보로노이 (310210)

하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

증명하고 있는 전임상 결과들

VRN11, 하나씩 증명해 나가는 중

AACR, AOS에 이어 ANE에서 VRN11의 추가적인 임상 결과를 공개. VRN11은 400mg 코호트까지 grade 3 이상 부작용을 보이지 않으면서 내약성 확인. 처음으로 임상 환자의 CSF 내 약물 농도를 공개했으며, 혈중 농도 대비 2배 수준의 CSF 내 약물 농도 확인. 마우스 등 동물 모델에서 보여준 우수한 BBB 투과도를 인간에서 재확인.

160mg 이상 용량을 투약한 EGFRm NSCLC 환자(3차 이상)에서 DCR 95.2%를 기록. 추적 기간이 짧으나 21명 환자 중 18명이 투약을 지속하고 있어, 이후 임상 결과 업데이트에서 투약 지속 기관에 대한 지속적인 관심 필요.

VRN10도 순항 중

2번째 투약 용량인 160mg까지 설사 부작용 1건을 제외하면 우수한 안전성을 확인. 설사, 발진 등은 EGFR과 관련된 대표적인 부작용 들로 VRN10은 전임상에서 EGFR wild type과 HER2 및 HER2 돌연변이에 대한 큰 억제 농도 차이를 확인한 바 있음. 우수한 안전성은 항체 모달리티와 병용 요법 개발에서 중요한 경쟁력이 될 것으로 기대.

5명의 종양 크기 평가 환자 중 3명에서 25% 내외의 종양 감소 효과 확인. 이 중 2명은 T-Dxd 투약 이력이 있는 환자로 전임상에서 T-Dxd 내성 세포에서 확인한 종양 억제 효과를 임상에서도 보여주고 있는 것으로 판단.

투자 의견 Buy, 목표주가 32만원으로 상향

매수 의견을 유지하며, 목표주가를 기존 24만원에서 32만원으로 상향. 목표 주가 상향은 VRN11의 C797S 변이(2L)와 CNS 전이(1L) 적응증 개발 성공률을 기존 25.9%에서 각각 44.1%, 33.8%로 변경에 기인. VRN11은 12월 초 ESMO asia에서 추가 임상 결과 발표 예정이며, 동학회에서 VRN07(ORIC-114)의 1b 임상 결과도 공개 예정으로 연말까지 임상 관련 모멘텀 이어질 것으로 전망.

BUY (M)

목표주가	320,000원 (U)
직전 목표주가	240,000원
현재주가 (11/3)	197,500원
상승여력	62%

시가총액	36,326억원
총발행주식수	18,393,121주
60일 평균 거래대금	197억원
60일 평균 거래량	125,854주
52주 고/저	211,500원 / 68,300원
외인지분율	4.94%
배당수익률	0.00%
주요주주	김현태 외 5 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.4	78.4	82.9
상대	7.8	50.8	45.8
절대 (달러환산)	13.5	75.5	77.1

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

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	0	0	7	39
영업이익	-31	-36	-51	-31
지배순이익	-37	-33	-50	-30
PER	-17.3	-34.4	-72.7	-119.8
PBR	8.3	16.9	204.7	-348.9
EV/EBITDA	-20.1	-31.1	-73.8	-120.7
ROE	-63.8	-44.1	-119.3	-845.4

자료: 유안타증권

Valuation

매수 의견 및 목표 주가 32만원으로 상향

매수 의견을 유지하며 목표 주가를 기존 24만원에서 32만원으로 33% 상향한다. 목표 주가는 VRN07(ORIC-114, EGFR exon20ins TKI), VRN10(HER2 TKI)의 기존 추정 가치를 유지하며, VRN11의 C797S 변이 2차와 CNS 전이 1차 적응증의 임상 성공률을 상향 조정한 가치를 반영해 산출했다. VRN11은 임상 1상에서 54명 환자 대상 안전성 결과에서 부작용 발생 빈도는 41%로 낮았으며, 3건의 grade 2 부작용을 제외하면 grade 1으로 매우 우수한 안전성을 확인하는데 성공했다. 또한 4명의 C797S 환자 중 3명에서 PR을 보였으며, CSF 내에서 높은 약물 농도를 확인하며, C797S 변이, CNS 전이 환자 등에서 효과적일 것으로 예상된다.

VRN11은 12월 ESMO Asia에서 추가 임상 중간 결과를 공개할 예정이며, 동학회에서 VRN07의 1b 임상 결과 발표도 예정되어 있다. VRN11은 이번 AACR-NCI-EORTIC(ANE)에서 발표된 환자들의 약물 투약 기간 변화, 400mg 이상 용량에서 안전성 결과 등을 확인할 수 있을 것으로 예상한다. VRN07은 EGFR exon20 변이 환자 대상 Amivantamab 병용(1L) 결과와 비정형 EGFR 변이 환자 대상 1차를 제외한 1차, 2차 이상 임상 결과 등을 공개할 예정으로 naïve EGFR exon20 변이 환자 대상 단독 요법 결과에 주목할 필요가 있다. 연초 Oric pharmaceuticals는 2차 이상 적응증 개발을 중단하고 1차 적응증 개발에 집중하겠다고 밝혔다. Oric의 1차 적응증 개발 집중은 2차 적응증 허가 목표 시점과 1차 적응증 허가 목표 시점 차이가 크지 않고, naïve 환자 대상 단독 요법에서 유효성을 확인했기 때문으로 추측한다. ESMO Asia에서 공개되는 naïve 환자 투약 결과에서 유효성 및 안전성을 확인할 경우 EGFR exon20 변이 표적 치료제로의 가치는 크게 높아질 것으로 예상되며, 동사가 보유하고 있는 중국 권리 가치도 동반 상승할 것으로 기대한다.

보로노이 목표주가 산정 (단위: 십억원, 천주, 원)

부문	가치	비고
1. 파이프라인 가치	5,851	A+B+C
A. VRN11	3,154	출시 시점 29년, WACC 10%, 영구 성장률 -10% 적용
-C797S 변이(2L)	1,473	임상 성공률 44.1% 적용(기존 25.9%)
-CNS 전이환자(1L)	1,681	임상 성공률 33.8% 적용(기존 25.9%)
B. VRN07	846	출시 시점 29년 WACC 10%, 영구 성장률 -10% 적용
- China	586	
- Ex China	260	
C. VRN10	1,851	출시 시점 31년, WACC 10%, 영구 성장률 -10% 적용
2. 총 주식수	18,393	
3. 주당 가치	318,092	1/2
4. 목표 주가	320,000	

