

보로노이 (310210)

VRN07, VRN11은 문제 없이 진행중

Post-Ami 효과가 필요한 exon20 2차 치료

Amivantamb과 화학요법 병용이 PAPILLION 임상을 근거로 1차 치료제로 승인. Amivantamb 병용군은 화학요법만 투약한 환자 대비 PFS 위험도를 60% 감소. NCCN에서도 1차 치료로 권고하면서 exon20 변이 환자들에서 SoC가 될 것으로 전망.

1차 치료로 amivantamb과 화학요법을 사용하게 되면서 2차 이상 치료제에 대한 미충족 수요는 높아질 것으로 예상. ORIC-114는 화학요법 및 amivantamb 투약 환자에서 효과를 보이면서 2차 치료제 시장 내 경쟁력을 확인.

ORIC-114, Naïve 환자 코호트 추가하며 1차 치료제도 겨냥

진행중인 1b 확장 임상에서 치료 경험이 없는 exon20 naïve 환자군을 포함. 이미 amivantamb 병용 요법이 승인되었고, TKI로는 furmonertinib, zipalentinib 등이 임상을 진행하고 있음에도 naïve 환자군 추가는 뇌전이 환자 대상 효과 확인에 기인하고 있다고 판단. Naïve 환자 대부분은 뇌전이 환자거나 백금 요법 부적합 환자가 중심이 될 것으로 예상되며, 향후 1차 치료제로 허가시 미충족 수요가 높은 환자군으로 판단.

투자 의견 Buy, 목표 주가 80,000으로 조정

매수 의견을 유지하며, 목표 주가는 파이프라인 가치 변동과 총발행주식수 변동을 반영하여 80,000원으로 조정. 목표주가에는 VRN11(EGFR C797S), VRN07(ORIC-114)의 가치만을 반영했으며, 기업가치는 임상 진행 상황 등을 반영해 VRN11의 출시 예상 시점을 28년으로 조정(기존 27년)과 VRN07의 1차 치료제 시장 확대를 반영해 소폭 조정

Pyramid, METiS로부터 L/O 파이프라인들을 반환, 추가적인 기술 이전의 부재 등으로 23년 9월 이후 주가는 하락했으나, 주요 파이프라인 개발은 예정대로 진행 중. 2H24 VRN11의 중간 결과, 1H25 VRN07 1b 결과 공개가 예상. VRN07의 중화권 권리 이전 가능성은 높은 것으로 판단하며, VRN07을 비롯한 추가적인 기술 이전시 주가 반등 예상.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **80,000원 (D)**

현재주가 (5/10) **32,450원**

상승여력 **147%**

시가총액	5,770억원
총발행주식수	17,780,225주
60일 평균 거래대금	43억원
60일 평균 거래량	114,542주
52주 고/저	74,434원 / 29,300원
외인지분율	1.90%
배당수익률	0.00%
주요주주	김현태 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.3	(11.8)	(26.8)
상대	3.8	(15.7)	(29.7)
절대 (달러환산)	3.3	(14.4)	(29.1)

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	10	0	0	12
영업이익	-18	-31	-32	-22
지배순이익	-20	-37	-38	-31
PER	-19.3	-17.3	-14.9	-18.5
PBR	11.4	8.3	12.6	37.0
EV/EBITDA	-26.0	-20.1	-18.3	-28.2
ROE	-96.7	-63.8	-61.1	-104.2

자료: 유안타증권

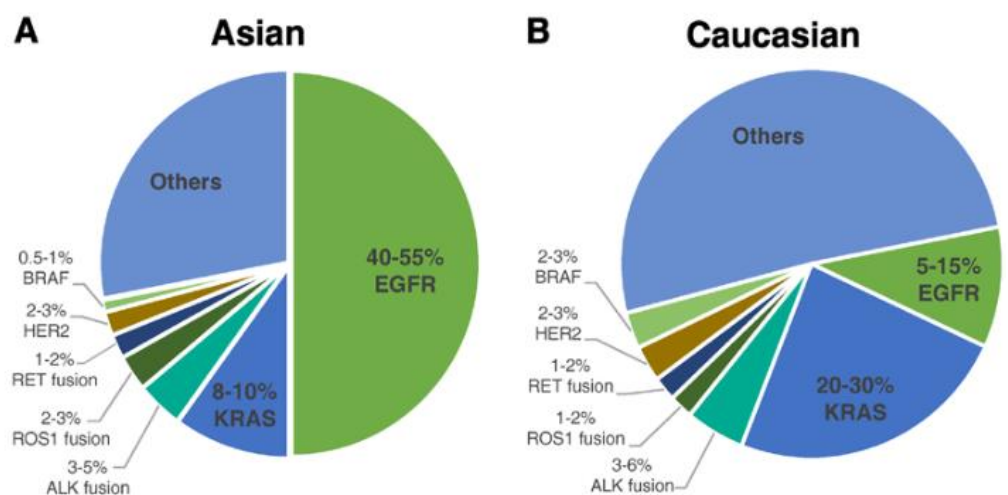
Exon20 1차 치료제가 된 amivantamab

EGFR exon20 삽입, 발생 빈도로는 3위

EGFR(Epidermal Growth Factor Receptor)는 NSCLC 환자들의 주요 돌연변이 중 하나로 국내에서는 렉라자(Lexla, lasertinib)의 표적 돌연변이로 잘 알려져 있다. EGFR 돌연변이 발생률은 인종에 따라 편차가 크며 15~40% 정도로 알려져 있다. EGFR 돌연변이는 백인보다 아시아인에서 발생률이 월등히 높으며, 대부분의 EGFR 변이는 Del19나 L858R로 전체 변이의 8~90%가 여기에 속한다.

