보로노이 (310210)

하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

보여줄 것이 많은 25년

예상보다 빠른 VRN11 임상 결과

2월 초 IR 자료 업데이트를 통해 ASCO(5월말)에서 공개할 것으로 예상되었던 VRN11의 첫 임상 결과는 AACR(4월말)로 결정. AACR외에도 연내 WCLC/ESMO 등 복수 학회에서 데이터 발표 일정을 밝히면서 빠르게 임상이 진행되고 있는 것으로 추정.

지난해 1상 투약 환자를 50명에서 103명으로 대폭 확대한데 이어 연초 투약 목표 용량도 최대 160mg에서 320mg(DLT 미확인시 80mg씩 추가) 이상으로 증량. 규제 기관의 변경 승인으로 볼 때 초기 코호트에서 우수한 안전성 프로파일을 보인 것으로 예상.

ORIC-114(VRN07)은 1차 치료제로

Oric도 동사와 마찬가지로 IR 자료 업데이트를 통해 ORIC-114를 EGFR, HER2 Exon20ins NSCLC 환자의 1차 치료제로 개발할 계획을 공개. 현재 1b 임상에서 naïve 환자 대상 단독 요법 임상을 진행 중에 있으며 25년 초 naïve 환자 대상 Amivantamab 병용 요법 임상 시작도 발표. 기존 진행 중인 2차 이상 환자 임상 데이터 및 naïve 단독 요법 임상 결과는 2H25에 공개될 예정으로 CNS 전이 환자 대상 하위 분석 결과도 확인할 수 있을 것으로 기대.

투자 의견 Buy, 목표 주가 24만원으로 상향

매수 의견을 유지하며 목표주가는 기존 16만원에서 24만원으로 상향. 목표 주가 상향은 VRN11의 1차 치료제 가치를 반영. 1차 치료제 가치는 CNS 전이 환자 대상 가치만을 반영했으며, 현재 CNS 전이에서 기존 치료제의 효과가 떨어진다는 점에서 가속 승인도 가능할 것으로 판단. VRN07(ORIC-114)는 Oric이 1차 치료제 개발로 한정함에 따라 1차 치료제 가치만을 반영. 동사는 25년 AACR을 시작으로 VRN11, VRN07의 다수 임상 결과 발표가 예정되어 있으며 긍정적인 데이터 발표 예상. 임상 데이터 공개는 강력한 주가 상승 모멘텀이 될 것으로 전망.

BUY (M)

목표주가	240,000원 (U)
직전 목표주가	160,000원
현재주가 (2/28)	111,700원
상승여력	115%

시가총액	20,519억원
총발행주식수	18,369,807주
60일 평균 거래대금	227억원
60일 평균 거래량	257,866주
52주 고/저	123,700원 / 29,300원
외인지분율	5.05%
배당수익률	0.00%
주요주주	김현태 외 5 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	39.1	40.7	159.2
상대	36.3	31.3	200.8
절대 (달러환산)	36.1	34.2	136.2

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	10	0	0	34
영업이익	-18	-31	-35	-7
지배순이익	-20	-37	-41	-16
PER	-19.3	-17.3	-34.6	-131.4
PBR	11.4	8.3	34.5	72.0
EV/EBITDA	-26.0	-20.1	-43.3	-351.6
ROE	-96.7	-63.8	-67.3	-44.9

자료: 유안타증권

Valuation

매수 의견 및 목표 주가 24만원으로 상향

매수 의견을 유지하며 목표 주가를 기존 16만원에서 24만원으로 50% 상향한다. 목표 주가는 VRN10(HER2 TKI)의 기존 추정 가치를 유지하며, VRN11은 CNS 전이 환자의 1차 적응증 가치를 추가, VRN07(ORIC-114)은 1차 적응증 가치만을 반영해 산출했다.

NSCLC는 CNS 전이 빈도가 높은 암종 중 하나로 EGFR 변이를 동반한 경우 CNS 전이 발생 빈도는 더욱 높다. 그럼에도 불구하고 CNS 전이에서 기존 치료제들은 효과가 다소 낮은 경향을 보이며 이는 낮은 뇌투과도로 인해 두개강 내 약물 농도가 충분치 않기 때문으로 판단한다. VRN11은 우수한 BBB 투과성을 가지고 있어 혈중 농도와 두개강 내 약물 농도가 유사할 것으로 예상되며 AACR부터 공개되는 임상 데이터를 통해 안전성과 효과 등을 일부 확인할 수 있을 것으로 판단한다. 동사는 IR 자료 업데이트를 통해 CNS 전이 환자 대상 별도 코호트 임상을 진행할 계획으로 CNS 전이 환자에서 여전히 미충족 수요가 높아 가속 승인도 기대할 수 있을 것으로 판단한다. 이번 CNS 환자 대상 1차 치료 적응증 가치는 미국 시장 가치를 추정한 후 Tagrisso의 지역별 매출 비중을 통해 미국 외 가치를 산출했다.

VRN07은 기존 2차 치료제 적응증 개발 계획을 중단하고 1차 치료제로 개발할 예정으로 Amivantamab 병용 요법과 VRN07 단독 요법 모두 허가용 임상을 진행할 계획이다. 1차 치료제 개발 집중은 현재 진행 중인 1b 임상의 naïve 환자에서 긍정적인 데이터를 확인했기 때문으로 추정한다. VRN07의 가치 또한 추정한 미국 시장 가치에 Tagrisso의 지역별 매출 비중을 반영해 미국 외 지역의 가치를 추정했다.

