Company Report

보로노이 (310210)

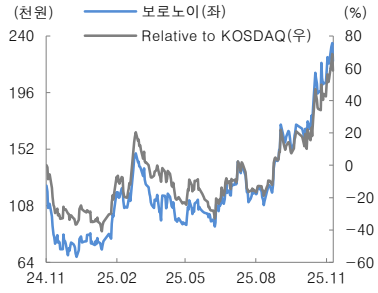
이제는 시간의 문제

이희영 heeyoung.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	300,000 상향
현재주가 (25.11.19)	220,500 제약업종

KOSDAQ	871.32
시가총액	4,056십억원
시가총액비중	0.85%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	234,500원 / 68,300원
120일 평균거래대금	192억원
외국인지분율	4.71%
주요주주	김현태 외 5 인 39.58%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.1	92.1	107.8	138.9
상대수익률	25.4	73.7	70.2	88.1



- 투자의견 매수, 목표주가 30만원으로 상향
- VRN11: 최초의 C797S 표적 항암제 탄생 기대
- VRN10: 경쟁 HER2 TKI 대비 간독성에서 우위

투자의견 매수, 목표주가 300,000원으로 상향

동사는 10월 22~26일 보스턴에서 개최된 2025년 AACR NCI EROTC(이하 AACR Triple) 학회를 통해 주력 파이프라인인 VRN11(EGFR TKI)과 VRN10(HER2 TKI)의 'Best-in-class' 가능성을 확인함.

이에 높아진 임상 성공 확률과 적응증 확장 가능성을 반영하여 총 신약가치를 5.5조원으로 산출하였고, 목표주가를 30만원으로 상향 조정함

VRN11: 최초의 C797S 표적 항암제 탄생 기대

VRN11은 현재 치료제 옵션이 부재한 C797S 변이에서 명확한 항암효과(ORR 75%, n=4)를 보임. 추가로 1) 압도적인 뇌투과율(CFS 농도 200%), 2) 높은 뇌전이 질병통제율(DCR 80%, n=10), 3) 우수한 안전성(400mg까지 G3<부작용 없음) 재확인

이에 연내 C797S 환자 대상 임상 1b/2a상을 개시, 이후 2상 결과를 기반으로 가속 승인 신청 예정. 후속 임상에서 C797S 효과 재현시 가속 승인 가능성은 높을것으로 판단됨. 뿐만 아니라 병용요법을 통한 메인 변이(L858R, Exon19del) 시장 확장도 기대됨

VRN10: 경쟁 HER2 TKI 대비 간독성에서 우위

VRN10은 기존 치료제 불응 변이에서 최대 -29% 종양이 감소하며 내성 극복 가능성 확인. 또한 160mg에서 경쟁 약물(Zongertinib)의 한계인 간독성 징후가 나타나지 않은 점이 고무적임

추가 환자 데이터는 12월 9~12일 샌안토니오 유방암 심포지엄(SABCS)에서 확인 가능할 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	0	0	3	3	3
영업이익	-31	-36	-46	-46	-47
세전순이익	-36	-33	-44	-44	-45
총당기순이익	-37	-33	-44	-44	-45
지배지분순이익	-37	-33	-44	-44	-45
EPS	-2,307	-1,818	-2,374	-2,397	-2,421
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	5,093	3,703	1,246	-1,145	-3,559
PBR	10.6	21.6	191.9	-208.7	-67.1
ROE	-63.8	-44.1	-97.8	-4788.4	102.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 보로노이, 대신증권 Research Center

Ⅰ. 투자의견 및 밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가 300,000 원으로 목표주가 상향

동사는 10월 22~26일 보스턴에서 개최된 2025년 AACR NCI EROTC(이하 AACR Triple) 학회를 통해 주력 파이프라인인 VRN11(EGFR TKI)과 VRN10(HER2 TKI)의 'Best-in-class' 가능성을 확인했다. 이에 높아진 임상 성공 확률과 적응증 확장 가능성을 반영하여 총 신약가치를 5.5조원으로 산출하였고, 목표주가를 30만원으로 상향 조정한다.

VRN11: 최초의 C797S 표적 항암제 탄생 기대

이번 임상 1상 고용량 투여군에서 안전성 이슈(DLT) 없이 C797S 변이 환자에 대한 명확한 항암 효과(n=4, ORR 75%)를 확인했다. 동사는 현재 치료 옵션이 부재한 C797S 변이 시장에서 1b/2a상을 연내 개시하고, 이후 2상 결과를 기반으로 가속 승인을 신청할 예정이다. 이에 따라 C797S 적응증의 임상 성공 확률을 기존 25.9%에서 44.1%로 상향한다.

또한 실제 뇌전이 환자에서 혈중 농도 대비 뇌 척수액(CFS) 농도가 2배(200%)에 달하는 수치가 확인되었다. 이는 경쟁약물 타그리소가 약 20% 수준임을 감안할 때, 고무적인 수치다. 더 나아가 뇌전이 환자 10명을 대상으로 DCR 80%를 보이며 뇌 병변에서 일관된 항암 효과도 확인하였다. 이에 뇌전이(CNS) 타겟 가치 3,800억원을 신규 반영한다.