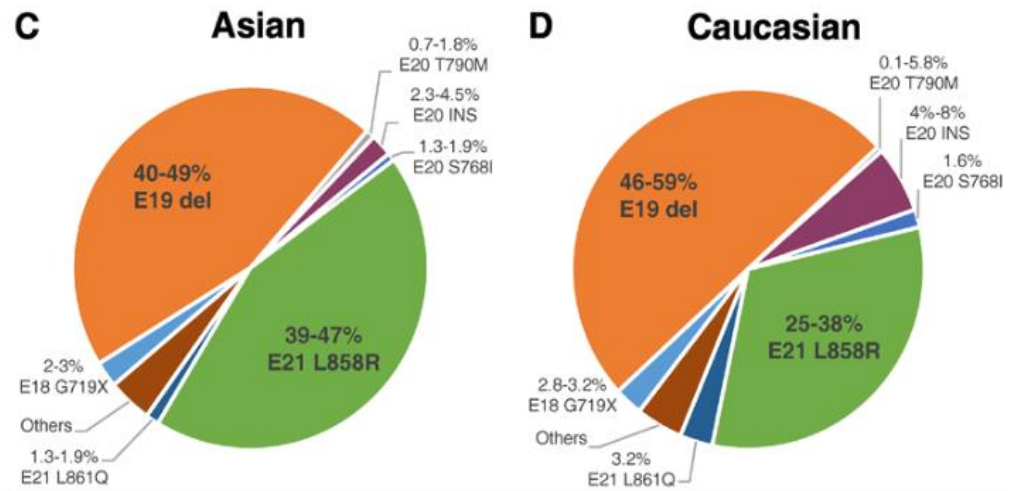
EGFR 변이의 10~20%는 두 주요 변이를 제외한 다양한 변이들이 구성하고 있으며, exon20 삽입 변이가 주요 변이를 제외하면 가장 많은 비중을 차지하고 있다. 특히 백인의 EGFR 변이 중 exon20의 빈도가 아시아인에 비해 높은 편이다. Del19, L858R과 같은 주요 변이의 경우 EGFR TKI 투약이 표준 치료법으로 사용되고 있으며, 현재 3세대 약물인 타그리스, 렉라자 등이 사용되고 있다. 반면 exon20 변이에서는 21년 리브리반트(Rybrevant, amivantamab)와 엑스키비티(Exkivity, mobocertinib)가 2차 치료제로 가속 승인을 받았으며, 24년초 리브리반트 병용 요법이 1차 치료제로 첫 승인을 받았다.

NSCLC 변이 비교(아시아 vs 백인)



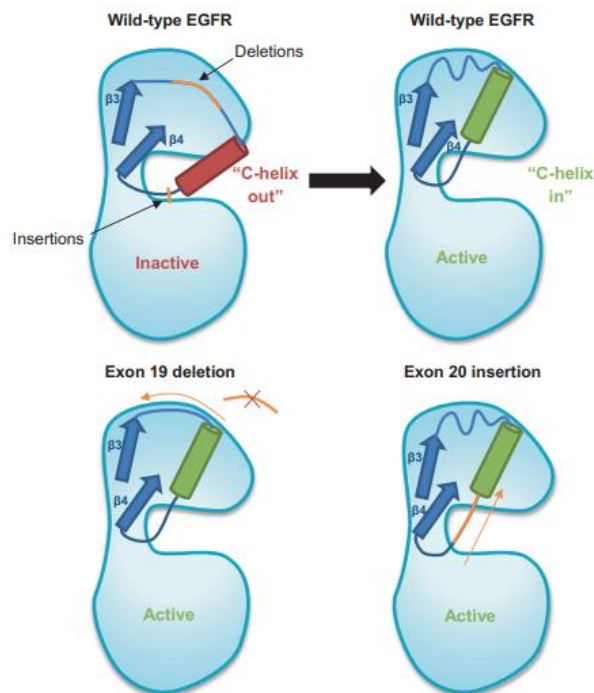
자료: Genecast, 유안타증권 리서치센터

EGFR 세부 변이 비교(아시아 vs 백인)