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 naïve)	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

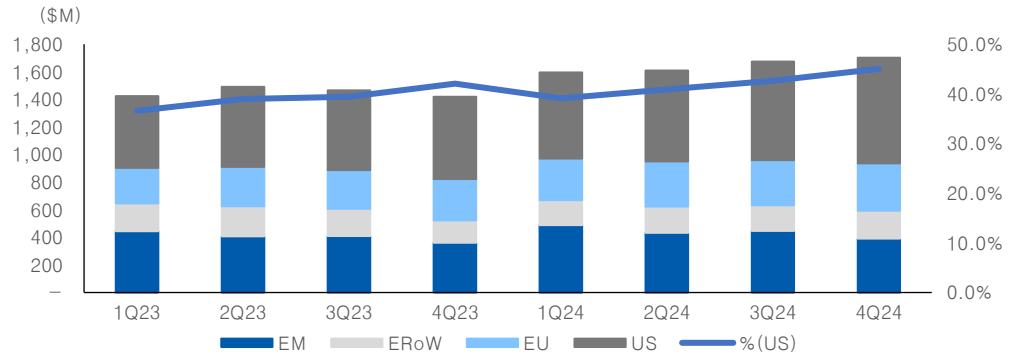
자료: 유안타증권 리서치센터

VRN07 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
Exon 20ins	8%	3	3	3	3		3	3	3
HER2 양성	3%	4	4	4	4		4	4	4
Exon20ins	90%	4	4	4	4	...	4	4	4
1차 치료	100%	4		4	4		4	4	4
전이		3	3	3	3		3	3	3
재발		1	1	1	1		1	1	1
VRN07 M/S		20%	42%	58%	66%		80%	80%	80%
1L 매출		182	383	531	606		755	757	759
로열티	10%	18	38	53	60		76	76	76

자료: 유안타증권 리서치센터

Tagrisso 지역별 매출



자료: AstraZeneca, 유안타증권 리서치센터

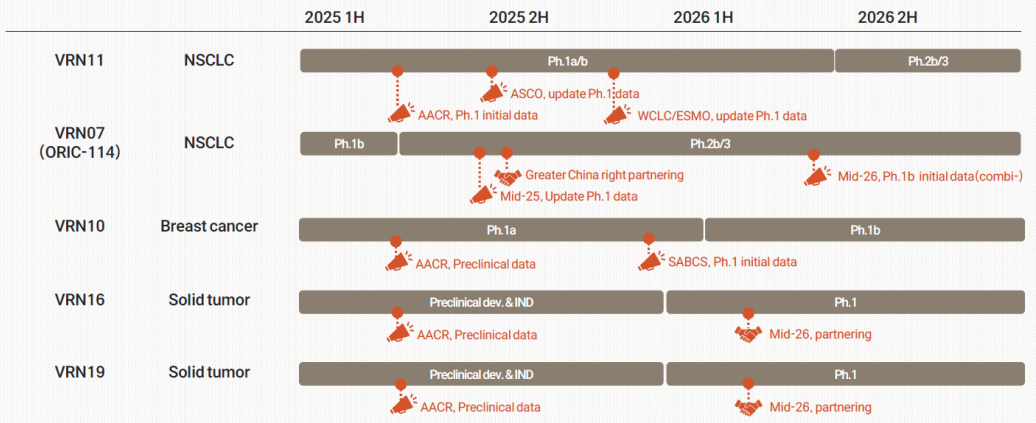
예상보다 빠른 VRN11 임상 공개

AACR 에서 첫 임상 데이터 공개할 예정

동사는 2/7 공개한 IR 자료를 통해 주요 파이프라인들의 향후 주요 타임라인을 밝혔으며, 현재 임상 1/2상을 진행하고 있는 VRN11(EGFR TKI)는 AACR(4/25~30, Chicago)에서 첫 임상 데이터를 공개할 예정이다. VRN11은 AACR에서 첫 데이터 공개를 시작으로 연내 WCLC(9/6~9, Barcelona), ESMO(10/17~21, Berlin) 등 주요 학회에서 추가되는 데이터들의 공개를 목표로 하고 있다.

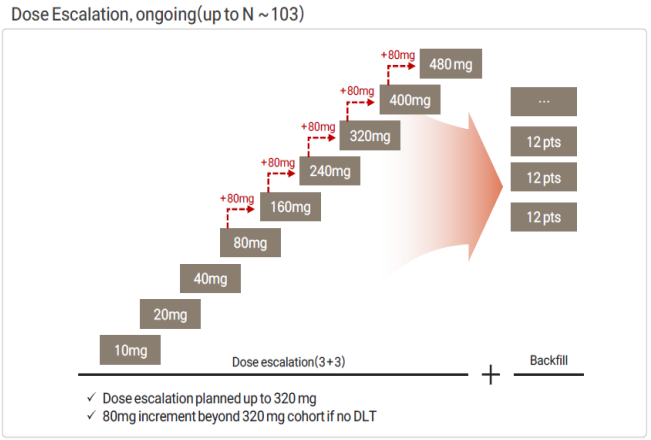
VRN11은 지난해 11월 총 50명 모집을 계획했던 임상 1상 규모를 103명으로 확대했으며, 연초 최대 투약 용량을 기존 160mg 코호트에서 240mg, 320mg 코호트를 추가했으며, 320mg 코호트에서 DLT가 나타나지 않을 경우 더 높은 용량에서도 환자 투약을 진행할 예정이다. 진행 중인 임상에서 투약 용량의 증량을 허가해줬다는 점으로 볼 때 현재까지 진행된 초기 투약 코호트에서 높은 안전성을 확인한 것으로 추측된다. 또한 확대된 임상 환자 규모와 연내 복수 학회에서의 데이터 공개를 목표로 하고 있는 것으로 볼 때 환자 모집 및 투약도 빠르게 진행되고 있는 것으로 예상한다.

