 효과가 없는 경우 SD가 아닌 PD로 진행되기 때문에 종양 크기를 30% 이상 줄이지는 못하나 성장 억제 수준의 효과를 나타내기 때문이다.

앞서 언급한 것처럼 VRN11은 T790M 변이에 대한 항종양 효과가 없으며, 이번 결과도 T790M 변이 세포 살해로 인한 영향은 아닌 것으로 판단한다. T790M 변이를 가지게 된 종양의 경우에도 이질성으로 인해 D19, L858R과 같이 기존 변이 세포 및 기타 변이를 가진 종양 세포들이 공존하고 있으며 이번 VRN11의 효과는 이들 세포에 대한 강력한 종양 억제 효과에 기인하고 있는 것으로 판단한다. T790M 변이 세포는 지속적으로 성장하나 T790M을 가지지 않은 다른 세포들이 줄어들면서 전체적인 종양 크기는 변화가 없는 상태를 유지할 수 있다.

이번 T790M에서의 결과는 동사가 주장하고 있는 종양 억제율에 따른 치료 기간 연장을 지지하는 것으로 판단한다. 5명의 환자 모두 2차로 3세대 EGFR TKI를 투약 받은 경험이 있으며 결국 이질성을 가진 세포들이 성장하며 전체 종양 크기가 커진 것으로 보인다. 이번 SD 결과는 기존 변이 세포 또는 T790M이 아닌 기타 변이들에 대한 높은 종양 억제율로 인한 결과로 생각한다.

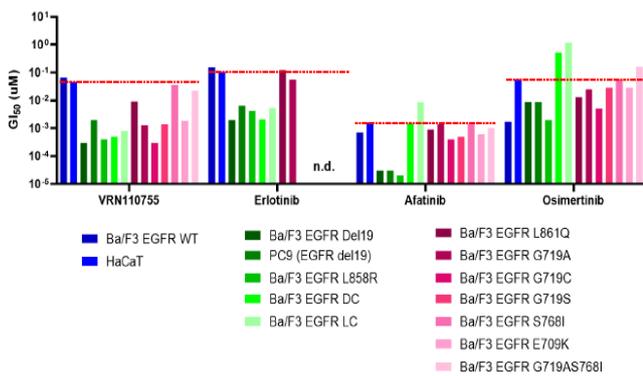
이번 포스터에 같이 공개된 동물 모델에서의 결과도 Osimertinib에 비해 VRN11의 높은 종양 억제율을 보여주고 있다. Xenograft 마우스 모델에서 Osimertinib과 VRN11 용량별 투약에서 모두 종양을 매우 낮은 수준까지 억제하는 것을 보였으나, 투약 종료 후 종양의 재성장에서 Osimertinib 투약군이 가장 빠르게 성장했으며 VRN11에서도 용량 의존적으로 늦은 성장을 보였다. 약물 투약 후 종양의 크기가 감소하나 검출 한계 이하 수준의 잔존 종양 세포의 경우 확인이 어려우며, 더 낮은 수준까지 종양을 억제할수록 추가적인 변이 획득 가능성을 줄일 수 있을 것으로 판단한다.

VRN11 2L 치료 시뮬레이션



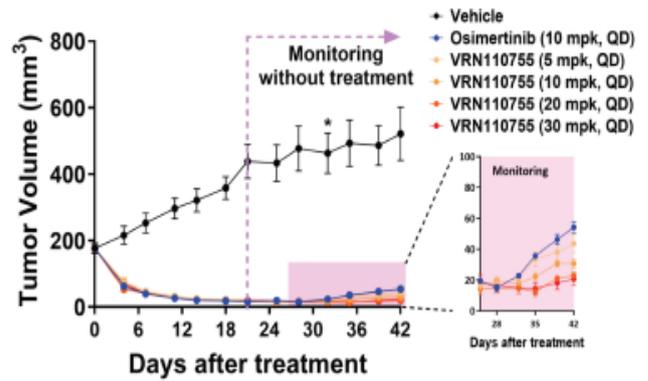
자료: 보로이, 유안타증권 리서치센터

VRN11 세포 실험 결과



자료: 보로이, 유안타증권 리서치센터

투약 종료 후 종양 재생장 비교(동물 모델)