자료: Genecast, 유안타증권 리서치센터

EGFR tyrosine kinase 변이시 구조 변화



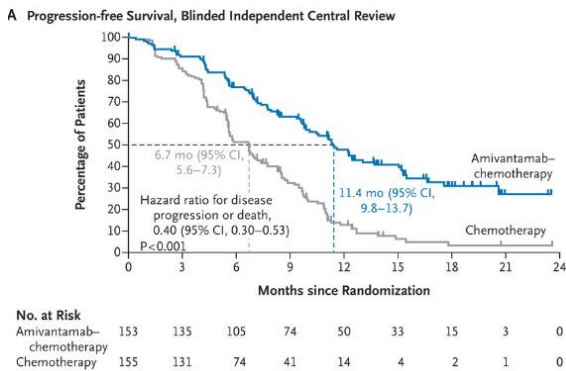
자료: Nature, 유안타증권 리서치센터

첫 exon20 1차 표적 치료제가 된 amivantamab

Amivantamab은 1차 치료 환자 대상 임상인 PAPILLION에서 기존 표준 요법인 화학요법(Carboplatin/Pemetrexed)에 amivantamab을 추가한 환자들은 화학요법만 투약 받은 환자들에 비해 PFS 위험을 60% 낮췄다. 또한 하위 분석에서도 인종, 성별, 뇌전이 유무 등에서 모두 질병 위험도 개선에 성공했다. mPFS와 ORR은 각각 11.4개월(vs 6.7개월)과 73%(vs 47%)였으며, 14.9개월의 중앙 추적 기간 동안 amivantamab 투약군은 OS 중앙값에 도달하지 못한 반면, 화학요법만 투약 받은 환자들의 mOS는 24.4개월이었다. PAPILLION 임상을 근거로 amivantamab 병용 요법은 24년초 FDA 허가를 받았으며, EMA도 승인을 권고하면서 주요 지역에서 적응증을 확대해나갈 전망이다.

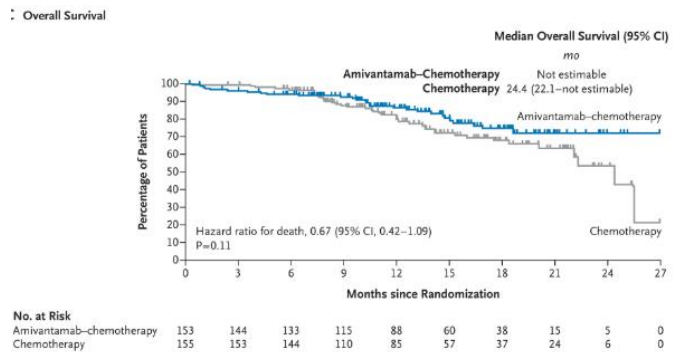
NCCN은 amivantamab 병용 요법을 EGFR exon20 1차 치료에서 선호 요법으로 권고했으며 비슷한 시기에 가속승인을 받았던 엑스키비타가 시장 철수를 결정하면서 1차 표준 치료가 될 것으로 예상된다.

PAPILLION 임상 PFS



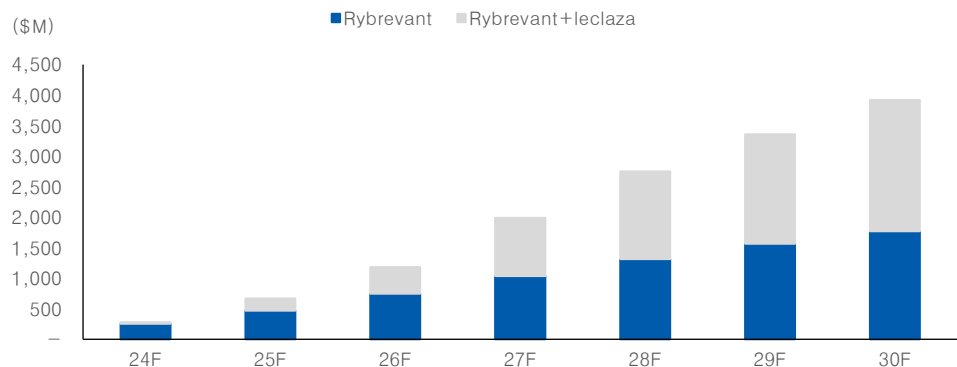
자료: 유안타증권 리서치센터

PAPILLION 임상 OS



자료: 유안타증권 리서치센터

리브리반트 매출 전망



자료: Globaldata, 유안타증권 리서치센터

Exon20 2nd line: Post-Ami 효과 확인한 ORIC-114 기대

Amivantamab 병용 요법이 EGFR exon20 변이 환자의 1차 치료제로 승인되면서 exon20 표적 치료제 개발에서도 변화가 예상된다. 기존 2차 치료제로 사용되던 amivantamab이 1차 치료제로 사용되면서 2차 이상 치료에서 표적 치료제가 부재할 것으로 보인다. 현재 다수의 exon20 표적 EGFR TKI 들이 화학요법 후 2차 치료제로 임상을 진행하고 있으나, amivantmab이 1차 치료로 같이 쓰이면서 화학요법 외에도 amivantamab 투약 환자에서의 효과도 중요해질 것으로 판단한다.

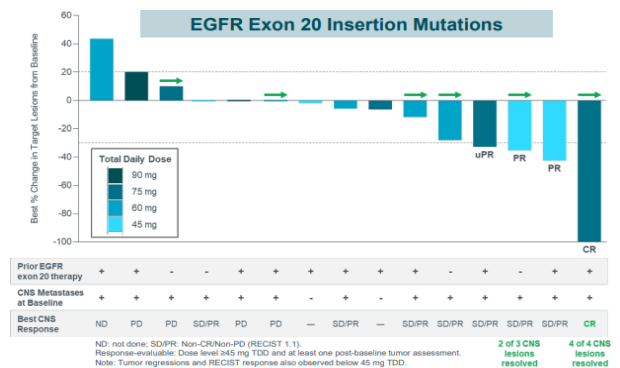
ESMO에서 공개된 ORIC-114의 1b 중간 결과에서 EGFR exon20 변이 환자는 모두 화학요법을 받았으며 81%의 환자가 EGFR exon20에 대한 표적 치료 경험도 있는 환자였다. 71%는 amivantamab을 투약한 환자였으며, 이들 환자에서 종양 감소 효과를 확인했다. ORIC-114는 현재 진행 중인 1b 확장 임상을 1H25에 종료, 2상을 개시할 예정이다. 2상에서는 amivantamab 병용 환자들을 대상으로 2차 치료제로서 약물을 평가할 것으로 예상된다.