보로노이 주요 타임라인



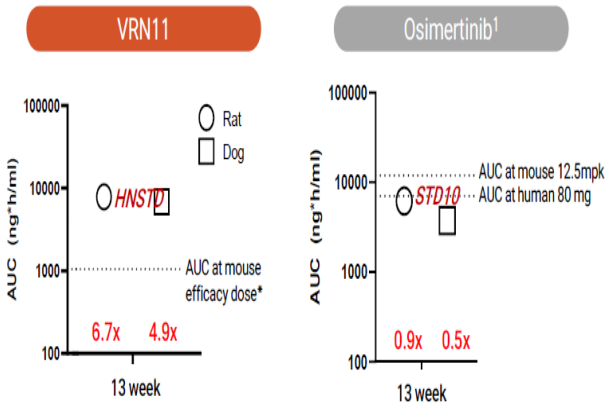
자료: 보로노이, 유안타증권 리서치센터

VRN11 용량 증량 임상 디자인



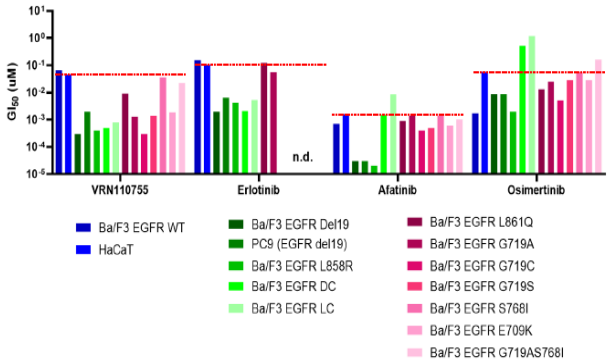
자료: 보로노이, 유안타증권 리서치센터

VRN11 GLP 독성 시험



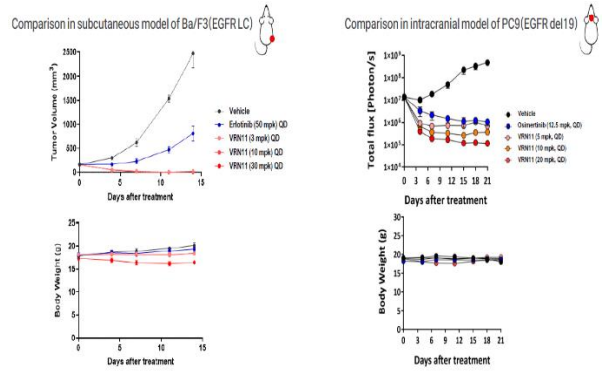
자료: 보로노이, 유안타증권 리서치센터

VRN11 세포 실험(GI50)



자료: WCLC, 유안타증권 리서치센터

VRN11 동물 실험(Xenograft model)



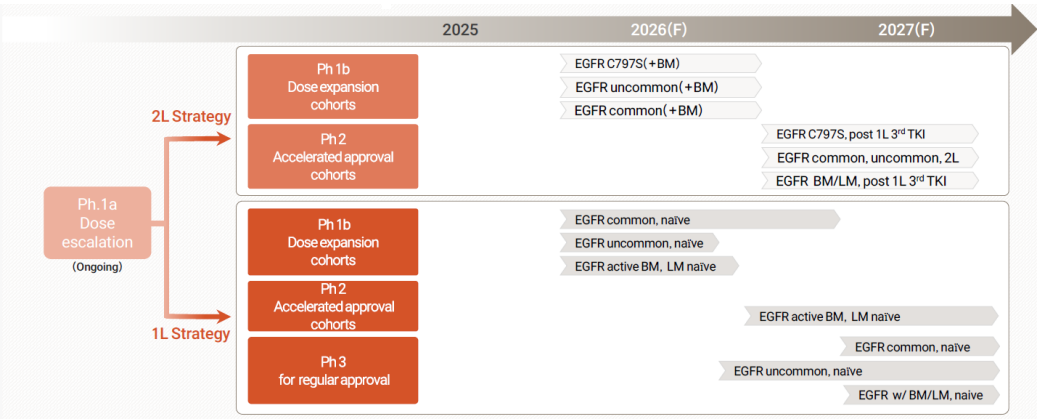
자료: WCLC, 유안타증권 리서치센터

CNS 전이에 대한 자신감

VRN11은 높은 선택성과 함께 우수한 BBB 투과도를 강점으로 하고 있는 약물로 동물 모델에서 진행된 실험에서 고무적인 뇌투과율을 보였다. 업데이트된 IR 자료에서는 VRN11의 향후 적응증 개발 계획도 포함되어 있으며, 개발 적응증에서 CNS 전이 환자에 대한 강한 자신감을 확인할 수 있었다.