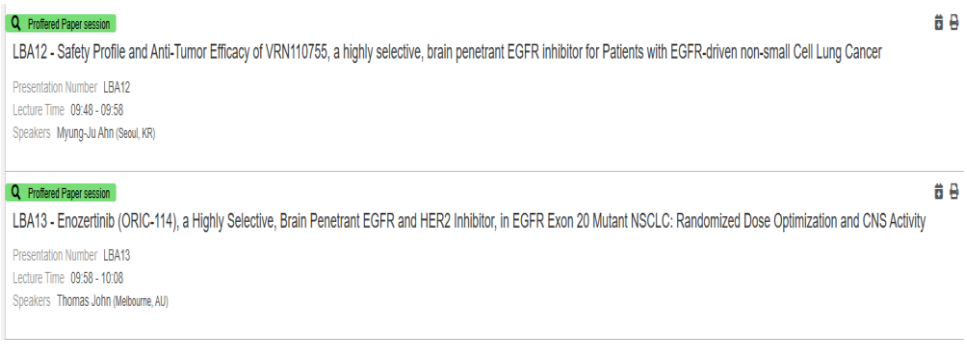
자료: 유안타증권 리서치센터

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

ESMO Asia 프로그램



자료: ESMO, 유안타증권 리서치센터

하나씩 증명하고 있는 VRN11

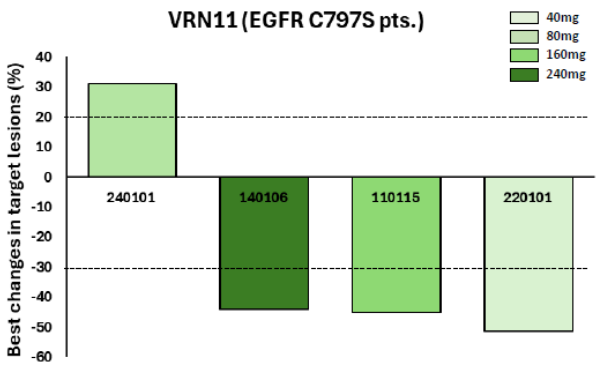
C797S 변이 보유 환자, 4명 중 3명 종양 감소

이번 AACR-NCI-EORTIC(ANE)에서는 4월 AACR에서 공개한 1명의 C797S 환자를 포함해 총 4명의 C797S 변이 환자 데이터를 발표하였다. 4명의 환자 중 3명은 PR을 보였으며, 1명은 PD를 기록했다. 3명의 PR 환자들은 표적 병변(Target lesion)에서 4~50% 정도 종양 크기가 감소하는 결과를 보였다.

4명의 C797S 환자는 모두 뇌전이를 동반한 환자로 PR 반응 환자 3명 중 2명은 뇌에서 종양이 사라졌으며, 1명에서는 종양 크기가 감소했다. 혈액 내 ctDNA 분석에서도 PR 반응을 보인 3명의 환자에서는 투약 4주 또는 8주 후 ctDNA가 완전히 소실된 반면 PD 환자에서는 ctDNA가 완전히 사라지지 않았다. Osimertinib은 ELIOS 연구에서 투약 8주차에 ctDNA 음전 여부가 환자 예후에 영향을 미치는 것으로 확인되었으며, 그 외에도 다양한 연구에서도 유사한 결과를 보인 바 있다. ctDNA가 잔존한 1명의 환자의 경우 추가적인 종양 변이에 대한 정보가 없으나 우회 경로 활성화로 인한 영향으로 추정된다.

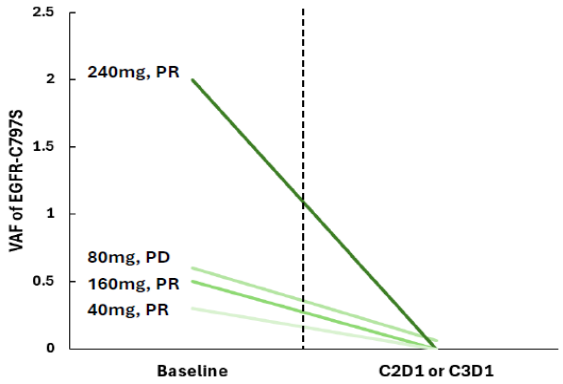
VRN11은 1H26 C797S 변이 환자 코호트에서 1b/2상을 시작할 예정이다. 현재 3세대 EGFR TKI 투약 후 내성 환자에서 화학 요법 또는 화학요법과 Amivantamab 병용(MARIPOSA 2)가 사용 가능하며 Ivonescimab과 화학요법 병용 요법도 연내 허가를 신청할 것으로 예상된다. 다만 이들 요법은 C797S 변이를 표적하는 치료법이 아니며, 화학 요법 병용으로 인한 부작용 발생 빈도가 높은 한계가 있다.