ORIC-114 1b 환자 프로파일

	EGFR Ex20 (n=21)	HER2 Ex20 (n=24)	HER2+ (n=5)	Total (N=50)
Age, years, median (range)	63 (31,80)	63 (25,86)	66 (48,68)	63 (25,86)
Females, n (%)	10 (48)	11 (46)	3 (60)	24 (48)
ECOG performance score, n (%)				
0	1 (5)	10 (42)	3 (60)	14 (28)
1	20 (95)	14 (58)	2 (40)	36 (72)
Non-smoker, n (%)	12 (57)	16 (68)	3 (60)	31 (62)
Prior lines of therapies, median (min, max)	2 (1,6)	2 (0,7)	4 (1,7)	2 (0,7)
Prior therapies, n (%)				
Chemotherapy	21 (100)	23 (96)	5 (100)	49 (98)
EGFR targeted agents	18 (86)	1 (4)	—	19 (38)
EGFR exon 20 targeted agents	17 (81)	—	—	17 (34)
Amivantamab	15 (71)	—	—	15 (30)
Mobocertinib	4 (19)	—	—	4 (8)
Other (CLN-081, BLU-451)	2 (10)	—	—	2 (4)
HER2 targeted agents	—	7 (30)	3 (60)	10 (20)
CNS metastases at baseline, n (%)	18 (86)	9 (38)	1 (20)	28 (56)

자료: ESMO2023, 유안타증권 리서치센터

EGFR exon20 환자군 반응



자료: ESMO2023, 유안타증권 리서치센터

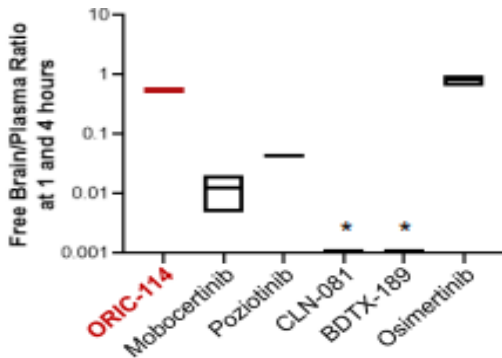
뇌전이에서 효과, 개발 경쟁력

ORIC-114, 경쟁력은 BBB 투과도

ORIC-114의 임상을 진행 중인 오릭은 파이프라인 경쟁력으로 우수한 뇌혈관장벽(Brain Blood Barrier, BBB) 투과도로 언급하고 있다. ORIC-114는 동물 시험에서 혈중 농도 대비 뇌 내 약물 농도가 7~80% 수준을 보였다. 또한 타그리소, 엑스키비티(TAK-788)에 비해 우수한 두개 내 종양 억제 효과를 나타냈다.

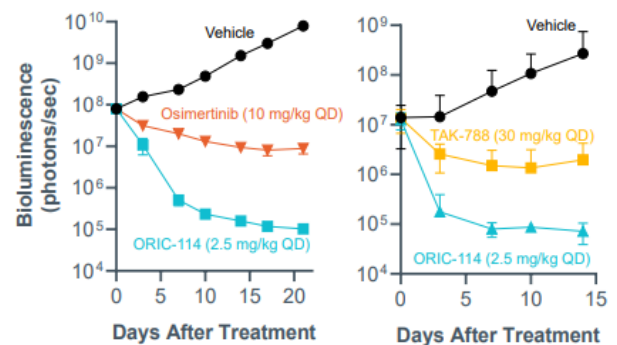
ESMO에서 공개한 임상에서도 전체 투약 환자의 56%가 뇌전이가 존재하는 환자였으며, EGFR exon20ins 환자군에서는 86%가 뇌전이 환자였다. 중간 결과에서 완전 관해 사례로 공개된 환자의 경우도 뇌전이를 가지고 있던 환자였으며, 감마나이프 등의 방사선 치료를 받지 않았음에도 뇌 내 4개 병변이 모두 사라지면서 완전관해 효과를 보였다. NSCLC는 대표적으로 뇌전이 발생 빈도가 높은 것으로 알려져 있는 대표적인 암종이다. 따라서 뇌전이 환자에서 효과적인 약물일 수록 PFS, OS 개선 가능성이 높으며, NSCLC 치료제인 타그리소와 알레센자(Alecensa, alectinib)의 임상 결과에서 확인할 수 있었다. 두 약물은 모두 기존 표적 치료제와의 Head to Head 임상을 통해 우수성을 입증하면서 변이 시장 내 압도적인 매출 점유율을 보여주고 있다.