자료: AACR, 유안타증권 리서치센터

높은 선택성을 확인한 안전성 결과

Grade 2 이상 부작용 0건

발표된 임상 결과에서 TRAE(Treatment Related Adverse Event, 약물 관련 이상 사례)이 발생한 환자는 9명으로, 모두 Grade 1 부작용이었으며 Grade 2 이상 부작용은 발생하지 않았다. Grade 1의 경우 무증상이거나 경미한 증상의 부작용으로 일반적으로 삶의 질에 영향을 주지 않는 수준이다. EGFR TKI에서 가장 빈번한 부작용으로 알려진 설사는 VRN11의 이번 임상에서는 1건도 발생하지 않으면서 높은 안전성을 확인할 수 있었다.

EGFR TKI 중 안전성이 우수한 Osimertinib(Tagrisso)은 AURA Study(Phase 1/2)에서 약물 관련 부작용 발생 빈도가 전체 환자에서 80%를 보였으며 Grade 3 이상 부작용도 13%였던 것과 비교할 때 매우 고무적인 결과로 판단한다.

VRN11 임상 1상(용량 증량 시험) 안전성 결과

VRN110755 Phase 1a Dose Escalation and Safety Assessment

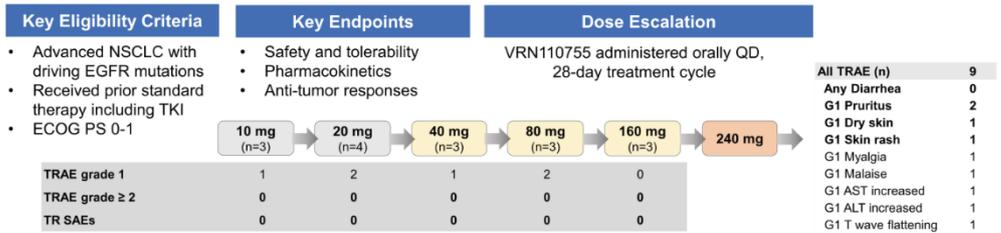
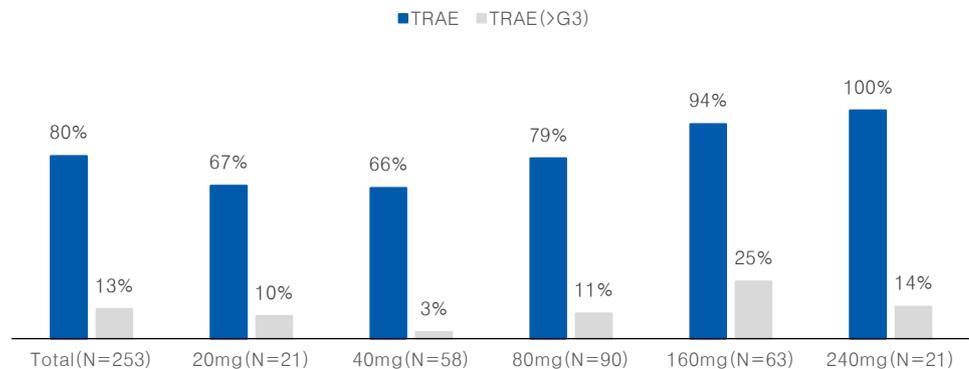


Figure 3. Dose escalation, 3+3 design. Additional eligible patients are enrolled in the backfill cohorts at dose levels that clear DLT evaluation and reach the PK threshold for efficacy. The 80 mg backfill cohort is open and on treatment. **No dose limiting toxicity / No grade 2 or higher TRAE** have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