EGFR C797S 환자 종양 크기 변화



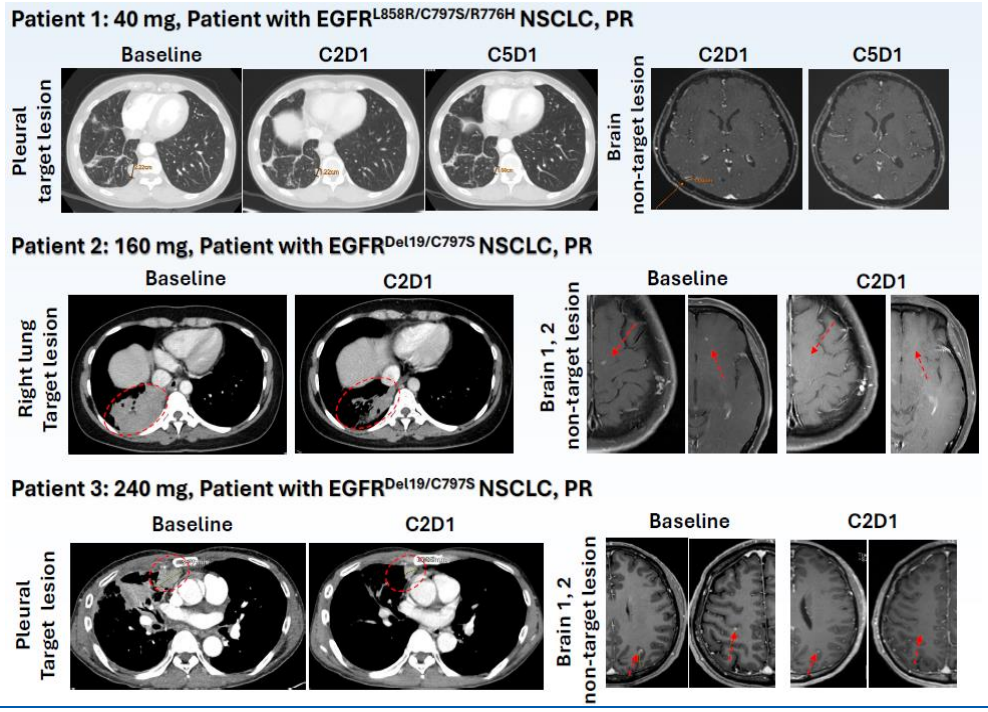
자료: AACR-NCI-EORTIC 2025, 유안타증권 리서치센터

ctDNA 변화



자료: AACR-NCI-EORTIC 2025, 유안타증권 리서치센터

PR 환자 표적 병변 및 뇌 병변 변화



자료: AACR-NCI-EORTIC 2025, 유안타증권 리서치센터

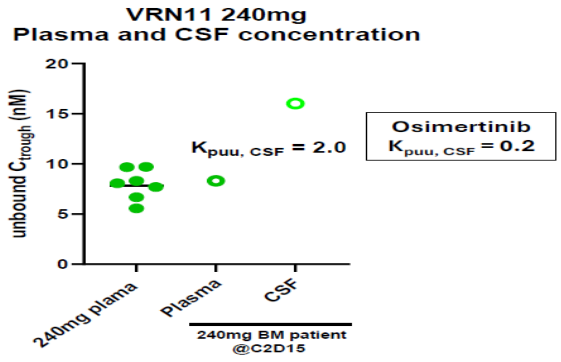
높은 CSF 내 약물 농도 확인

이번 발표에서는 처음으로 임상 환자의 CSF(Cerebrospinal fluid, 뇌척수액) 내 약물 농도 데이터를 공개했다. 240mg 투약 환자의 CSF 내 VRN11 농도는 15nM 이상을 보였으며, 이는 혈중 약물 농도 대비 2배 수준이었다.

VRN11은 전임상 동물 모델에서 높은 BBB 투과도를 보여줬으며, 이번 임상 환자 데이터를 통해 인간에서도 우수한 BBB 투과도를 증명했다. C797S 환자들의 두개 내 종양이 사라지거나 감소한 결과도 혈중 약물 농도 대비 높은 수준으로 두개 내 약물 농도가 유지된 영향으로 추정된다.

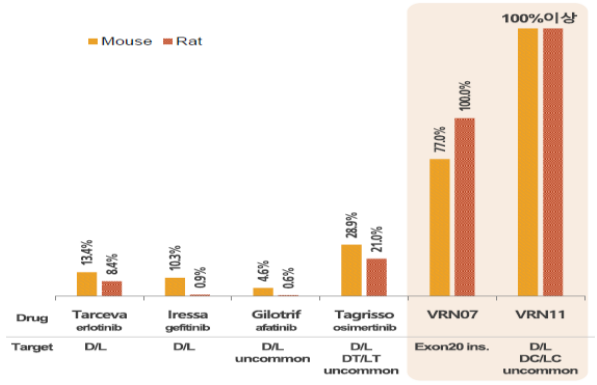
NSCLC 환자의 뇌전이 누적 발생률은 첫 진단 이후 꾸준히 증가하며, 특히 수술이 어려운 3-4기 환자에서 발생률 증가는 더욱 가파르다. 또한 EGFR, ALK와 같은 돌연변이를 동반한 환자에서 발생 위험이 더욱 증가하기 때문에 CNS 환자들에서 효과는 중요한 경쟁력이 되고 있다. 24년 Zorifertinib(AZD3759)는 CNS 전이를 동반한 mEGFR NSCLC 환자의 1차 치료를 적응증으로 중국에서 승인받으면서, 여전히 CNS 전이 환자들에서 효과적인 치료제에 대한 미충족 수요가 높은 것을 다시 한번 확인할 수 있었다.

VRN11(240mg 투약 환자) 혈액 및 CSF 약물 농도



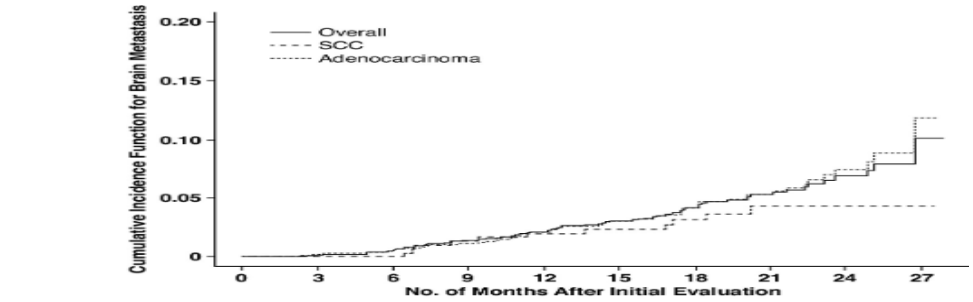
자료: AACR-NCI-EORTIC 2025, 유안타증권 리서치센터

EGFR TKI 별 BBB 투과도 비교



자료: 보로노이, 유안타증권 리서치센터

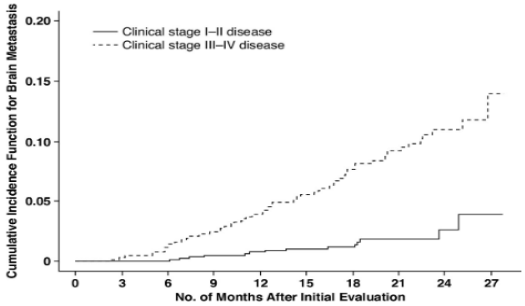
NSCLC 진단 후 뇌전이 누적 발생률



No. of patients at risk										
Overall	1495	1376	1292	1213	1128	947	713	373	171	16
SCC	333	287	262	230	200	161	114	61	24	2
Adenocarcinoma	1109	1045	995	954	902	764	581	303	144	14

자료: American Journal of Roentgenology, 유안타증권 리서치센터

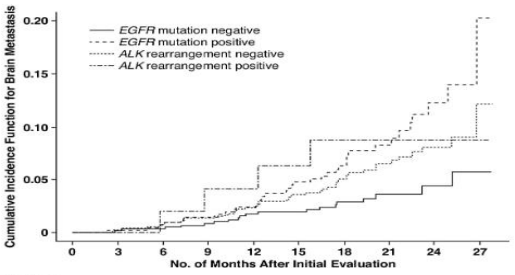
NSCLC 진단 후 뇌전이 누적 발생률(병기별)



No. of patients at risk										
Clinical stage I–II disease	829	805	787	767	736	605	470	220	96	7
Clinical stage III–IV disease	666	571	505	446	392	342	243	153	75	9

자료: American Journal of Roentgenology, 유안타증권 리서치센터

NSCLC 진단 후 뇌전이 누적 발생률(EGFR, ALK 돌연변이 유무)



No. of patients at risk										
EGFR mutation negative	589	552	517	486	455	377	289	144	71	7
EGFR mutation positive	419	406	399	391	377	334	258	141	64	7
ALK rearrangement negative	745	694	652	617	583	505	385	220	106	12
ALK rearrangement positive	50	47	46	44	43	37	30	15	9	2