EGFR TKI 뇌/혈장 농도 비율



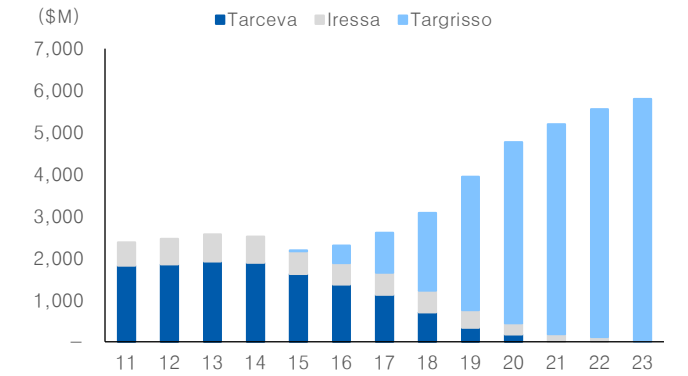
자료: Oric pharmaceuticals, 유안타증권 리서치센터

두개 내 종양 억제 비교(동물 모델)



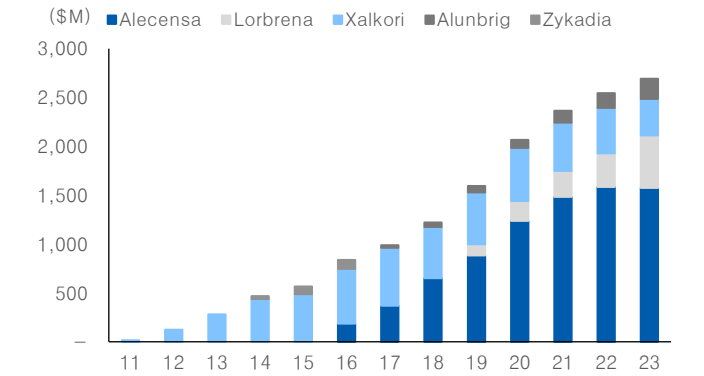
자료: Oric pharmaceuticals, 유안타증권 리서치센터

EGFR 억제제 매출 추이



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

ALK 억제제 매출 추이



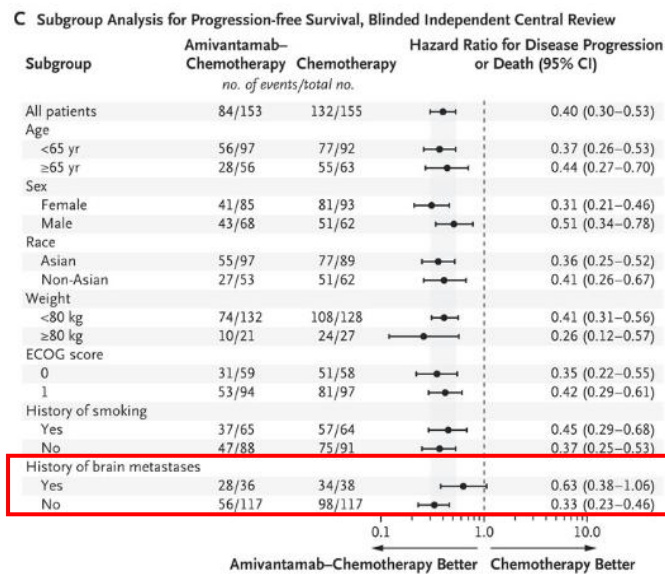
자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

뇌전이 환자 대상 효과, 늦은 임상 시작 만회할 요소

Exon20 표적 치료제 경쟁에서 ORIC-114는 상대적으로 개발 단계가 늦은 편이나 뇌전이 환자에서 효과를 확인하면서 임상 1상 확장 코호트에 naïve 환자를 포함함으로써 1차 치료제 개발을 가속화할 수 있을 것으로 보인다. 특히 amivantamab 병용이 1차 치료제로 승인되어 환자 모집이 어려움에도 1차 치료 환자 코호트를 개시하는 것은 amivantamab이 항체 의약품으로 뇌전이 환자에서 효과가 떨어지기 때문으로 판단한다. PAPILLION의 하위 분석에서도 뇌전이가 없는 환자군에서 PFS 위험도 감소는 67%였던 반면 뇌전이 환자에서는 37%에 그치면서 큰 차이를 보였다. 확장 임상의 1차 단독 naïve 환자 코호트 모집 환자 대부분은 뇌전이 환자나 백금요법에 부적합한 환자들일 것으로 예상되며, amivantamab 병용이 침투하기 어려운 환자군에서 효과를 확인할 수 있을 것으로 기대한다.

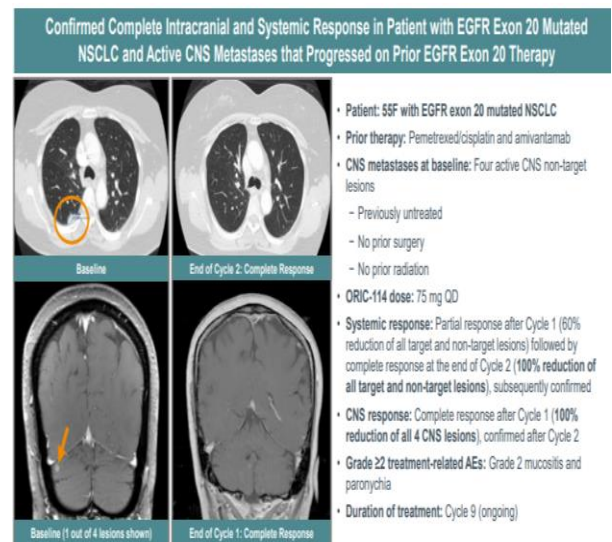
또한 1차 치료제에서 amivantamab 병용에 ORIC-114를 추가하는 조합도 가능할 것으로 예상된다. 이미 항체/화학요법과 TKI 병용으로는 투키사(Tukysa, tucatinib)이 사용되고 있으며, amivantamab은 lazertinib와 병용 요법인 MARIPOSA를 근거로 FDA의 1차 치료제 허가 중에 있다. 다만 amivantamab, lazertinib에 화학요법까지 추가한 MARIPOSA-2에서는 효능 대비 높은 부작용으로 amivantamab과 화학요법 병용으로 허가를 신청했다. EGFR exon20 1차 치료 승인 요법이 화학요법 병용이라는 점에서 EGFR TKI의 뇌전이 효과와 함께 안전성이 중요한 요소로 판단한다. ORIC-114는 3등급 부작용 발생율은 19%였으며 4등급 이상 부작용은 발견되지 않으면서 우수한 안전성을 확인했다.