VRN10:내성과 안전성 모두 긍정적

처음 공개된 VRN10 임상 1a상 데이터는 초기 데이터임에도 불구하고 내성 극복과 안전성 측면에서 확실한 차별화 포인트를 보였다. 기존 약물(T-Dxd, Zongertinib 등)에 불응하는 환자에서 의미있는 종양 축소가 관찰되었고, 경쟁 HER2 TKI의 고질적 리스크인 간독성 징후가 나타나지 않은 점이 고무적이다. 이러한 임상적 경쟁력을 근거로 HER2 양성 유방암 2차 치료 시장 내 최대 35%의 점유율 달성을 가정하여, 파이프라인의 가치를 1조 7,260억원을 산출하며, 이를 기업 가치에 신규 반영한다.

표 15. **보로노이 목표주가 산출** (단위: 십억원)

	가치	비고
신약 가치 (A+B+C)	**5,537**	
VRN11 가치 (A)	**3,630**	**EGFR+ NSCLC**
1L CNS	381	신규
2L C797S	1,157	성공 확률 44.1%로 상향
2L Unknown	2,092	
VRN07 가치 (B)	**182**	**1L Exon 20 ins**
US	36	
China	146	
VRN10 가치 (C)	**1,726**	**2L+ HER2 BC (신규)**
유통주식수 (천주)	17,990	
적정주가 (원)	307,813	
목표주가 (원)	**300,000**	
현재주가 (원)	220,500	25.11.19
상승여력	36%	

자료: 대신증권 Research Center

표 16. VRN10 신약가치 밸류에이션

		2025	–	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
개발단계		**1상**		**출시**									
미국 유방암 환자수	**(천명)**	**347**		**369**	**372**	**376**	**380**	**384**	**387**	**391**	**395**	**399**	**403**
HER2 양성	20%			74	74	75	76	77	77	78	79	80	81
진행성 및 전이성 (A)	6%			4	4	5	5	5	5	5	5	5	5
재발 및 전이 (B)	25%			18	19	19	19	19	19	20	20	20	20
타켓 환자수 (A+B)				23	23	23	24	24	24	24	24	25	25
2L+ 환자수	90%			21	21	21	21	21	22	22	22	22	22
VRN10 점유율				**5%**	**10%**	**14%**	**20%**	**24%**	**30%**	**35%**	**35%**	**35%**	**35%**
예상 매출 ($mn)	연간 약가 $347,196			357	721	1020	1471	1783	2251	2653	2679	2706	2733
원화 환산 (십억원)	환율 1,300 원			**464**	**938**	**1326**	**1913**	**2318**	**2927**	**3449**	**3483**	**3518**	**3553**
세전이익	75%			348	703	994	1435	1739	2195	2587	2612	2638	2665
FCFF	80%			278	563	795	1148	1391	1756	2069	2090	2111	2132
PV of FCFF				173	322	420	560	627	731	795	741	691	645
TV													3171
PV of TV		959		WACC 8.3%, g –10%									
FCFF 현재가치 합		5,704											
총 신약가치		6,663											
성공확률 적용 가치		**1,726**			25.9%								

자료: 대신증권 Research Center

표 17. VRN11 뇌전이 적응증 신약가치 밸류에이션

		2025	–	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E
개발단계		**1a상**		**출시**									
미국 폐암 환자수	**(천명)**	**226**		**334**	**368**	**405**	**447**	**492**	**543**	**598**	**659**	**727**	**801**
NSCLC	85%			284	313	345	380	419	461	509	561	618	681
비평편 세포암	70%			198	219	241	266	293	323	356	392	433	477
EGFR 양성	24%			48	53	58	64	70	78	85	94	104	114
뇌전이 (진단시점)	27%			13	14	16	17	19	21	23	25	28	31
VRN11 점유율				**5%**	**12%**	**18%**	**25%**	**32%**	**40%**	**48%**	**55%**	**62%**	**65%**
예상 매출($mn)	연간 약가 $220,946			14	38	62	95	134	185	245	309	384	444
원화 환산(십억)	**환율 1,300 원**			**18**	**49**	**81**	**124**	**175**	**240**	**318**	**402**	**499**	**577**
세전이익	75%			14	37	61	93	131	180	239	301	374	433
FCFF	80%			11	29	48	74	105	144	191	241	299	346
PV of FCFF				8	20	30	42	55	70	86	100	115	123
TV													604
PV of TV		214		WACC 8.3%, g –10%									
FCFF 현재가치 합		650											
총 신약가치		864											
성공확률 적용 가치		**381**			44.1%								