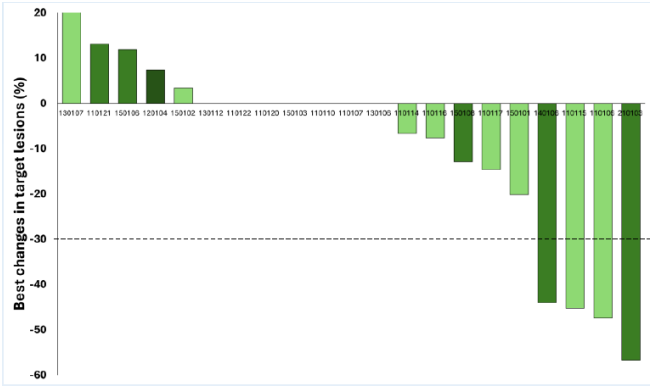
자료: American Journal of Roentgenology, 유안타증권 리서치센터

160mg 이상에서 DCR 95.2%

EGFRm NSCLC 3차 이상 치료 환자(21명)에서 PR 4건(19.0%), SD 16건(76.2%)와 PD 1건(4.8%)로 ORR 19.0%, DCR 95.2%를 기록했다. AACR과 달리 개별적인 치료 경험 및 약물 등을 공개하지는 않았으나 1개 이상의 EGFR TKI를 투약했을 것으로 추정된다. EGFR TKI 등 다수 치료 경험 환자로 종양 이질성이 높을 것으로 예상되는 환자 대상에서 높은 DCR을 기록하면서 이질성이 낮은 naïve 또는 2차 치료 환자 등에서는 개선된 ORR을 기록할 것으로 기대한다.

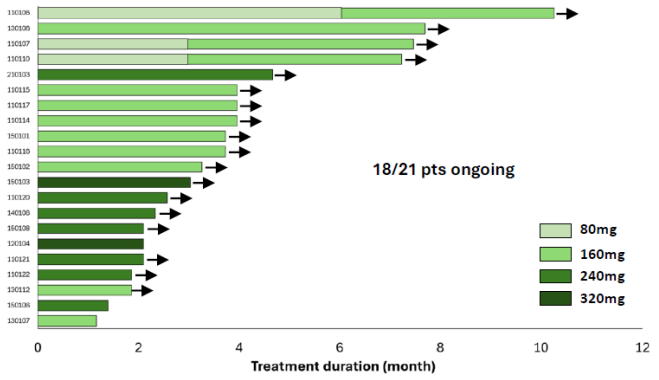
추적 기간이 길지 않은 편이나 데이터 컷 오프 시점(10/14) 기준으로 21명 환자 중 VRN11 투약을 유지하고 있는 환자는 총 18명이었으며, CNS 전이 동반 환자 11명은 모두 투약을 유지하고 있었다. 3세대 EGFR TKI 내성 환자에서 사용되는 MARIPOSA-2의 mPFS는 6.3개월로 화학요법 대비 2개월가량 PFS 연장을 보였으나 grade 3 이상 부작용 발생율이 72%로 높아지는 한계가 있었다. VRN11의 향후 임상 데이터에서도 투약 환자 유지가 지속될 경우 충분히 6개월 이상의 mPFS를 기록할 수 있을 것으로 보이며, 단독 또는 병용 요법에서 MARIPOSA-2 대비 동등 이상의 유효성과 함께 안전성에서 우위를 보일 수 있을 것으로 예상한다.

종양 크기 변화



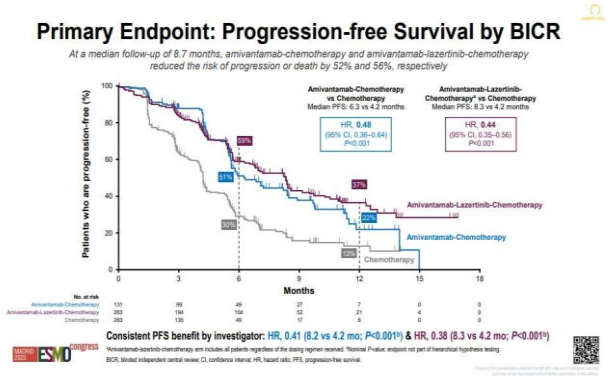
자료: AACR-NCI-EORTIC 2025, 유안타증권 리서치센터

투약 기간



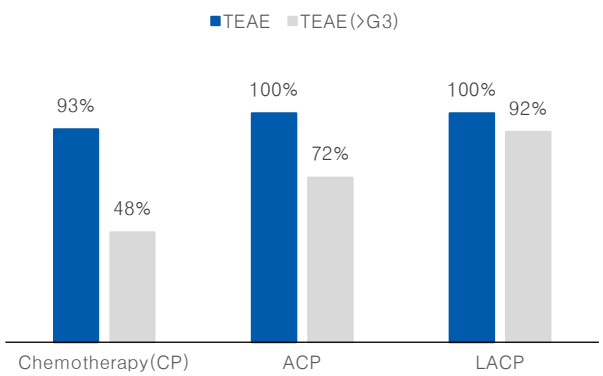
자료: AACR-NCI-EORTIC 2025, 유안타증권 리서치센터

MARIPOSA-2 PFS 추이



자료: ESMO2023, 유안타증권 리서치센터

MARIPOSA-2 안전성



A: Amivantamab, C: Carboplatin, P: Pemetrexed, L: Lazertinib
자료: Annals of Oncology, 유안타증권 리서치센터

용량 증가에도 우수한 안전성

400mg 투약 환자 1명을 포함해 총 54명의 안전성 데이터가 이번에 공개되었으며, 240mg 이상에서도 우수한 안전성은 유지되는 것을 확인할 수 있었다. 54명의 투약 환자 중 grade 3 이상 부작용을 보인 사례는 없었으며, grade 2 부작용은 3건(6%)가 포함되었다. Grade 2 부작용은 가려움(Pruritus)이 2건이었으며 위염(Gastritis)가 1건으로 3건 모두 용량을 줄이거나 투약 중단 없이 해결되었다.

160mg 이상 투약 용량 환자(34명)에서 EGFR 관련 부작용이 일부 보고되었으나 발생 빈도는 낮았다. 또한 빈혈, QT 연장(심독성)과 같은 off target 독성은 나타나지 않았다. 투약 환자 추적 기간 중간 값이 9주로 짧아 이후 추가적인 부작용 발생 가능성이 있으나, EGFR TKI에서 초기에 부작용 발생 빈도가 높은 것을 고려할 때 이후 추가적인 부작용 발생은 제한적일 것으로 판단한다. VRN11의 1a 임상은 현재 400mg 환자 투약을 진행 중에 있으며, 이후 480mg 투약 및 더 높은 용량까지 용량 증량 시험을 이어갈 것으로 예상된다.