PAPILLION 임상 하위 분석



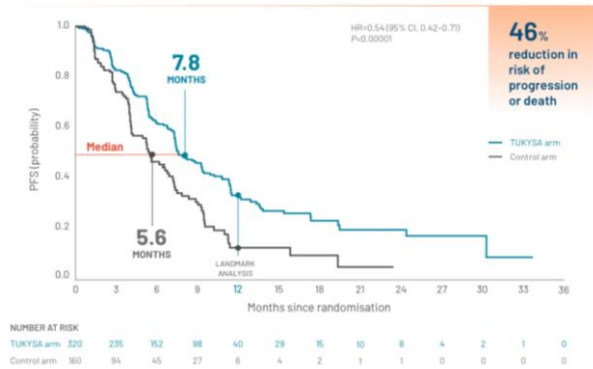
자료: NEJM, 유안타증권 리서치센터

ORIC-114 1b 임상 뇌전이 환자 완전 관해 사례



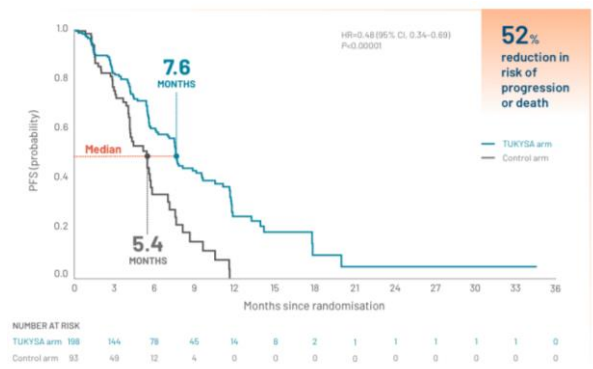
자료: ESMO2023, 유안타증권 리서치센터

HER2CLIMB 임상 PFS 결과(전체 환자)



자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

HER2CLIMB 임상 PFS 결과(뇌전이 환자)



자료: Pfizer, 유안타증권 리서치센터

ORIC-114 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)

*Rash includes the following terms: acne, dermatitis, dermatitis acneiform, eczema, hand dermatitis, and rash.

자료: ESMO2023, 유안타증권 리서치센터

남아있는 중국 권리, 가치 올려주는 임상 데이터

20년 ORIC-114를 총액 6.21억 달러, 계약금 1,300만 달러에 비임상 단계에서 글로벌 개발 및 판매에 대한 권리를 오릭에 기술 이전했으나 중국, 대만 등 중화권 지역에 대한 권리는 판매 지역에 포함되지 않았다. 동사는 중화권 지역에 대한 권리를 보유하고 있으나 현재 VRN11, VRN10 등의 파이프라인 개발에 집중하고 있고 국내 권리는 이미 오릭에 판매를 하였다는 점 등을 고려할 때 중화권 권리를 추가적으로 기술 이전할 것으로 예상된다. 중국은 EGFR 돌연변이 발생율이 가장 높은 지역으로 주요 EGFR 항암제 시장으로 대표적인 EGFR TKI인 타그리소의 1Q24 매출액의 31%가 중국을 포함한 emerging market(EM)에서 발생하고 있다. 반면 AZ의 면역관문억제제인 임핀지(Imfinzi, durvalumab)의 EM 매출 비중은 12%에 불과했다.

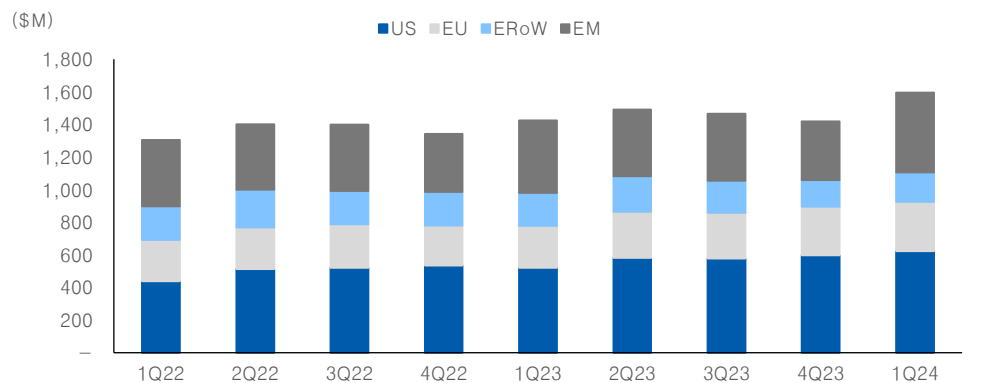
중화권 권리 이전시 총 계약 규모는 오릭 이전 당시와 비슷할 것으로 예상되며, 계약금은 더욱 클 것으로 예상된다. 기술 이전 시 초기 임상 데이터를 통해 협상이 진행될 것으로 예상되며, amivantamab 투약 환자 대상 효과와 우수한 뇌전이 환자 대상 효과는 이전 가치 향상으로 이어질 것으로 기대한다.