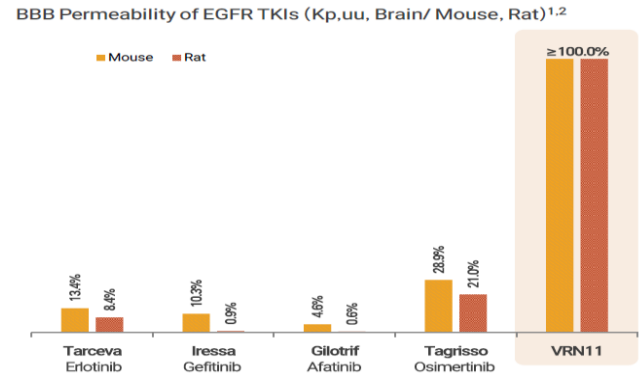
VRN11의 초기 목표 적응증이었던 Targrisso(Osimertinib) 내성 환자 중 C797S 변이를 보유한 환자의 2차 치료 적응증 외에도 C797S 변이가 없더라도 BM(Brain Metastasis)이나 LM(Leptomeningeal Metastasis) 환자의 2차 치료 적응증 등으로도 효과를 평가할 계획이다. 또한 1차 치료 적응증으로도 BM 환자, LM 환자 등 CNS 전이를 동반한 별도 환자 코호트에서 효과를 확인할 계획이다. 특히 뇌를 둘러싼 얇은 막인 뇌연수막에 발생하는 LM은 발생 빈도가 낮으나 BM과 비교할 때도 예후가 좋지 않으며, BM 환자들의 경우에는 LM 발생 빈도가 높다. 예후가 좋지 않은 LM 환자들까지 포함한 임상 코호트를 계획하고 있는 것으로 볼 때 진행 중인 용량 증량 시험에서 LM 환자 투약 사례나 BM 환자에서 긍정적인 예후 등을 확인했을 것으로 추측된다. VRN11은 아니나 과거 VRN07(ORIC-114, EGFR exon20ins TKI)는 ESMO 2023에서 CNS 전이 환자에서 완전 관해 사례를 공개한 바 있다.

VRN11 적응증 개발 계획



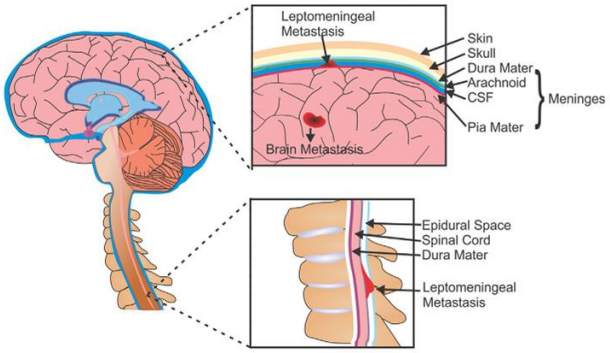
자료: 보로노이, 유안타증권 리서치센터

VRN11 BBB 투과도(동물 실험)



자료: 보로노이, 유안타증권 리서치센터

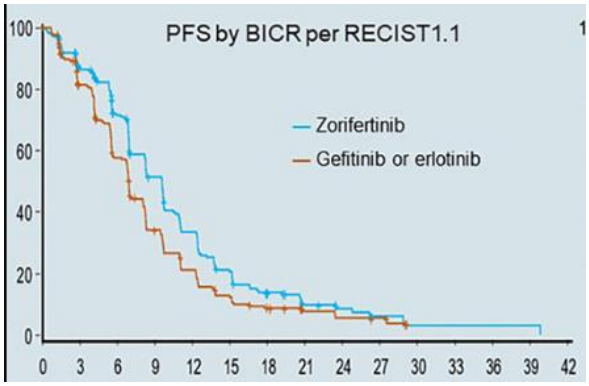
CNS 전이 구분



자료: Frontiers in Oncology, 유안타증권 리서치센터

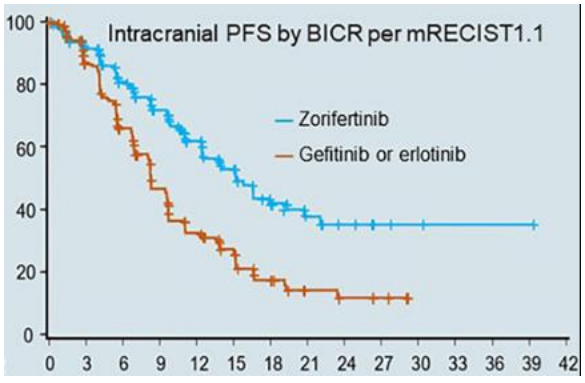
Tagrisso, Leclaza(Lazcluze) 등 3세대 EGFR TKI가 등장하며 기존 1,2세대 EGFR TKI 대비 우수한 CNS 반응률 등을 보이고 있으나 여전히 EGFR+ NSCLC에서 CNS 전이에 효과적인 약물에 대한 미충족 수요는 매우 높다. 지난해 NMPA는 Alpha biopharma가 AstraZeneca로부터 도입한 Zorifertinib(AZD3759)를 CNS 전이를 동반한 EGFR+ NSCLC 환자의 1차 치료제로 승인했다. 중국은 Tagrisso 외에도 Aumolertinib, Furmonertinib 등 다수 3세대 EGFR TKI가 승인되어 판매 중에 있음에도 불구하고 Zorifertinib을 CNS 전이 환자 대상으로 승인한 것은 CNS 환자들에서 충분한 치료 옵션이 부재하고 있는 것을 보여주고 있다고 판단한다. 미충족 수요가 여전히 높다는 것을 고려할 때 VRN11의 향후 CNS 환자를 대상 임상2상 결과를 통해 가속 승인도 가능할 것으로 기대한다.