자료: 대신증권 Research Center

II. 국내 저분자 항암제 개발 One TOP

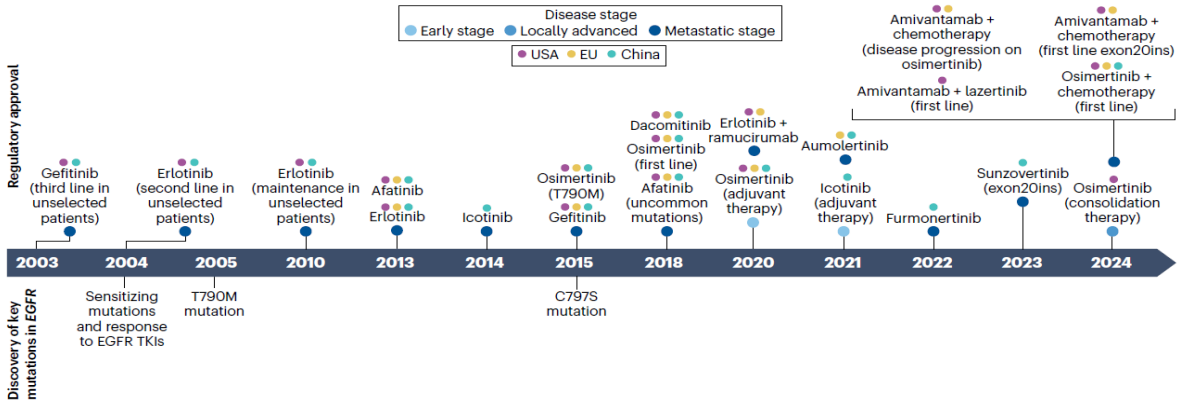
EGFR: 여전히 TKI 가 가장 좋은 선택

최근 EGFR 표적 치료제의 개발 트랜드는 1) TKI 내성 변이(C797S 등) 및 Uncommon/Unknown 돌연변이 공략, 2) 뇌전이(CNS) 효과 향상, 3) 다양한 모달리티(ADC, 이중항체 등)를 활용한 병용요법으로 확대되고 있다.

EGFR 변이 NSCLC 영역에서 TKI는 여전히 높은 효능과 안전성을 기반으로 확고한 표준치료 지위를 유지하고 있다. 그러나 차세대 TKI가 부재한 상황에서, 치료 효과를 개선하기 위한 전략으로 TKI 기반 병용요법이 대세로 자리잡고 있다. 대표적으로 Osimertinib+화학항암요법, Lazertinib+Amivantamab 병용요법이 연이어 1차 치료제로 승인되었고, 모두 NCCN 가이드라인에 선호요법으로 등재되었다.

반면, ADC는 EGFR 변이 환자 치료의 새로운 옵션으로 부상하고 있으나, 단독요법만으로는 TKI를 대체하기에 한계가 있다. DATROWAY(Dato-DXd)가 ADC 최초로 EGFR 변이 NSCLC 2차 치료제로 승인받았고, HER3-DXd(HERTHENA-Lung01) 역시 ORR 약 30%, mPFS 6개월 수준의 중간 결과를 발표했다. 다만 이는 기존 화학요법인 도세탁셀(ORR 36%, mPFS 4개월) 대비 압도적인 개선을 보여주지는 못했다. 결국 ADC가 1, 2차 치료제 시장에 성공적으로 안착하기 위해서는 병용요법이 핵심이며, 이때 병용약물은 높은 안전성과 뇌투과율이 필수적이다.

그림 45. **EGFR 저해제 개발 연혁**



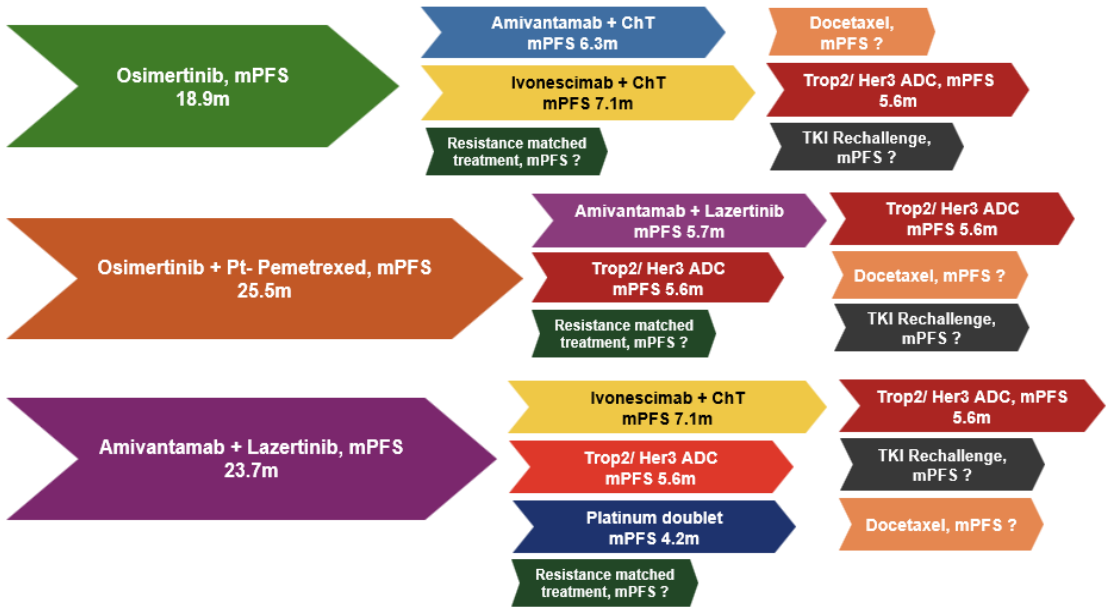
자료: Zhou, F. *et al.* The changing treatment landscape of *EGFR*-mutant non-small-cell lung cancer. *Nat Rev Clin Oncol* **22**, 95-116 (2025)., 대신증권 Research Center