ORIC-114 기술 이전 계약 내용

1. 계약 상대방	ORIC Pharmaceuticals, Inc.
2. 계약 내용	EGFR/HER2 exon20 삽입 변이 비소세포암 및 고형암 치료제 후보물질 기술이전 및 연구용역
3. 대상 지역	전세계(중화권 제외)
4. 계약 기간	계약일로부터 로열티 기간 종료일까지
5. 총 계약 금액	최대 6억 2,100만 달러(Upfront 포함) Upfront fee 1,300만 달러(현금 500만 달러, 주식 800만 달러) Development milestone 1억 5,800만 달러 Sales milestone 4억 5,000만 달러

자료: DART, 유안타증권 리서치센터

타그리소 분기별 매출 추이



EM: Emerging market, 중국, 인도 등, ERoW: Established Rest of World, 일본 등

자료: AstraZeneca, 유안타증권 리서치센터

VRN07 중국 매출 추정

(단위: 천명, 백만달러)

	적용비율	24F	25F		29F	30F	31F	32F	33F	34F
폐암		880	884		902	906	911	916	920	925
비소세포폐암	85%	748	751		767	770	774	778	782	786
비편평 NSCLC	70%	523	526		537	539	542	545	547	550
진단시 병기										
Localized	25%	130	131		134	134	135	136	136	137
Regional	18%	95	96		98	98	99	99	100	100
Distant	33%	175	176		179	180	181	182	183	184
Unknown	24%	124	124		127	127	128	129	129	130
항암 치료 환자		226	227	...	231	232	234	235	236	237
전이성		175	176		179	180	181	182	183	184
재발		51	51		52	52	52	53	53	53
EGFR 변이	45.0%	101	102		104	105	105	106	106	107
Exon20 ins	4%	4	4		4	4	4	4	4	4
1L M/S		0%	0%		5%	12%	16%	18%	20%	20%
2L M/S		0%	0%		10%	25%	32%	38%	42%	45%
HER2 변이	3%	7	7		7	7	7	7	7	7
2L M/S		0%	0%		10%	25%	32%	38%	42%	45%
매출액		0	0		65	159	204	240	265	281

자료: 유안타증권 리서치센터

Valuation

동사에 대한 매수 의견을 유지하며, 동사 주가는 VRN11의 출시 예상 시점 변경(27년→28년)으로 변경 및 VRN07의 1차 치료제 매출 부분을 추가적으로 반영한 80,000원으로 제시한다. Pyramid, METiS로부터 기술 이전 파이프라인을 반환과 추가적인 기술 이전이 부재하면서 주가는 지난해 9월이후 약세를 보이고 있으나, 동사의 주요 파이프라인인 VRN11, VRN07의 임상은 예정대로 진행되고 있어 기업 가치에 미치는 영향은 제한적이라고 판단한다.

VRN07은 1H25에 1b 확장 임상 종료 예정으로, 1차 치료 시장 내에서의 경쟁력을 확인할 수 있을 것으로 예상한다. VRN07은 1b 종료 후 바로 2상을 개시할 계획이며, 구체적인 개발 적응증을 확인할 수 있을 것으로 판단한다. VRN11은 임상 단계에 진입했으며, 연내 대만, 미국으로 임상 지역을 확대할 계획이며, 2H24에 일부 환자의 투약 데이터 공개가 예상된다. 또한 VRN07의 임상 결과를 기반으로 중화권 권리 이전에도 속도를 낼 것으로 판단하며, 그 외 파이프라인들의 잠재적인 기술 이전 가능성도 높은 것으로 예상한다. 동사 주가 하락이 기술 반환 등의 영향이 컸다는 점에서 추가적인 기술 이전시 시장 신뢰를 회복할 수 있을 것으로 보이며, 주가 상승이 예상된다. 특히 동사가 기술 이전 파트너가 바이오테크들로 이루어져 있어, 빅파마형 기술 이전시 이전 파이프라인 외의 파이프라인에 대한 평가도 높아질 것으로 기대한다.

보로노이 목표주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	기업가치	비고
1. 파이프라인 가치	1,395	A+B
A. VRN11	815	출시 예상 시점 28년, WACC 10%, 영구 성장률 -10% 적용
- US	300	
- ex US	515	
B. VRN07	579	출시 예상 시점 미국 27년, 중국 29년 WACC 10%, 영구 성장률 -10% 적용
- China	345	
- ex China	234	
2. 총 주식수	17,780	
3. 주당 가치	78,450	1/2
4. 목표주가	80,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