Zorifertinib 임상 3 상(EVEREST) PFS 결과



자료: MED, 유안타증권 리서치센터

Zorifertinib 임상 3 상(EVEREST) iPFS 결과



자료: MED, 유안타증권 리서치센터

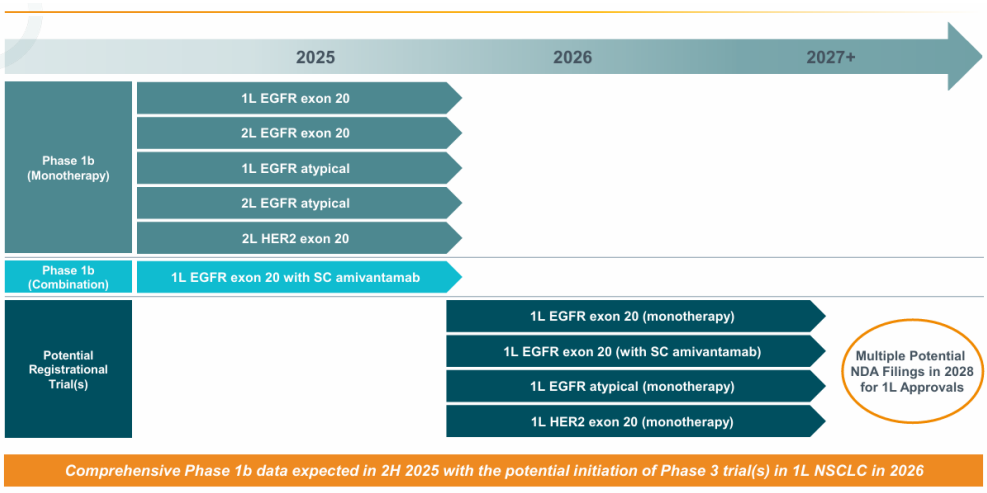
ORIC-114, 1차에 집중

다양한 코호트에서 평가 중

ORIC-114(VRN07)의 1b 상 임상 결과도 26년 중순까지 공개될 예정이다. 2H25에는 내성 환자에서의 2차 치료 적응증 임상 결과와 EGFR exon20ins 변이 naïve 환자에서의 단독 투약 결과를 확인할 수 있을 예정이며, 1월 발표한 Rybrevant(Amivantamab)과 병용을 통한 naïve 환자 임상 데이터는 26년 중순 발표를 목표로 하고 있다. Oric pharmaceuticals(이하 Oric)은 26년부터 단독 또는 병용 요법 등 ORIC114의 허가용 임상을 진행할 계획으로 28년 허가 신청을 목표로 하고 있다.

ORIC-114는 VRN11과 비슷하게 높은 BBB투과도를 통한 CNS 전이에서의 효과를 경쟁력으로 가지고 있으며, Zipalertinib(CLN-081), Sunvozertinib 등 다수 EGFR exon20ins TKI 약물과의 비교에서도 CNS 전이에서의 효과를 언급하고 있다. 진행 중인 1b 임상에서도 CNS 전이 환자를 포함해 진행 중에 있으며, 2H25부터 공개되는 임상 결과에서 CNS 전이 유무에 따른 하위 분석 결과도 확인 가능할 것으로 예상한다. CNS 전이에 따른 하위 분석 결과에서 전이 유무에 따른 평가 지표 차이에 주목할 필요가 있을 것으로 판단하며, 두 그룹간 차이가 작을수록 CNS 환자에서도 효과적인 약물로 판단한다. Mobocertinib은 과거 임상에서 CNS 전이 유무에 따라 mPFS가 8.1개월과 3.7개월로 큰 차이를 보인 바 있다.

ORIC-114 개발 일정



자료: Oric pharmaceuticals, 유안타증권 리서치센터

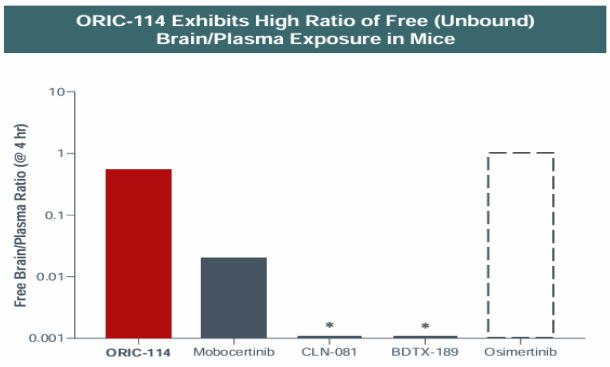
ORIC-114 임상 1a 상 결과(EGFR Exon20ins)

자료: ESMO2023, 유안타증권 리서치센터

ORIC-114 임상 1a 상 결과(HER2 Exon20ins)