표 18. EGFR 변이 환자에서 ADC 단독으로는 제한적인 효능

임상명 / 회사명	FLAURA / AZ		HERTHENA-Lung01 / MSD	TROPION-Lung05 / AZ	
약물 (환자수)	타그리소 (n=279)	게피티닙, 엘로티닙 (n=277)	HER3-DXd (n=30)	Dato-DXd (N=137)	
임상 단계 / NCT No	3 상 / NCT02296125		2 상 / NCT04619004	2 상 / NCT04484142	
작용 기전	EGFR TKI		HER3 ADC	TROP2 ADC	
대상 환자	1L EGFR 변이 NSCLC		2L+ EGFR 변이 NSCLC 환자	2L+ 유전자 변이 NSCLC 환자	
투약 주기 및 용량	80mg / 1 일 1 회	1.5 mg/m2 / Day 1~5, 3 주 1 Cycle	5.6mg/kg / 3 주 1 회	6.0mg/kg / 3 주 1 회	
유효성			All (n=225)	All (n=137)	EGFR (n=78)
ORR	76.7%	69.0%	30%	35.8%	43.6%
mPFS	18.9m	10.2m	5.5	5.4	5.8
HR, P value	HR=0.46, P<0.0001				
mOS	38.6m	31.8m	11.9	13.6	
HR, P value	HR=0.80, P=0.0462		N=30		
CNS ORR	57%	40%	33.3%		
CNS mPFS	15.2m	9.6m	mDOR 8.4		
부작용 (TEAE)					
3 등급 이상 TEAE	42%	47%	64.9%	28.4% (TREA)	
주요 부작용	발진/여드름/설사/조갑주위염		매스꺼움/혈소판 감소증/호중구 감소증	구내염/매스꺼움/탈모	
모든 등급 TEAE					
설사	60%	58%	매스꺼움 65.8%	구내염 56.2%	
발진, 여드름	59%	79%	혈소판 감소증 43.6%	매스꺼움 54.7%	
조갑주위염	39%	34%	호중구 감소증 35.6%	탈모 49.6%	
건선	38%	37%	설사 26.7%	발진 13.9%	
약물 중단 비율	15%	18%	7.1%	1.4%	
사망 비율	2%	4%	1.8%	0%	

자료: Clnical trials, 대신증권 Research Center

그림 46. EGFR 변이 비소세포폐암 치료제 현황



자료: Gautam Roy, *Curr. Oncol* **2025**, *32*, 448, 대신증권 Research Center

VRN11: C797S, 뇌투과, 안전성까지 입증

보로노이는 이번 학회에서 VRN11의 임상 1상 고용량 코호트 결과를 공개하며, 1) C797S 변이에 대한 확실한 항암 효능, 2) 인체에서 확인된 높은 뇌 투과율(BBB penetration), 3) 고용량에서도 여전히 높은 안전성을 입증했다.

10월 14일 data cut-off 기준으로 C797S 보유 환자 4명 중 3명에서 부분관해(PR)가 나타나 ORR 75%를 달성했으며, 이 반응은 40mg 저용량부터 240mg 고용량까지 일관되게 재현되었다. PR 환자의 표적 병변은 44.1~51.4% 감소해, C797S 변이에 대한 분명한 항종양 효능을 확인할 수 있었다.

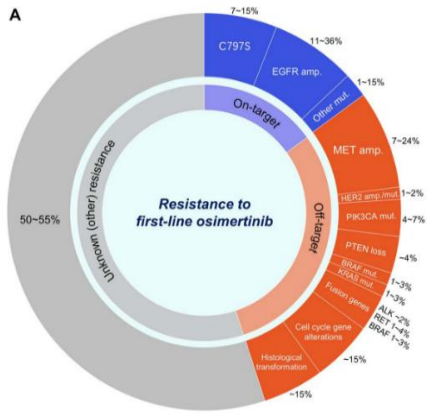
C797S는 3세대 EGFR TKI 치료 실패 후 가장 흔하게 나타나는 내성 기전이지만, 지금까지 개발된 경쟁 약물들은 낮은 효능과 높은 독성으로 모두 임상이 중단된 상태이다. 따라서 VRN11은 치료 옵션이 부재한 C797S 변이 시장을 우선 공략하여 가속 승인을 획득하는 것을 목표로 한다. 회사는 연내 C797S 환자 대상 1b/2a상 IND를 제출하고, 이후 2상 결과를 기반으로 가속 승인을 신청할 계획이다. 이 전략은 단순히 상업화를 앞당기는 데 그치지 않고, NDA 준비와 더불어 시판 후 실제임상 데이터(RWD)를 빠르게 확보함으로써, 향후 1차 치료제로 적응증 확장시 신속한 허가를 뒷받침할 강력한 임상 근거가 될 수 있다.