보로노이 (310210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	10	0	0	12	0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	10	0	0	12	0
판매비	28	31	32	34	22
영업이익	-18	-31	-32	-22	-22
EBITDA	-15	-29	-31	-21	-21
영업외손익	-2	-5	-6	-9	-12
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-2	-1	-1	-4	-8
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-4	-4	-4
법인세비용차감전순이익	-19	-36	-38	-31	-34
법인세비용	0	1	0	1	1
계속사업순이익	-20	-37	-38	-31	-34
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-20	-37	-38	-31	-34
지배지분순이익	-20	-37	-38	-31	-34
포괄순이익	-23	-35	-37	-29	-32
지배지분포괄이익	-23	-35	-37	-29	-32

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-16	-29	-34	-27	-31
당기순이익	-20	-37	-38	-31	-34
감가상각비	3	3	2	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 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	7
투자자산	-38	-31	0	0	2
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-1	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	3	2	5
재무활동 현금흐름	47	70	28	28	37
단기차입금	-2	-1	0	0	-1
사채 및 장기차입금	2	-14	30	30	40
자본	50	87	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-2	-2	-2	-2	-2
연결범위변동 등 기타	0	0	-6	1	1
현금의 증감	-7	9	-9	4	15
기초 현금	18	11	20	11	14
기말 현금	11	20	11	14	29
NOPLAT	-18	-32	-33	-22	-22
FCF	-17	-30	-34	-27	-31

자료: 유안타증권

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

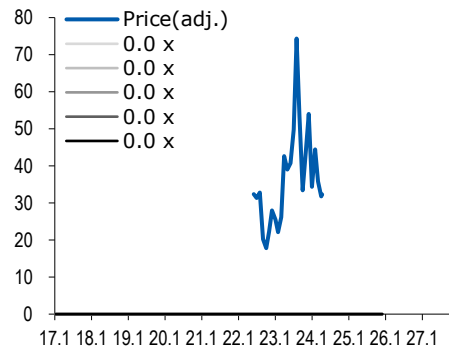
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	49	61	56	58	67
현금및현금성자산	11	13	11	14	29
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	15	33	32	31	28
유형자산	6	5	4	3	2
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	3	26	26	26	23
자산총계	64	95	88	89	94
유동부채	14	12	12	12	11
매입채무 및 기타채무	2	1	1	1	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	16	1	31	61	100
장기차입금	0	0	30	60	100
사채	15	0	0	0	0
부채총계	30	13	43	73	112
지배지분	34	81	45	15	-17
자본금	6	9	9	9	9
자본잉여금	137	222	222	222	222
이익잉여금	-120	-157	-195	-227	-261
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	34	81	45	15	-17
순차입금	-21	-48	-13	16	45
총차입금	27	12	42	72	112

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-1,363	-2,315	-2,173	-1,754	-1,920
BPS	2,306	4,811	2,569	877	-985
EBITDAPS	-1,016	-1,793	-1,739	-1,184	-1,191
SPS	669	0	0	675	0
DPS	0	0	0	0	0
PER	-19.3	-17.3	-14.9	-18.5	-16.9
PBR	11.4	8.3	12.6	37.0	-32.9
EV/EBITDA	-26.0	-20.1	-18.3	-28.2	-29.4
PSR	39.4	214682628	214682628	48.1	214682628
		1	1		1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	-33.9	-100.0	0.0	0.0	-100.0
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
매출총이익률 (%)	100.0	0.0	0.0	100.0	0.0
영업이익률 (%)	-182.9	0.0	0.0	-183.1	0.0
지배순이익률 (%)	-203.7	0.0	0.0	-259.9	0.0
EBITDA 마진 (%)	-151.9	0.0	0.0	-175.4	0.0
ROIC	-189.7	-387.2	-572.8	-502.5	-611.6
ROA	-38.2	-46.5	-42.1	-35.3	-37.3
ROE	-96.7	-63.8	-61.1	-104.2	3,636.4
부채비율 (%)	86.7	16.4	97.0	481.0	-651.6
순차입금/자기자본 (%)	-62.7	-59.1	-29.1	101.8	-263.1
영업이익/금융비용 (배)	-8.4	-16.4	-12.3	-4.0	-2.4

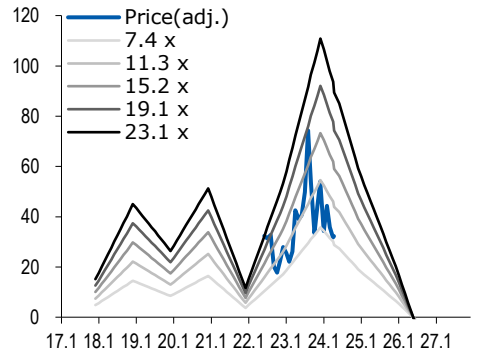
P/E band chart

(천원)



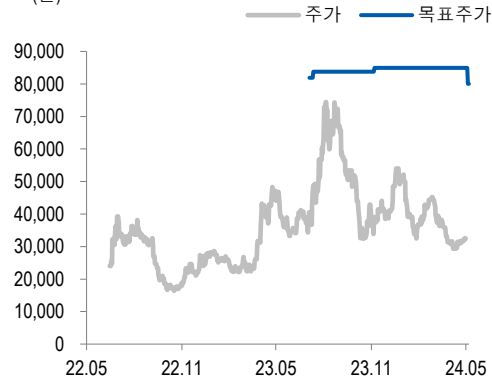
P/B band chart

(천원)



보로노이 (310210) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최 저) 주가 대 비
2024-05-13	BUY	80,000	1년		
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)	83.9
Hold(중립)	16.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-05-10

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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 투자사결정은 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.