VRN11 안전성 결과

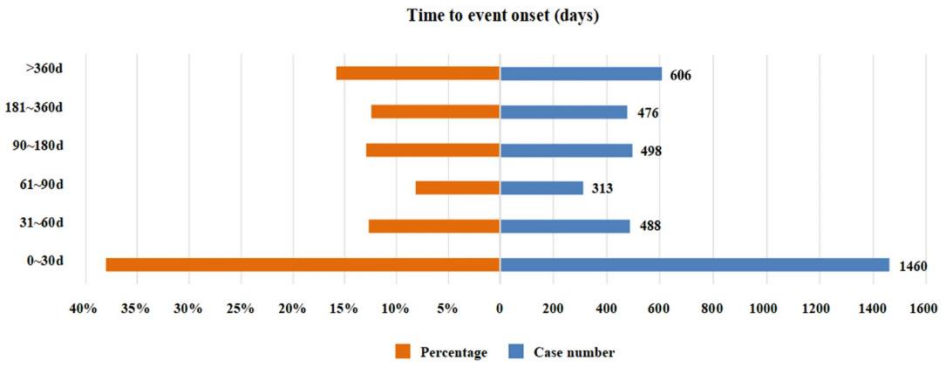
Safety of VRN110755 monotherapy

	10 mg (N=3)	20 mg (N=4)	40 mg (N=3)	80 mg (N=12)	160 mg (N=13)	240 mg (N=14)	320 mg (N=4)	400 mg (N=1)	All (N=54)
Any grade TRAE, n (%)	1 (33)	2 (50)	1 (33)	2 (17)	7 (54)	8 (58)	1 (25)	0(0)	22 (41)
Grade 1 TRAE, n (%)	1 (33)	2 (50)	1 (33)	2 (17)	5 (38)	6 (43)	1 (25)	0(0)	19 (35)
Grade 2 TRAE, n (%)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	2 (15)	1 (7)	0 (0)	0(0)	3 (6)
Grade 3 TRAE, n (%)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0(0)	0 (0)
DLT or TR-SAE, n (%)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0(0)	0 (0)

*2 of grade 2 pruritus and 1 of grade 2 gastritis resolved without dose reduction or interruption of the drug

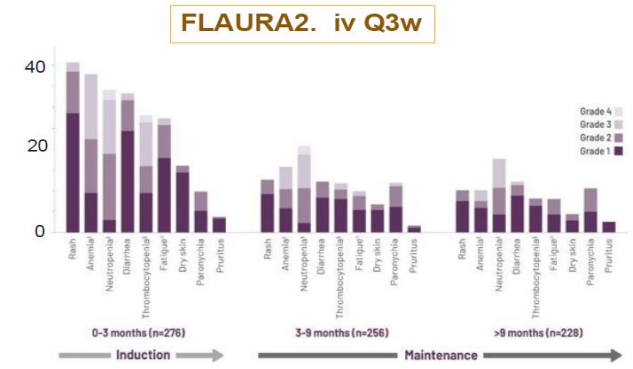
자료: AACR-NCI-EORTIC, 유안타증권 리서치센터

Osimertinib 부작용 발현 기간



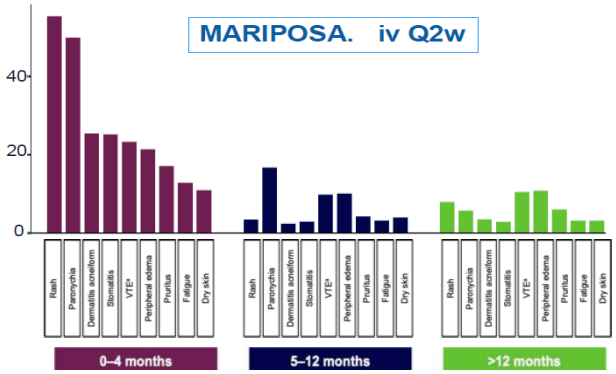
자료: Scientific Reports, 유안타증권 리서치센터

FLAURA2 투약 기간별 부작용 발생 변화



자료: ILCS2025, 유안타증권 리서치센터

MARIPOSA 투약 기간별 부작용 발생 변화



자료: ILCS2025, 유안타증권 리서치센터

VRN11 과 Osimertinib 부작용 비교

Event (%)	VRN110755 (160-400mg, n=34)		osimertinib (80mg, n=279)	
	All	Grade ≥3	All	Grade ≥3
EGFR on target tox.				
Diarrhea	9	-	49	2
Rash	18	-	54	1
Dry skin	9	-	33	<1
Paronychia	-	-	33	<1
Stomatitis	6	-	25	<1
Pruritus	6	-	15	-
EGFR off target tox.				
Anemia	-	-	12	1
QT prolongation	-	-	10	2
ILD/Pneumonitis	-	-	4	2

* Osimertinib safety profiles adapted from FLAURA (NEJM 2019)

VRN110755 statistics (160-320mg, n=33)

- Median time on treatment was 9 weeks
- No DLTs were observed
- 0 (0%) patients required VRN110755 dose hold due to TRAEs
- 0 (0%) patients dose reduced VRN110755 due to TRAEs
- 0 (0%) permanently discontinued VRN110755 due to TRAEs

자료: AACR-NCI-EORTIC, 유안타증권 리서치센터

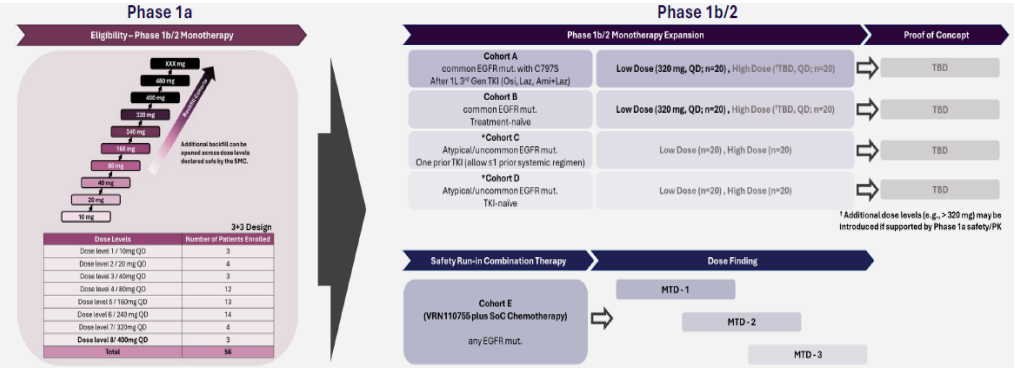
1H26, 1b/2상 진입 예정

VRN11은 1H26에 1b 임상 코호트 개시를 목표로 하고 있으며, C797S 변이 환자(코호트 A)와 naïve EGFRm NSCLC 환자(코호트 B) 대상 투약이 가장 빠를 것으로 예상된다. 두 코호트는 320mg(저용량)과 향후 1a 상 결과를 통해 도출될 고용량 투약군 두 그룹으로 임상을 진행할 계획이다. VRN11은 용량 증가에도 불구하고 우수한 내약성을 유지하고 있고, PK 데이터에서 320mg 투약 코호트까지 용량 의존적으로 혈중 약물 농도가 증가하는 양상을 보이면서 투약 가능한 용량 확인을 이어갈 예정이다.