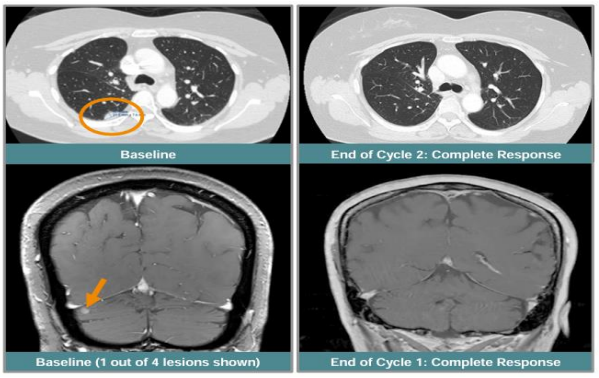
자료: ESMO2023, 유안타증권 리서치센터

ORIC-114 BBB 투과도



자료: Oric pharmaceuticals, 유안타증권 리서치센터

ORIC-114 임상 1 상 중 CNS 전이 환자 사례



자료: ESMO2023, 유안타증권 리서치센터

EGFR Exon20ins 표적 치료제 비교

	Amivantamab	CLN-081	Sunvozertinib	Furmonertinib	BLU-451	ORIC-114
Trial	Phase 1	Phase 1	Phase 2	Phase 1	Phase 1	Phase 1
ENROLLMENT						
Prior EGFR ex20i Allowed (1)	No	No	No	No	Yes	**Yes**
% Prior EGFR ex20i	1%	4%	3%	NR	75%	**81%**
Untreated CNS Mets Allowed	No	No	No	No	Yes	**Yes**
% Baseline CNS Mets	22%	38%	32%	34%	58%	**86%**
CLINICAL ACTIVITY						
Systemic Complete Response	Yes	No	No	No	No	**Yes**
CNS Complete Response in Untreated CNS Mets (2)	No	No	No	No	No	**Yes**
ORR in EGFR ex20i Naive	~40%	~41%	~61%	42%	TBD	**TBD**
Post-Amivantamab Response	NA	No	Yes	No	No	**33% confirmed ORR (at 75 mg)**

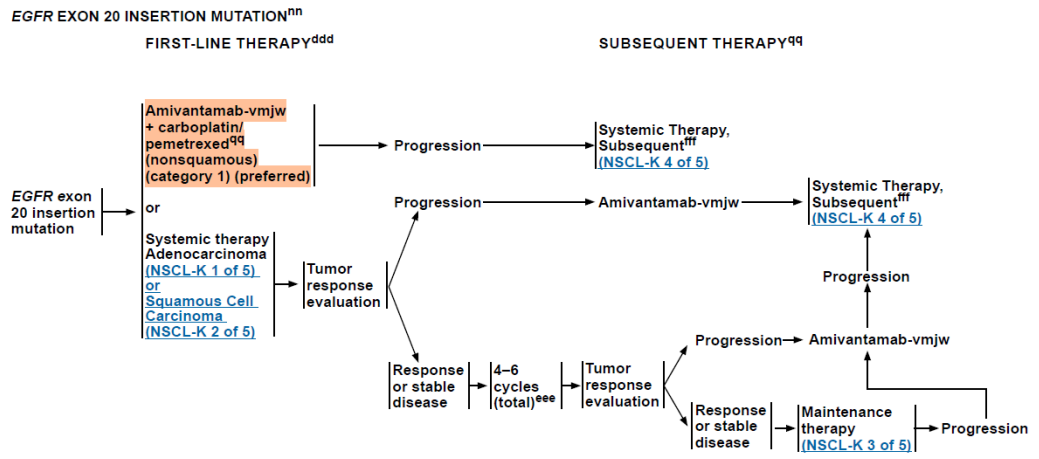
자료: Oric pharmaceuticals, 유안타증권 리서치센터

1차 시장에 집중

2/25 Oric은 업데이트 된 IR 자료를 공개하며 ORIC-114의 개발 방향을 기존 1차 또는 2차 이상 치료에서 1차 치료 적응증으로 변경했다. 기존 2차 이상 적응증 개발을 중단한 이유로는 목표 허가 시점이 1년 정도 밖에 차이가 나지 않으며, 2차 치료제 허가 이후 1차 치료제로 허가될 경우 2차 치료제로 매출 발생이 거의 없을 것으로 보이기 때문으로 추정된다. 이번 개발 적응증 변경으로 볼 때 naïve 환자를 대상으로 한 임상 시험에서 1차 적응증 개발 가능성을 높일 수 있는 결과를 확인했기 때문으로 판단한다.