자료: AACR, 유안타증권 리서치센터

AURA Study 약물 관련 부작용 발생율



자료: NEJM, 유안타증권 리서치센터

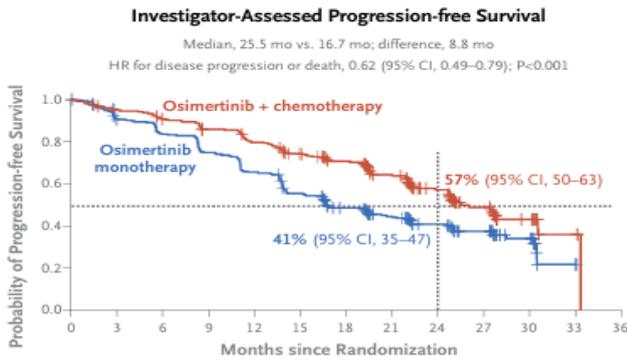
EGFR TKI 를 비롯한 표적 치료제들은 표적 단백질 외의 단백질과 결합하며 발생하는 Off-Target 부작용과 표적 단백질이나 변이가 없는 정상 단백질을 억제하면서 발생하는 On-Target 부작용이 나타나며 표적 돌연변이 단백질에만 결합하는 선택성이 우수할수록 낮은 부작용을 나타내게 된다. VRN11 은 EGFR TK 외 Kinase 와 결합하는 Off target 독성 뿐 아니라 정상 EGFR TK 와 결합함으로 인한 On target 독성도 거의 나타나지 않으면서 매우 고무적인 안전성 결과를 확인할 수 있었다. 안전성 결과는 VRN11 이 전임상 단계부터 보여준 우수한 선택성을 충분히 확인할 수 있는 결과로 판단한다.

유리한 병용 약물 선택

고무적인 안전성 결과를 통해 향후 다양한 병용 요법 개발이 가능할 것으로 판단한다. 종양은 이질성으로 인해 다양한 병용 요법 개발이 주목받고 있으며, EGFR TKI에서도 MARIPOSA(Lazertinib+Amivantamab), FLAURA2(Osimertinib+Chemotherapy), Tropion-Lung14(Osimertinib+Dato-DXd) 등의 요법이 개발 중에 있으며 MARIPOSA와 FLAURA2는 모두 Osimertinib 단독 요법 대비 유의미한 생존 개선을 보이면서 FDA 등으로부터 허가를 받았다. 다만 두 임상 모두 높은 Grade 3 이상 부작용을 보이면서 효과 개선에도 불구하고 가장 선호되는 요법으로 분류되고 있지는 않다. 이는 항암 치료가 생존 기간의 연장뿐 아니라 환자에게 최적의 삶의 질을 보장하는 것이 점차 중요해지고 있기 때문으로 생각한다.

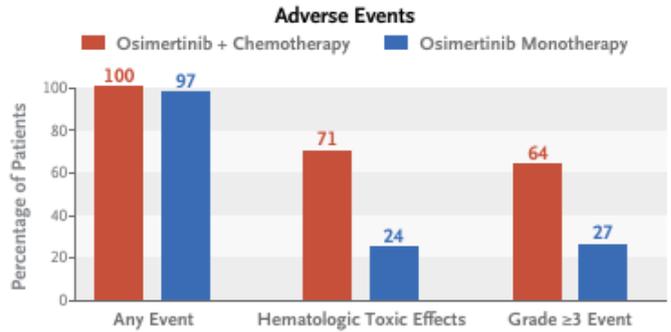
VRN11 또한 아이러니하게도 높은 선택성으로 인해 이질성이 큰 환자들에서는 효과가 떨어질 수밖에 없어 이들 환자들에서는 병용 요법이 효과적일 것으로 판단한다. 병용 투약에서 추가적인 부작용 발생 가능성을 배제할 수는 없으나 이번에 보여준 안전성 결과는 부작용 증가를 최소화하면서도 효과 개선을 기대할 수 있는 결과로 판단한다.