코호트 A는 C797S 변이 환자 대상 2차 치료제로의 가속 승인을 목표로 진행할 예정으로 임상 진행 속도가 가장 빠를 것으로 예상된다. 현재까지 C797S 변이를 표적으로 승인된 치료제가 없는 상황에서 VRN11은 1a에서 변이 환자 4명 중 3명에서 종양 억제 효과가 확인되었으며 내약성이 우수하다. 따라서 코호트 A에서 다수의 C797S 환자 대상 임상 결과 확보할 수 있다면 가속 승인 가능성은 높을 것으로 판단한다.

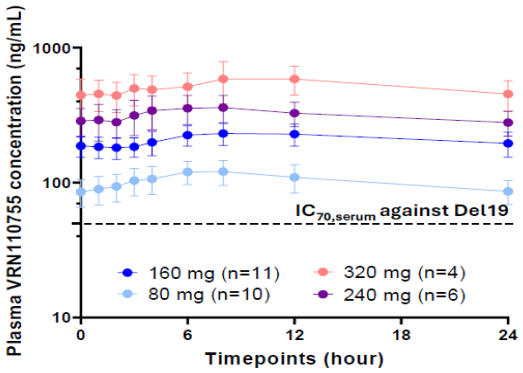
코호트 B는 naïve 환자를 대상으로 진행할 예정으로 EGFRm NSCLC 1차 치료제로의 경쟁력을 확인 가능할 것으로 기대한다. 다만 Osimertinib 등 3세대 EGFR TKI를 1차 표준요법으로 사용하고 있는 한국, 대만 등 주요 지역에서 naïve 환자 모집은 CNS 전이 환자 중심으로 이루어질 것으로 예상된다. 화학항암제 병용 요법을 평가하는 코호트 E는 all-comers 환자 대상 2차 적응증과 FLAURA2와 같이 1차에서 종양 이질성을 극복하기 위한 방법으로의 가능성을 모색하는 코호트가 될 것으로 보인다.

VRN11 임상 디자인



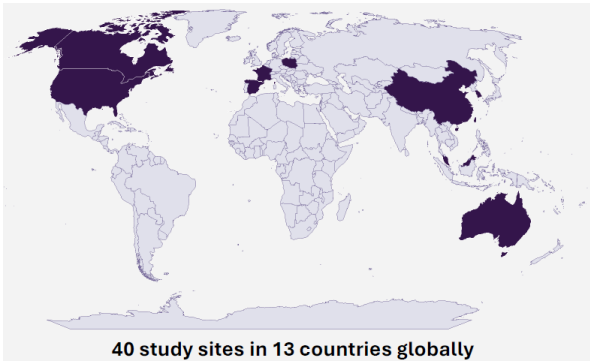
자료: AACR-NCI-EORTIC, 유안타증권 리서치센터

VRN11 PK 데이터



자료: AACR-NCI-EORTIC, 유안타증권 리서치센터

1b/2 임상 진행 지역



자료: AACR-NCI-EORTIC, 유안타증권 리서치센터

순항 중인 VRN10

VRN10, EGFR 영향 미미

ANE에서 VRN10의 용량 증량 임상(1a상) 중간 결과도 공개되었다. VRN10은 80mg과 160mg 코호트까지 진행을 마쳤으며 현재 240mg 코호트 투약 중에 있다. 160mg 코호트까지 1건의 설사(diarrhea) 부작용 발생이 보고되었으며, 그 외 부작용 발생은 없었다. 설사, 발진(rash) 등은 EGFR 관련 주요 부작용 중 하나로 EGFR과 HER2에 대한 약물의 선택성이 낮을수록 발생 빈도가 높다.

최근 HER2m NSCLC에서 허가된 zongertinib(HERNEXEOS)이 120mg(90kg 미만 환자 투약 용량)에서 설사 56%, 발진 33%를 보였다는 점에서 EGFR 관련 부작용은 상대적으로 우수한 것으로 판단한다. 이는 돌연변이 세포주 실험에서 확인한 EGFR wild type 억제 효과 차이가 임상에서 이어지고 있는 것으로 판단한다. 160mg까지 간독성을 보이지 않은 점도 zongertinib 대비 경쟁력을 가질 수 있는 부분으로 판단한다.

대부분의 HER2 돌연변이가 수용체 과발현(overexpression), 유전자 증폭(amplification)으로 이루어지기 때문에 세포막 바깥의 HER2 수용체를 타겟으로 하는 항체 중심의 치료법 개발이 활발하다. 반면 HER2 TKI는 세포막 내부의 tyrosine kinase를 억제하는 기전으로 항체 모달리티들과 병용 요법 개발이 중요하며, 우수한 내약성은 병용 요법 개발에서 이점이 클 것으로 판단한다.

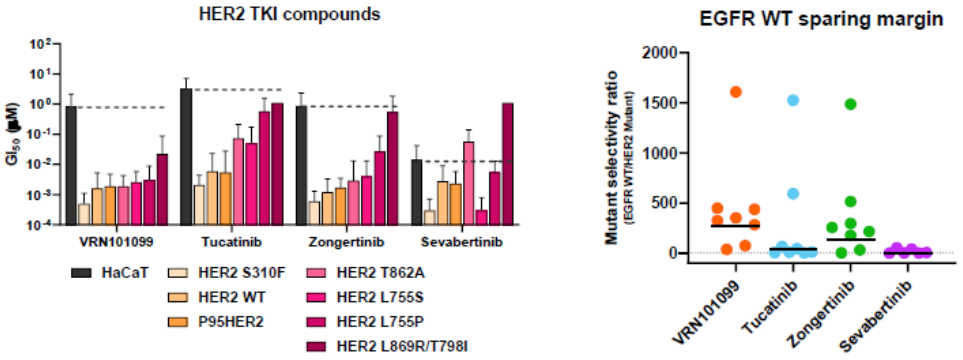
VRN10 과 Zongertinib 안전성 비교

Event (%)	VRN10				Zongertinib	
	All	Grade≥3	All	Grade≥3	All	Grade≥3
	80mg (n=3)		160mg (n=3)		120mg (n=75)	
Any TRAE	-	-	*33	-	97	17
Diarrhea	-	-	*33	-	56	1
Rash	-	-	-	-	33	-
ALT increased	-	-	-	-	24	5
AST increased	-	-	-	-	21	8
Dry skin	-	-	-	-	15	-
Pruritus	-	-	-	-	13	-

*A single case of diarrhea occurred and resolved within one week.