표 19. C797S 변이 환자 ORR 75%, 뇌 병변 감소도 확인

환자 ID	용량	EGFR 변이	Prior TKIs	ctDNA clearance (C797S)	Best changes in Target lesions (%)	Brain lesion	Best response
1	40 mg	L858R / **C797S** / R776H	Dacomitinib –Osimertinib	100%	-51.4	Disappeared (non-target)	PR
2	160 mg	Del19 / **C797S**	Osimertinib	100%	-45.3	Disappeared (non-target)	PR
3	240 mg	Del19 / **C797S**	Lazertinib Osimertinib	100%	-44.1	Decreased (non-target)	PR
4	80 mg	Del19 / **C797S**	Osimertinib	80%	31.2	Increased (target)	PD

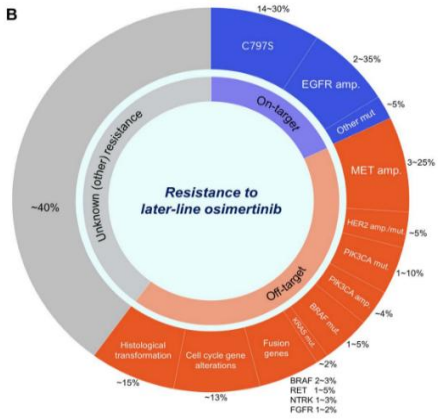
자료: 2025 AACR Triple, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 47. 1L 타그리소 이후 내성 C797S 7-15%



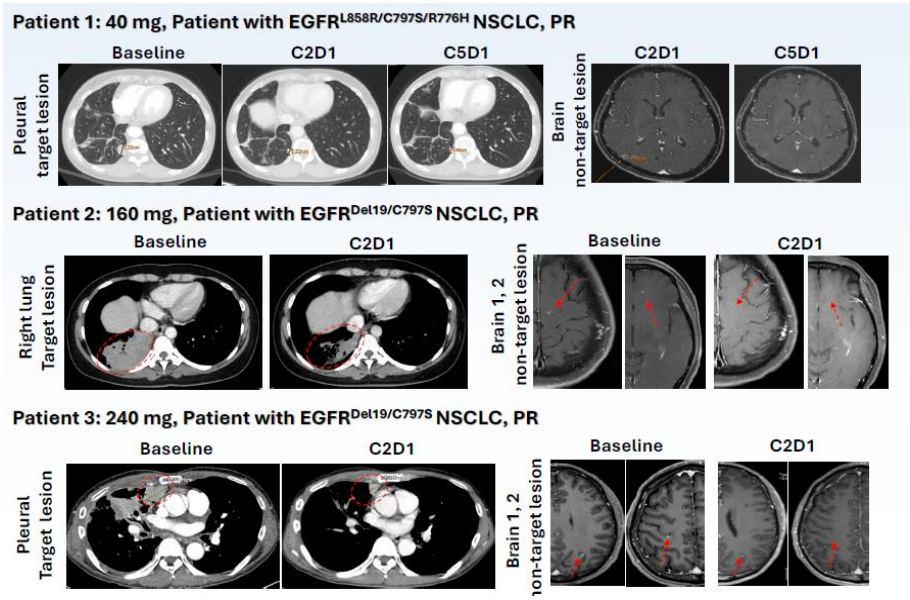
자료: Japanese Journal of Clinical Oncology, 2023, 53(7), 547-561, 대신증권 Research Center

그림 48. 2L 타그리소 이후 내성 C797S 14-30%



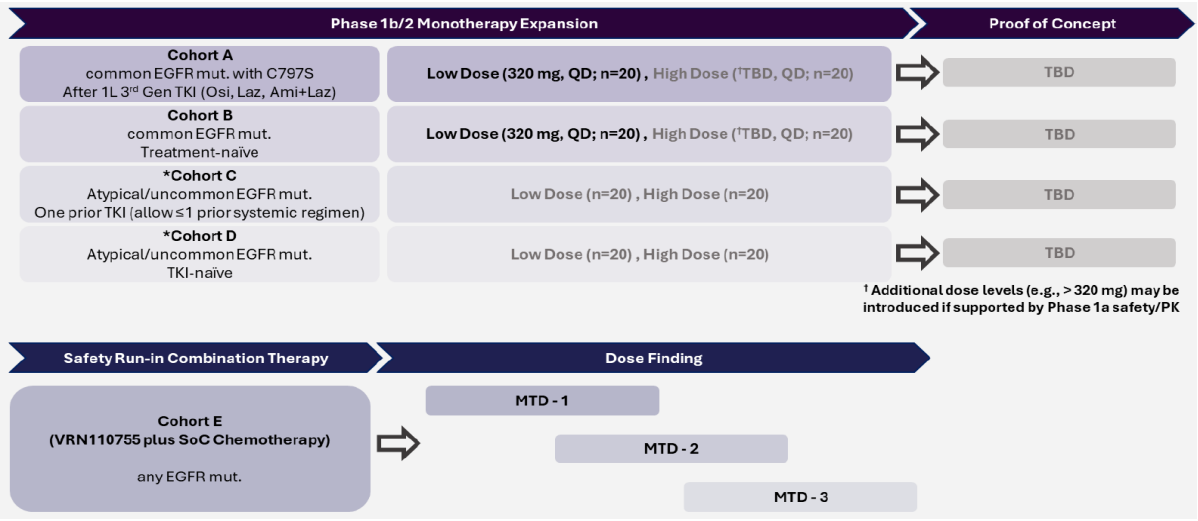
자료: Japanese Journal of Clinical Oncology, 2023, 53(7), 547-561, 대신증권 Research Center