FLAURA2 mPFS 결과



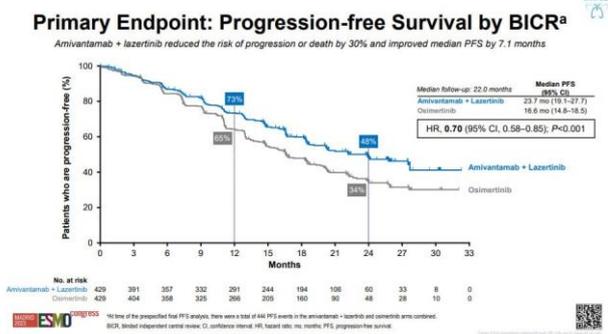
자료: NEJM, 유안타증권 리서치센터

FLAURA2 안전성 결과



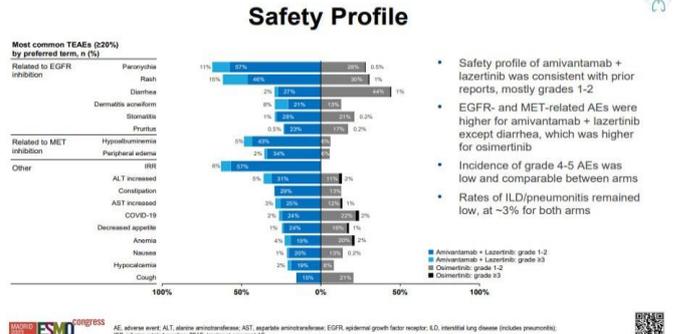
자료: NEJM, 유안타증권 리서치센터

MARIPOSA mPFS 결과



자료: ESMO, 유안타증권 리서치센터

MARIPOSA 안전성 결과



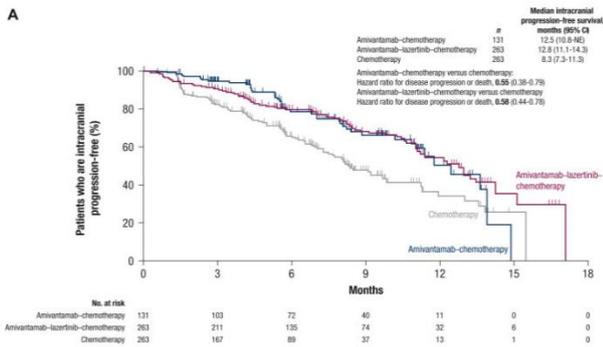
자료: ESMO, 유안타증권 리서치센터

높지 않은 2차 All-Comer 기준

VRN11은 2차 치료 적응증으로 C797S 변이 외에도 All-Comer 환자 대상으로도 적응증 개발을 목표로 하고 있으며 Amivantamab/Chemotherapy(ACP) 대비 우위를 보여야 할 것으로 판단한다.

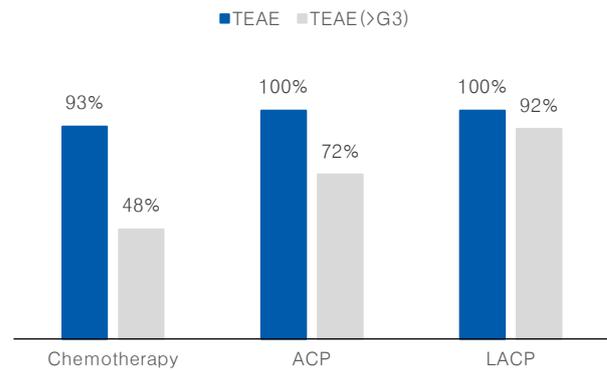
Osimertinib 내성 환자를 대상 진행된 임상인 MARIPOSA-2는 ACP, LACP(+Lazertinib)와 대조군인 Chemotherapy 투약군을 포함 3개 환자군으로 임상을 진행했다. ACP와 LACP는 각각 mPFS 6.3개월과 8.3개월로 대조군의 4.2개월 대비 유의미한 연장을 보였으며 ORR에서도 64%와 63%로 대조군 36%보다 높은 반응을 보였다. 다만, 안전성 측면에서 TEAE(>G3)은 대조군에서 48% 수준이었던 반면 ACP군과 LACP군에서는 각각 72%와 92%로 매우 높았다. J&J는 LACP가 아닌 ACP로 허가를 받았으며, 부작용 증가 대비 유효성 증가가 크지 않았기 때문으로 보인다. 따라서 VRN11은 All-comer 대상 2차에서 ACP와 비슷한 수준인 mPFS 6개월 이상, ORR 60% 이상인 경우 안전성에서 충분히 강점을 보일 것으로 예상되는 만큼 상업적 성과가 기대된다.