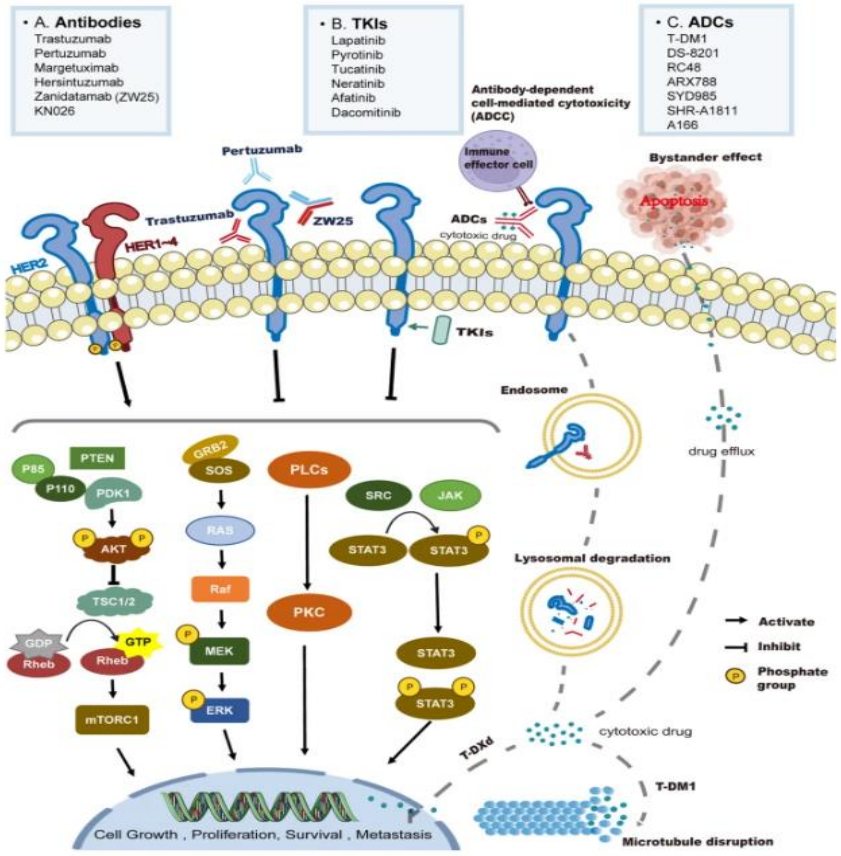
자료: 보로노이, 유안타증권 리서치센터

HER2 TKI 세포 실험 비교



자료: AACR-NCI-EORTIC, 유안타증권 리서치센터

HER2 표적 치료제 분류 및 작용 기전



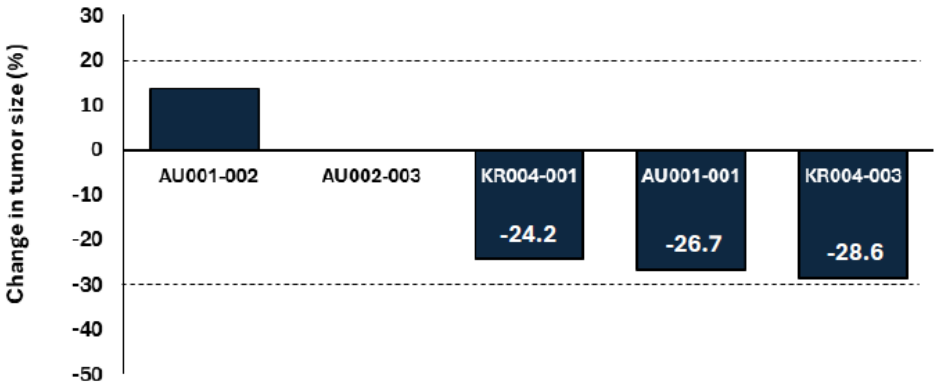
자료: Biomarker Research, 유안타증권 리서치센터

단독 투약에서도 종양 감소

이번 발표에서 종양 크기를 평가한 5명의 VRN10 투약 환자 중 3명이 25% 전후의 종양 감소를 보이면서 PR 판정 기준인 30% 이상 감소에는 미치지 못했으나 종양 크기를 줄이는 고무적인 결과를 확인했다.

종양 감소 환자 3명 중 2명은 T-Dxd 투약 경험이 있는 환자들이었으며, 이들에서 종양 감소를 보인 것은 긍정적이다. VRN10은 전임상에서부터 T-Dxd 내성에 대한 효과를 발표해 왔으며, 이번 임상 결과는 전임상에서의 결과가 사람에서도 이어지고 있는 것으로 판단한다. T-Dxd는 DESTINY-Breast09(HER2m BC 1L)에서 THP(trastuzumab+pertuzumab+taxane) 대비 유의미한 개선 효과를 보이며 현재 표준 요법인 유방암 2차에서 1차 시장까지 적응증을 확대할 예정으로 HER2 표적 치료제들에서 T-Dxd 내성 환자군에서의 효과는 후속 치료 또는 T-Dxd 병용 요법 개발 등에서 중요한 경쟁 요인이 될 것으로 예상한다.

VRN10 환자별 종양 크기 변화



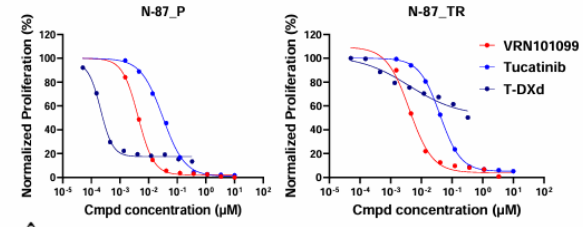
자료: AACR-NCI-EORTIC, 유안타증권 리서치센터

VRN10 투약 환자 프로파일

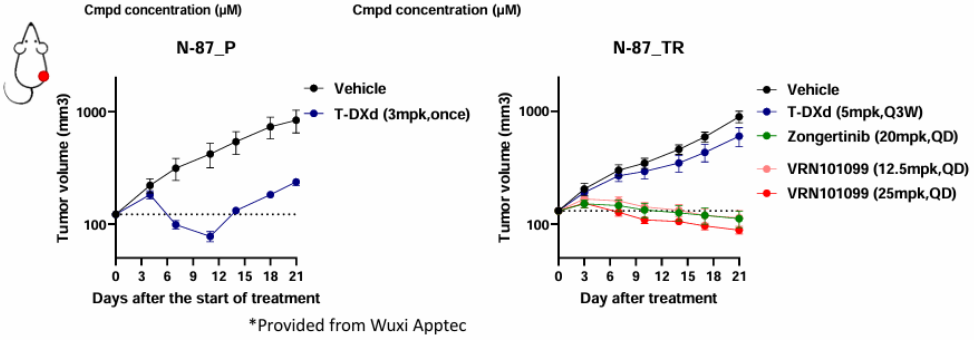
Patient	AU001-002	AU002-003	KR004-001	AU001-001	KR004-003
Dose (mg)	160	80	160	80	160
HER2 amplification	1+	2+	1+	3+	Negative
HER2 mutation	-	-	V777L	S310F	S310Y
Primary site	Salivary Gland	Gastric	Breast	Pancreas	Lung
Prior systemic Tx	0	2	7	3	3
Last prescription	-	Irinotecan Fluorouracil	T-DXd	Tucatinib Trastuzumab	T-DXd