그림 49. VRN11 투약 C797S 환자 표적 및 비표적(뇌) 병변 감소



자료: 2025 AACR Triple, 대신증권 Research Center

그림 50. VRN11 1b/2 임상 디자인



자료: 2025 AACR Triple, 대신증권 Research Center

압도적 BBB 투과율과 탁월한 내약성: VRN11의 핵심 경쟁력

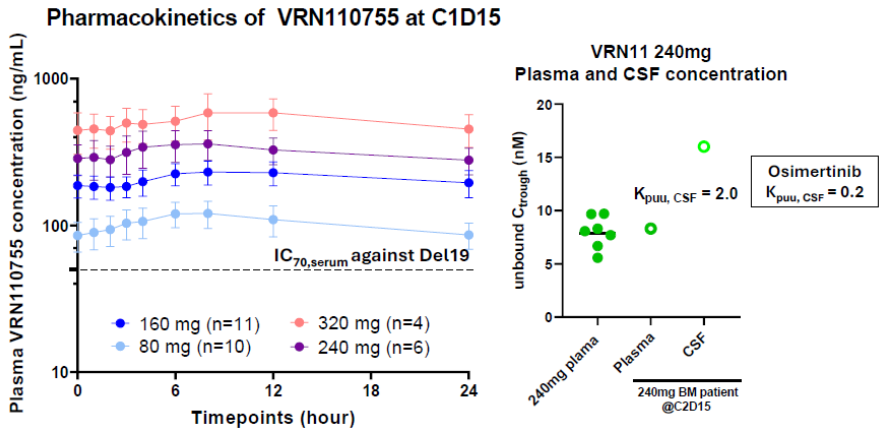
VRN11의 뇌혈관장벽(BBB) 투과율은 전임상 단계를 넘어 실제 환자에서도 입증되었다. EGFR 변이 NSCLC 환자의 약 40%는 진단 시 또는 치료 과정에서 뇌전이를 동반하며, 뇌 병변의 조절 여부가 예후를 크게 좌우하기 때문에 BBB 투과율은 TKI 개발에서 가장 중요한 평가 항목 중 하나다. VRN11의 경우 240mg 투여 환자에서 측정한 **뇌척수액(CSF) 내 약물 농도가 혈중 대비 약 2배(Kpuu≈2.0)에** 달해, BBB 투과율이 약 20% 수준으로 알려진 osimertinib(타그리소)를 크게 상회하는 결과를 보였다.

실제 임상에서 C797S 변이 환자 4명 모두가 뇌전이를 가지고 있었음에도, 그 중 2명은 뇌 병변 완전관해(CR), 1명은 부분관해(PR)를 기록했다. 뇌전이 동반 전체 환자 10명에서도 DCR 80%를 보이며, 뇌 병변에서도 안정적이고 일관된 항암 효과를 확인했다.

용량 증량에도 불구하고 우수한 안전성 프로파일이 유지되었다. 10mg에서 400mg까지 총 54명이 투여된 1상에서 용량 제한 독성(DLT)은 발생하지 않았고, 대부분의 이상반응은 Grade 1 수준의 경미한 피부 발진(8.1%), 가려움증(5.4%), 설사(5.4%)였다. 드물게 발생한 Grade 2 부작용도 용량 조절 없이 관리 가능했으며, **Grade 3 이상 중증 이상반응은 보고되지 않았다.**

따라서 **VRN11은 1) 강력한 BBB 투과율, 2) 확실한 뇌전이 치료 효과, 3) 고용량에서도 유지되는 내약성이라는 경쟁력을 바탕으로, 단독 치료제는 물론 향후 표준 화학요법·기타 표적치료제와의 병용 전략에서도 높은 확장 가능성을 보여준다. 이는 결국 1차 치료제 진입 가능성을 열어주는 핵심 경쟁력이 될 전망이다.**

그림 51. **VRN11 뇌척수액 약물 농도, 혈중 대비 2 배**



자료: 2025 AACR Triple, 대신증권 Research Center

표 20. VRN11 임상 1a 상 400mg 까지 Grade 3 이상 부작용 없음

	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)	총합 (N=54)
모든 등급 TRAE, n (%)	1 (33)	2 (50)	1 (33)	2 (17)	7 (54)	8 (58)	1 (25)	0 (0)	22 (41)
1 등급, n (%)	1 (33)	2 (50)	1 (33)	2 (17)	5 (38)	6 (43)	1 (25)	0 (0)	19 (35)
2 등급, n (%)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	2 (15)	1 (7)	0 (0)	0 (0)	3 (6)
3 등급, n (%)	**0 (0)**	**0 (0)**	**0 (0)**	**0 (0)**	**0 (0)**	**0 (0)**	**0 (0)**	**0 (0)**	**0 (0)**
DLT 또는 TR-SAE, n (%)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)

자료: 2025 AACR Triple, 대신증권 Research Center

표 21. 타그리소(Osimertinib) 대비 안정적인 안전성 프로파일 확인

	VRN110755 (160-400 mg, n = 34)		Osimertinib (80 mg, n = 279)	
	전체	3 등급 이상	All	3 등급 이상
EGFR on-target tox				
설사	9%	-	49%	2%
발진	18%	-	54%	1%
건선	9%	-	33%	<1%
조갑주위염	-	-	33%	<1%
구내염	6%	-	25%	<1%
가려움증	6%	-	15%	-
EGFR off-target tox				
빈혈	-	-	12%	1%
QT 연장	-	-	10%	2%
ILD / 폐렴	-	-	4%	2%

자료: 2025 AACR Triple, 대신증권 Research Center

VRN10(HER2 TKI): 난치성 HER2 돌연변이에서 초기 효과 확인

VRN10은 이번 학회에서 기존 치료제에 반응하지 않는 난치성 HER2 돌연변이 고형암 환자를 대상으로 임상 1a상 초기 데이터를 공개했다. 주목할 점은 **1) 기존 약물(T-DXd, Zongertinib 등)이 효과가 없는 특정 HER2 변이(S310Y, S310F, V777L 등)에서 의미 있는 종양 축소가 관찰되었고, 2) 경쟁 HER2 TKI인 Zongertinib 대비 간 독성(ALT/AST 상승)이 보고되지 않았다**는 점이다.