MARIPOSA-2 mPFS 결과



자료: Annals of Oncology, 유안타증권 리서치센터

MARIPOSA-2 안전성



자료: Annals of Oncology, 유안타증권 리서치센터

보로노이 목표주가 산정 (단위: 십억원, 천주, 원)

부문	가치	비고
1. 파이프라인 가치	4377	A+B+C
A. VRN11	2150	출시 예상 시점 29년, WACC 10%, 영구 성장률 -10% 적용
- US	875	
- Ex US	1275	
B. VRN07	742	출시 예상 시점 미국 29년, 중국 29년 WACC 10%, 영구 성장률 -10% 적용
- China	514	
- Ex China	228	
C. VRN10	1,485	출시 예상 시점 31년, WACC 10%, 영구 성장률 -10% 적용
- US	499	
- Ex US	986	
2. 총 주식수	18370	
3. 주당 가치	238,287	1/2
4. 목표 주가	240,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

VRN11 매출 추정(US)

(단위: 천명, 백만달러)

		29F	30F	31F	32F	41F	42F	43F
LC		229	230	231	231	238	239	239
NSCLC	85%	195	196	196	197	202	203	203
비편평 세포암	70%	136	137	137	138	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%	8%	17%	26%	40%	40%	40%
1L 매출		0	125	266	409	646	648	650
2차 치료(VRN11 naive)	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%	40%	65%	65%	65%
2L 매출		48	88	108	120	193	193	194
총 매출액		48	213	374	529	839	841	844

자료: 유안타증권 리서치센터

보루노이 (310210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	0	0	37	52	26
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	0	37	52	26
판매비	31	36	48	60	65
영업이익	-31	-36	-11	-8	-39
EBITDA	-29	-34	-10	-7	-39
영업외손익	-5	4	2	1	-1
외환관련손익	0	1	0	0	0
이자손익	-1	2	1	0	-2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	1	1	1	1
법인세비용차감전순손익	-36	-33	-9	-7	-41
법인세비용	1	0	0	0	0
계속사업순손익	-37	-33	-9	-7	-41
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-37	-33	-9	-7	-41
지배지분순이익	-37	-33	-9	-7	-41
포괄순이익	-35	-32	-8	-7	-41
지배지분포괄이익	-35	-32	-8	-7	-41

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

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-29	-29	-6	-5	-39
당기순이익	-37	-33	-9	-7	-41
감가상각비	3	2	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1	1	1	1	1
기타현금흐름	7	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-32	22	2	3	2
투자자산	-31	24	0	-1	2
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-1	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	2	4	0
재무활동 현금흐름	63	4	25	35	-5
단기차입금	-1	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-14	-11	30	40	0
자본	87	20	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-9	-5	-5	-5	-5
연결범위변동 등 기타	0	0	4	6	0
현금의 증감	2	-3	25	39	-42
기초 현금	11	13	10	35	74
기말 현금	13	10	35	74	32
NOPLAT	-32	-36	-11	-8	-40
FCF	-30	-30	-6	-5	-39