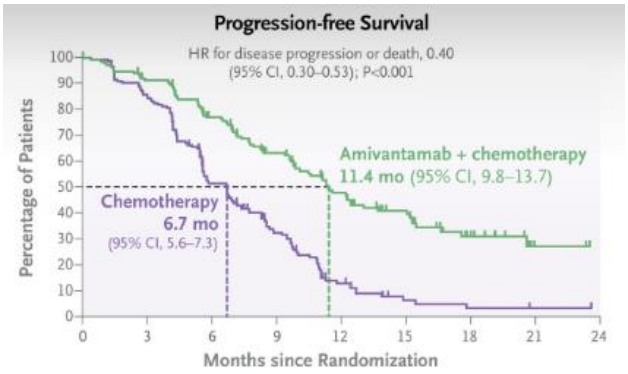
또한 EGFR Exon20ins 변이의 1차 치료 적응증 개발도 단독 요법과 Amivantamab 병용 요법 코호트 모두 진행할 계획으로 현재 진행 중인 naïve 환자 단독 요법에서 유효성을 확인했기 때문으로 판단한다. Amivantamab은 이미 PAPILLON 임상을 근거로 Exon20ins NSCLC 환자의 1차 치료제로 승인되었으며 NCCN 가이드라인에서 선호 요법으로 권고하고 있다. 그럼에도 불구하고 J&J가 Amivanatmab SC 공급 계약을 체결하며 ORIC-114와의 병용 요법 개발을 시도하고 있는 것은 Chemo 병용에 따른 낮은 내약성을 보완하기 위함과 MARIPOSA 임상에서 EGFR TKI 병용을 통한 시너지 효과를 확인했기 때문으로 판단한다. Oric의 단독 요법 코호트 개발 또한 병용 요법에서의 부작용이 상대적으로 높을 것으로 예상되기 때문으로 보인다. 단독 또는 병용 요법에서 긍정적인 임상 결과를 도출할 경우 J&J의 ORIC-114 도입 가능성도 높을 것으로 기대하며, 동사가 보유 중인 ORIC-114의 중화권 권리의 가치 또한 높아질 것으로 예상한다.

NCCN 가이드라인(EGFR Exon20ins NSCLC)



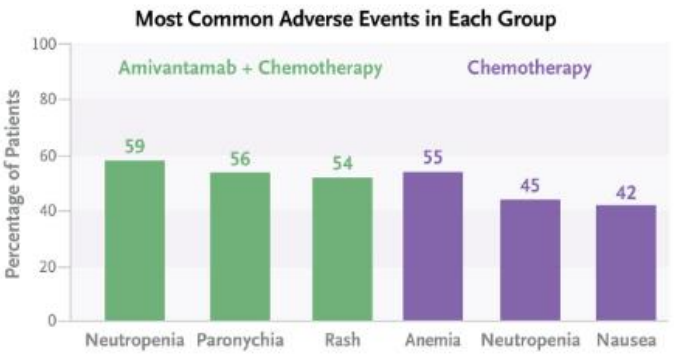
자료: NCCN, 유안타증권 리서치센터

PAPILLON 임상(PFS)



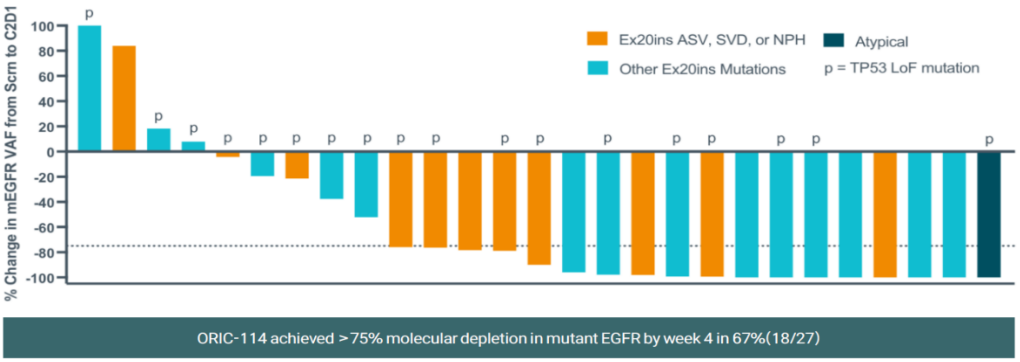
자료: J&J, 유안타증권 리서치센터

PAPILLON 임상(안전성)



자료: J&J, 유안타증권 리서치센터

ORIC-114 초기 혈중 ctDNA 감소율(임상 1b, 4 주차)



자료: ENA2024, 유안타증권 리서치센터

ORIC-114 임상 1a 안전성 결과

	<45 mg TDD (n=18)				45 – 60 mg TDD (n=23)				≥75 mg TDD (n=9)				Total (N=50)
Preferred Term, n (%)	Gr1	Gr2	Gr3	≥Gr4	Gr1	Gr2	Gr3	≥Gr4	Gr1	Gr2	Gr3	≥Gr4	All Grades
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: ESMO2023, 유안타증권 리서치센터

보로노이 (310210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	**10**	**0**	**0**	**34**	**26**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	10	0	0	34	26
판관비	28	31	35	41	40
영업이익	**-18**	**-31**	**-35**	**-7**	**-14**
EBITDA	-15	-29	-34	-6	-13
영업외손익	-2	-5	-6	-9	-12
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-2	-1	-1	-4	-7
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-4	-4	-4
법인세비용차감전순손익	-19	-36	-41	-15	-25
법인세비용	0	1	0	0	0
계속사업순손익	-20	-37	-41	-16	-26
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-20	-37	-41	-16	-26
지배지분순이익	**-20**	**-37**	**-41**	**-16**	**-26**
포괄순이익	-23	-35	-40	-14	-24
지배지분포괄이익	-23	-35	-40	-14	-24