자료: AACR-NCI-EORTIC, 유안타증권 리서치센터

T-Dxd 내성 종양 억제 효과



Compound	Proliferation Assay		
	GI_{50} (μM)		Fold change
	N-87_P	N-87_TR	
VRN101099	0.004	0.005	1.1
Tucatinib	0.031	0.041	1.3
T-DXd	0.0002	>0.33	>1,650.0



*Provided from Wuxi Apptec

자료: AACR, 유안타증권 리서치센터

보로노이 (310210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**0**	**0**	**7**	**39**	**62**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	0	7	39	62
판관비	31	36	58	70	75
영업이익	**-31**	**-36**	**-51**	**-31**	**-14**
EBITDA	-29	-34	-49	-30	-13
영업외손익	-5	4	1	1	1
외환관련손익	0	1	-1	0	0
이자손익	-1	2	1	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	1	0	0	0
법인세비용차감전순손익	-36	-33	-50	-30	-13
법인세비용	1	0	0	0	0
계속사업순손익	-37	-33	-50	-30	-13
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-37	-33	-50	-30	-13
지배지분순이익	**-37**	**-33**	**-50**	**-30**	**-13**
포괄순이익	-35	-32	-47	-28	-10
지배지분포괄이익	-35	-32	-47	-28	-10

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

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**-29**	**-29**	**-47**	**-28**	**-11**
당기순이익	-37	-33	-50	-30	-13
감가상각비	3	2	2	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1	1	-5	-5	-5
기타현금흐름	7	0	6	6	6
투자활동 현금흐름	**-32**	**22**	**29**	**7**	**12**
투자자산	-31	24	0	-10	-8
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-1	-1	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	30	17	19
재무활동 현금흐름	**63**	**4**	**51**	**1**	**0**
단기차입금	-1	0	0	2	2
사채 및 장기차입금	-14	-11	50	0	0
자본	87	20	2	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-9	-5	-2	-2	-2
연결범위변동 등 기타	0	0	-1	-2	-7
현금의 증감	**2**	**-3**	**31**	**-23**	**-6**
기초 현금	11	13	10	41	19
기말 현금	13	10	41	19	13
NOPLAT	-32	-36	-51	-31	-14
FCF	-30	-30	-48	-28	-11

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)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**61**	**56**	**58**	**49**	**54**
현금및현금성자산	13	10	41	19	13
매출채권 및 기타채권	0	0	0	1	2
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	33	17	17	26	33
유형자산	5	5	5	4	3
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	26	10	10	20	28
자산총계	**95**	**74**	**75**	**76**	**87**
유동부채	12	7	7	35	56
매입채무 및 기타채무	1	3	3	13	21
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	0	51	51	51
장기차입금	0	0	50	50	50
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**13**	**7**	**57**	**86**	**107**
지배지분	81	66	17	-10	-20
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	222	242	244	244	244
이익잉여금	-157	-190	-239	-270	-282
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**81**	**66**	**17**	**-10**	**-20**
순차입금	**-48**	**-54**	**-5**	**11**	**13**
총차입금	12	1	51	53	55

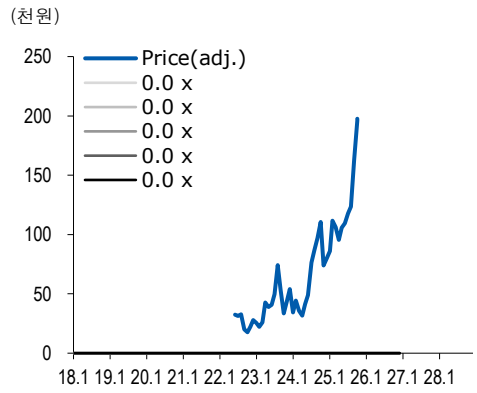
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,315	-1,818	-2,718	-1,649	-689
BPS	4,811	3,696	965	-566	-1,115
EBITDAPS	-1,793	-1,916	-2,674	-1,641	-699
SPS	0	0	405	2,106	3,349
DPS	0	0	0	0	0
PER	**-17.3**	**-34.4**	**-72.7**	**-119.8**	**-286.7**
PBR	**8.3**	**16.9**	**204.7**	**-348.9**	**-177.1**
EV/EBITDA	**-20.1**	**-31.1**	**-73.8**	**-120.7**	**-283.7**
PSR	**-2146826281**	**-2146826281**	**487.4**	**93.8**	**59.0**

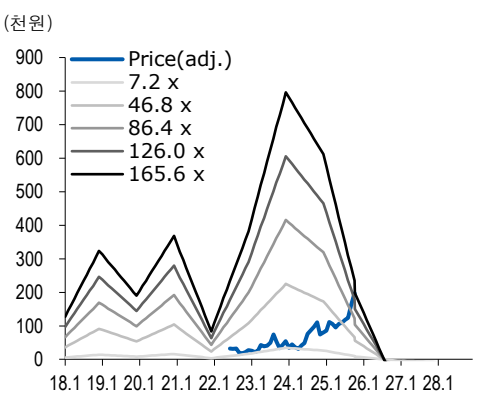
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**-100.0**	**0.0**	**0.0**	**420.0**	**59.0**
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**	**-681.4**	**-80.8**	**-22.1**
지배순이익률 (%)	0.0	0.0	-670.7	-78.3	-20.6
EBITDA 마진 (%)	0.0	0.0	-660.0	-77.9	-20.9
ROIC	-387.2	-904.5	-3,454.4	336.0	48.7
ROA	-46.5	-38.8	-67.4	-40.3	-15.6
ROE	**-63.8**	**-44.1**	**-119.3**	**-845.4**	**83.8**
부채비율 (%)	16.4	10.9	330.0	-844.4	-533.0
순차입금/자기자본 (%)	-59.1	-81.5	-30.0	-107.8	-62.8
영업이익/금융비용 (배)	-16.4	-62.6	-645.2	-198.0	-82.9

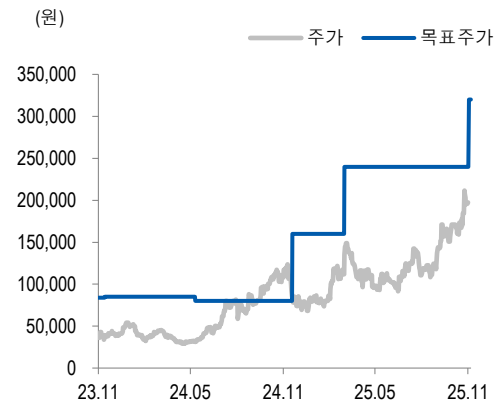
P/E band chart



P/B band chart



보로노이 (310210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-04	BUY	320,000	1년		
2025-03-04	BUY	240,000	1년	-46.90	-11.88
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

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)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-11-03

※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**)
- 본 조사분석 자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 하현수은 (주)보로노이 의 기업설명회 등에 (주)보로노이 의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 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.