자료: 유안타증권

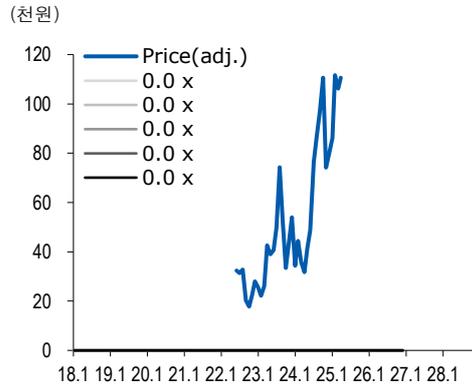
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주자 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	61	56	79	115	72
현금및현금성자산	13	10	35	74	32
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	33	17	16	16	14
유형자산	5	5	4	3	3
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	26	10	10	11	9
자산총계	95	74	95	131	86
유동부채	12	7	7	10	5
매입채무 및 기타채무	1	3	3	4	2
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	0	30	71	70
장기차입금	0	0	30	70	70
사채	0	0	0	0	0
부채총계	13	7	37	80	75
지배지분	81	66	58	51	10
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	222	242	242	242	242
이익잉여금	-157	-190	-198	-205	-246
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	81	66	58	51	10
순차입금	-48	-54	-47	-42	0
총차입금	12	1	31	71	71

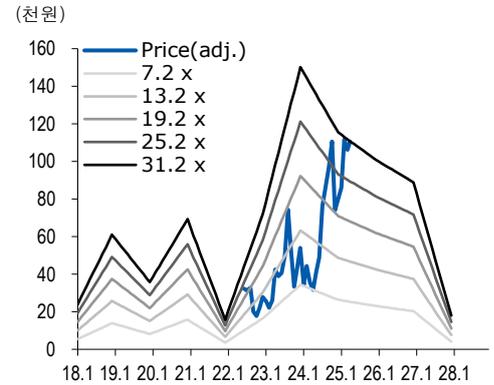
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,315	-1,818	-469	-392	-2,235
BPS	4,811	3,696	3,231	2,848	580
EBITDAPS	-1,793	-1,916	-522	-372	-2,114
SPS	0	0	2,013	2,828	1,414
DPS	0	0	0	0	0
PER	-17.3	-34.4	-235.7	-281.8	-49.5
PBR	8.3	16.9	34.2	38.8	190.6
EV/EBITDA	-20.1	-31.1	-206.9	-290.8	-52.3
PSR	214682628	214682628	55.0	39.1	78.2
	1	1			

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-100.0	0.0	0.0	40.5	-50.0
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
매출총이익률 (%)	0.0	0.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	0.0	0.0	-29.4	-14.8	-151.7
지배순이익률 (%)	0.0	0.0	-23.3	-13.9	-158.1
EBITDA 마진 (%)	0.0	0.0	-26.0	-13.2	-149.5
ROIC	-387.2	-904.5	-1,251.9	661.7	3,432.9
ROA	-46.5	-38.8	-10.2	-6.4	-37.9
ROE	-63.8	-44.1	-13.9	-13.2	-133.3
부채비율 (%)	16.4	10.9	64.1	156.2	720.7
순차입금/자기자본 (%)	-59.1	-81.5	-81.1	-82.1	-1.1
영업이익/금융비용 (배)	-16.4	-62.6	-7.8	-1.7	-6.4

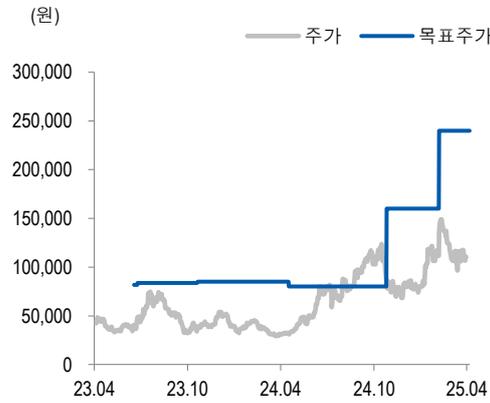
P/E band chart



P/B band chart



보로노이 (310210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-04-28	BUY	240,000	1년		
2025-03-04	BUY	240,000	1년		
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
2023-07-21	BUY	83,822	1년	-37.57	-11.20
2023-07-14	BUY	81,907	1년	-49.57	-43.10
2023-02-21	Not Rated	-	1년		

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)	93.8
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-04-27

※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 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대법인의 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.