엔허투/종거티닙 불응 HER2 돌연변이에서 확인된 단독 투여 효과

S310Y 변이 폐암 환자(KR004-003)의 경우 T-DXd 치료 후 내성이 발생한 상태였고 간, 유방, 폐 등 광범위 전이가 있었음에도, **VRN10 160mg 단독 투여 후 3주기(C3D1)에서 종양이 28.6% 감소, 특히 폐 병변(TL3)은 완전 관해(CR)를 기록했다**.

S310F 변이 췌장암 환자(AU001-001)는 Tucatinib 내성 이후 VRN10 80mg 투약 후 종양이 26.7% 감소했고, T-DXd 불응 V777L 변이 유방암 환자(KR004-001)에서도 160mg 투여 후 24.2% 종양 감소가 확인되며, 다양한 HER2 비정형 변이에서 VRN10의 항종양 효과를 확인했다. 이 세 명 모두 3~7차 치료를 받은 heavily pre-treated 환자라는 점을 감안하면, 초기 결과임에도 불구하고 고무적인 성과로 평가된다.

경쟁약 대비 분명해진 안전성 우위

안전성 측면에서 VRN10은 경쟁 약물 대비 높은 잠재력을 보여줬다. 160mg 투여군에서 관찰된 유일한 부작용은 경미한(Grade 1 설사 1건에 불과했으며, 별도의 약물 처치 없이 자연 회복되었다. 반면, 경쟁 약물인 Zongertinib의 경우 180mg 투여 시 Grade 3 수준의 ALT 상승(간 독성)이 보고되어, 실제 권장 용량이 120mg으로 제한된 바 있다. **이에 비해 VRN10은 160mg에서도 간 독성 징후가 전혀 나타나지 않아, 향후 240mg, 320mg까지 용량 증량(Dose escalation) 및 고용량 확장이 충분히 가능할 전망이다.**

현재 VRN10 임상은 240mg 용량 확장 코호트를 진행 중이며, 데이터 신뢰도를 높이기 위해 160mg 용량에서의 백필(backfill) 등록을 병행하고 있다. 고용량 데이터를 포함한 업데이트된 결과는 12월 SABCS(샌안도니오 유방암 심포지엄)에서 발표될 예정이며, 이를 통해 VRN10의 차별화된 안전성 및 효능 프로파일이 더욱 명확해질 것으로 기대된다.

그림 52. VRN10 임상 1 상 80~160mg 투약 환자 특성

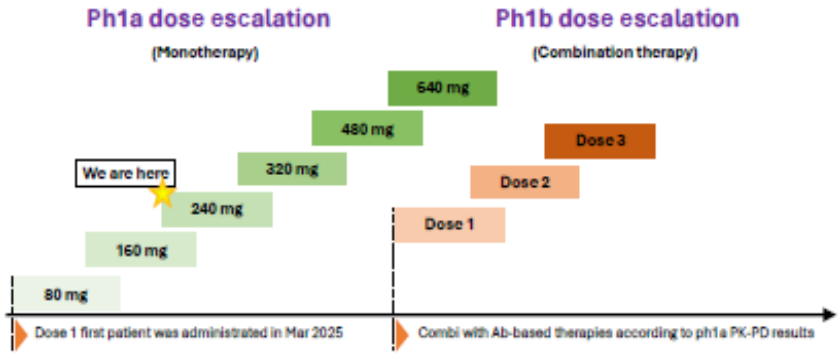
Patient	AU001-002	AU002-003	KR004-001	AU001-001	KR004-003
Dose (mg)	160	80	160	80	160
HER2 amplification	1+	2+	1+	3+	Negative
HER2 mutation	-	-	V777L	S310F	S310Y
Primary site	Salivary Gland	Gastric	Breast	Pancreas	Lung
Prior systemic Tx	0	2	7	3	3
Last prescription	-	Irinotecan Fluorouracil	T-DXd	Tucatinib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

자료: 2025 AACR Triple, 대신증권 Research Center

그림 53. VRN10 임상 1 상 80~160mg 투약 환자 종양 감소 추이

자료: 2025 AACR Triple, 대신증권 Research Center

그림 54. VRN10 임상 1 상 디자인



자료: 2025 AACR Triple, 대신증권 Research Center

그림 55. Zongertinib 임상 1 상 180mg 투약 환자에서 3 등급 이상 간독성 발생

Zongertinib Dose and Schedule	Patients, No.	Patients With DLTs, No.	DLTs During MTD Evaluation Period (cycle 1)	DLTs After the MTD Evaluation Period
15 mg twice daily	3	–	–	–
30 mg twice daily	3	–	–	–
60 mg twice daily	4	1	–	Grade 2 edema
100 mg twice daily	4	–	–	–
150 mg twice daily	3	1	–	Grade 2 diarrhea
60 mg once daily	5	–	–	–
120 mg once daily	4	–	–	–
180 mg once daily	25	1	–	Grade 3 elevated ALT; grade 2 elevated AST; grade 2 elevated bilirubin
240 mg once daily	18	2	Grade 3 diarrhea	Grade 4 thrombocytopenia
300 mg once daily	25	1		Grade 2 ejection fraction decreased
360 mg once daily	11	2	Grade 3 decreased platelet count	Grade 3 elevated ALT; grade 3 elevated AST; grade 2 acute interstitial pneumonitis