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

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	**-16**	**-29**	**-37**	**-12**	**-22**
당기순이익	-20	-37	-41	-16	-26
감가상각비	3	3	2	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-3	-1	-1	-1	-1
기타현금흐름	4	7	4	4	4
투자활동 현금흐름	**-38**	**-32**	**3**	**2**	**5**
투자자산	-38	-31	0	0	1
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-1	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	3	2	5
재무활동 현금흐름	**47**	**63**	**20**	**20**	**30**
단기차입금	-2	-1	0	0	0
사채 및 장기차입금	2	-14	30	30	40
자본	50	87	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-2	-9	-10	-10	-10
연결범위변동 등 기타	0	0	9	9	9
현금의 증감	**-7**	**2**	**-5**	**19**	**22**
기초 현금	18	11	13	8	27
기말 현금	11	13	8	27	49
NOPLAT	**-18**	**-32**	**-36**	**-7**	**-14**
FCF	**-17**	**-30**	**-37**	**-12**	**-22**

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	**49**	**61**	**53**	**70**	**87**
현금및현금성자산	11	13	8	27	49
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	15	33	32	31	30
유형자산	6	5	4	3	2
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	3	26	26	26	25
자산총계	**64**	**95**	**85**	**101**	**117**
유동부채	14	12	12	12	12
매입채무 및 기타채무	2	1	1	1	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	16	1	31	61	101
장기차입금	0	0	30	60	100
사채	15	0	0	0	0
부채총계	**30**	**13**	**43**	**73**	**113**
지배지분	34	81	42	28	4
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	137	222	222	222	222
이익잉여금	-120	-157	-198	-214	-240
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**34**	**81**	**42**	**28**	**4**
순차입금	**-21**	**-48**	**-10**	**3**	**26**
총차입금	27	12	42	72	112

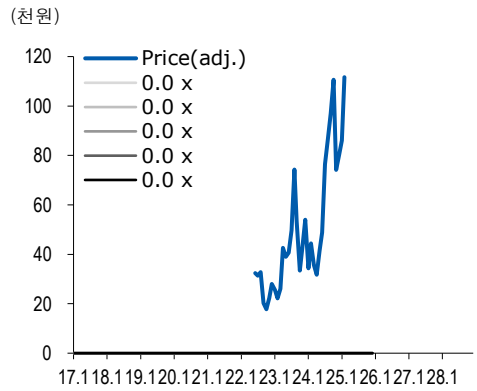
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-1,363	-2,315	-2,310	-850	-1,408
BPS	2,306	4,811	2,321	1,551	210
EBITDAPS	-1,016	-1,793	-1,879	-318	-726
SPS	669	0	0	1,851	1,415
DPS	0	0	0	0	0
PER	**-19.3**	**-17.3**	**-34.6**	**-131.4**	**-79.3**
PBR	**11.4**	**8.3**	**34.5**	**72.0**	**531.2**
EV/EBITDA	**-26.0**	**-20.1**	**-43.3**	**-351.6**	**-155.8**
PSR	**39.4**	**2146826281**	**2146826281**	**60.4**	**78.9**

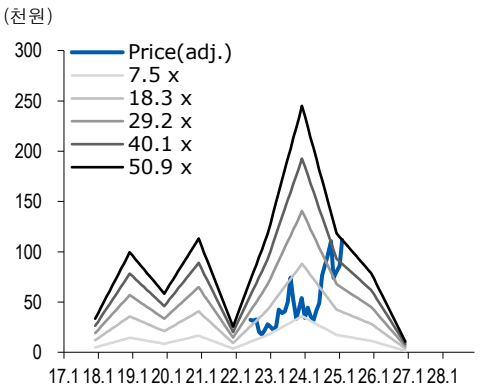
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	**-33.9**	**-100.0**	**0.0**	**0.0**	**-23.5**
영업이익 증가율 (%)	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**
지배순이익 증가율 (%)	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**	**적지**
매출총이익률 (%)	100.0	0.0	0.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**-182.9**	**0.0**	**0.0**	**-19.9**	**-53.4**
지배순이익률 (%)	-203.7	0.0	0.0	-45.9	-99.5
EBITDA 마진 (%)	-151.9	0.0	0.0	-17.2	-51.3
ROIC	-189.7	-387.2	-624.0	-154.9	-382.4
ROA	-38.2	-46.5	-46.1	-16.8	-23.7
ROE	**-96.7**	**-63.8**	**-67.3**	**-44.9**	**-163.5**
부채비율 (%)	86.7	16.4	103.9	263.1	2,988.5
순차입금/자기자본 (%)	-62.7	-59.1	-24.1	10.3	684.9
영업이익/금융비용 (배)	-8.4	-16.4	-13.4	-1.2	-1.6

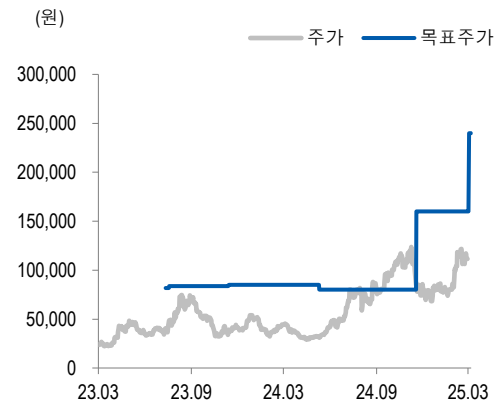
P/E band chart



P/B band chart



보로노이 (310210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
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: 괴리율 = (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)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-03-03

※해외 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 대상법인의 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.