자료: G. A. Amos Burke et al., J Clin Oncol 39, 3716–3724(2021)., 대신증권 Research Center

그림 56. VRN10 임상 1a 상 안전성 프로파일 (간 수치 상승 신호 아직 없음)

Event (%)	VRN101099				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	-

자료: 2025 AACR Triple, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	0	0	3	3	3
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	0	3	3	3
판매비와관리비	31	36	49	50	50
영업이익	-31	-36	-46	-46	-47
영업이익률	NA	NA	NA	NA	NA
EBITDA	-29	-34	-44	-45	-45
영업외손익	-5	4	2	2	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	5	5	3	3	3
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-5	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-4	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	-36	-33	-44	-44	-45
법인세비용	-1	0	0	0	0
계속사업순손익	-37	-33	-44	-44	-45
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-37	-33	-44	-44	-45
당기순이익률	NA	NA	NA	NA	NA
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-37	-33	-44	-44	-45
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-35	-32	-43	-44	-44
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-35	-32	-43	-44	-44

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	61	56	66	48	24
현금및현금성자산	13	10	20	1	-25
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	48	46	46	47	48
비유동자산	33	17	17	16	16
유형자산	5	5	5	5	4
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	28	12	12	12	12
자산총계	95	74	83	65	40
유동부채	12	7	9	15	25
매입채무 및 기타채무	1	3	2	2	2
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	12	4	7	13	23
비유동부채	1	0	51	71	81
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	50	70	80
기타비유동부채	1	0	1	1	1
부채총계	13	7	60	86	106
지배지분	81	66	23	-21	-65
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	222	242	242	242	242
이익잉여금	-157	-190	-233	-277	-322
기타자본변동	8	5	5	5	5
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	81	66	23	-21	-65
순차입금	-48	-54	-14	26	61

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,307	-1,818	-2,374	-2,397	-2,421
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	5,093	3,703	1,246	-1,145	-3,559
PBR	10.6	21.6	191.9	-208.7	-67.1
EBITDAPS	-1,793	-1,916	-2,399	-2,434	-2,467
EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA	NA
SPS	0	0	182	182	182
PSR	0.0	0.0	1,311.7	1,312.1	1,312.1
CFPS	-1,806	-1,824	-2,335	-2,368	-2,398
DPS	0	0	0	0	0

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	0	0	0	0	0
영업이익 증가율	적지	적지	적지	적지	적지
순이익 증가율	적지	적지	적지	적지	적지
수익성					
ROIC	-343.0	-674.6	-2,225.8	2,261.6	530.5
ROA	-39.5	-43.2	-58.5	-62.8	-89.3
ROE	-63.8	-44.1	-97.8	-4,788.4	102.9
안정성					
부채비율	16.4	10.9	261.4	-406.3	-161.4
순차입금비율	-59.1	-81.5	-59.6	-121.6	-93.6
이자보상배율	-16.4	-62.6	-1,116.4	-1,128.4	-1,140.5

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-29	-29	-41	-42	-42
당기순이익	0	0	-44	-44	-45
비현금항목의 가감	8	0	1	1	0
감가상각비	3	2	2	1	1
외환손익	0	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	-2	0	0	0
자산부채의 증감	-1	1	1	1	1
기타현금흐름	-35	-30	1	1	1
투자활동 현금흐름	-32	22	-2	-1	-1
투자자산	-31	24	0	0	0
유형자산	-1	-1	-1	-1	-1
기타	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	63	4	-16	-16	-16
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	87	20	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-24	-16	-16	-16	-16
현금의 증감	2	-3	9	-19	-25
기초 현금	11	13	10	20	1
기말 현금	13	10	20	1	-25
NOPLAT	-32	-36	-46	-46	-47
FCF	-30	-36	-45	-46	-46

자료: 보로노이, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

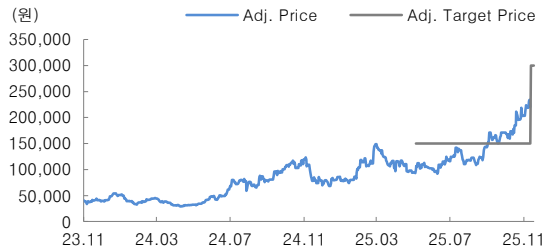
본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 이희영은 보로노이의 기업설명회에 해당 회사 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

보로노이(310210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.11.20	25.11.13	25.05.13
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	300,000	150,000	150,000
괴리율(평균,%)		50.83	(8.37)
괴리율(최대/최소,%)		45.67	49.00
제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
괴리율(평균,%)			
괴리율(최대/최소,%)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251117)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	90.2%	9.8%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상