

한올바이오파마 009420

상황이 달라졌다. 바토클리맵 가치 재평가 필요

9월 3일, 바토클리맵 Disease modifying 효능 입증 → 출시 가능성 확대

anti-FcRn 시장 경쟁 격화로 인해 빠른 출시가 시장 점유율 핵심 요인으로 부각되는 가운데, Immunovant는 (1) 바토클리맵 LDL 상승 부작용과 그에 따른 불명확한 상업화 전략, (2) 차세대 IMVT-1402는 '29년 이후 출시가 예상됨에 따라 시가총액은 '24년 1월 이후 줄곧 우하향을 그렸다. 반등의 시그널은 올해 9월 3일에 있었다. 바토클리맵 24주 투여 이후 투약을 중단하더라도 효능은 지속됨을 확인하여 LDL 상승 이슈는 투약 24주에 국한됨을 입증하였기 때문이다. 따라서 향후 적응증 경쟁 상황에 따라 바토클리맵 출시 가능성이 다시 열렸다.

12월 공개될 TED 임상 3상 데이터 = 바토클리맵 출시 핵심 요인

TED로 출시될 경우 바토클리맵은 first-in-class로서 최대 \$3.7bn의 매출을 달성할 수 있을 것으로 전망한다. 이뮤노반트도 TED 결과 확인 후 바토클리맵 최종 개발 전략을 발표할 것으로 기대한다. 따라서 12월에 발표될 TED 임상 3상 데이터는 바토클리맵 출시 여부를 결정지을 핵심 데이터가 될 것으로 판단한다.

이때까지 TED에서 임상적 개선을 보인 IGF-1R 등은 orbital fibroblast를 직접 타겟한다는 점에서 anti-FcRn의 antibody 저해와 결을 달리한다. 단, 바토클리맵은 P2b에서 12주차 Proptosis responder 약 30% 달성하여 임상적 효능을 입증하였으며 GD 2상에서도 안와증상 개선 효능을 확인하였다. 추가로 사노피는 자사 IIT에서 BTK inh로 TED 임상을 성공하였다. BTK inh도 자가항체를 차단한다는 점에서 '항체 억제에 안와세포 섬유화가 진행된 환자에서도 회복에 기여'함을 입증하며 이는 FcRn의 기전적 타당성을 뒷받침한다. 당사는 높은 TSHR 항체 억제 효능을 확인한 바토클리맵의 TED 임상 성공 가능성을 높게 기대한다.

목표주가 50,000원으로 상향, TED P3 결과에 따라 기업가치 변화 전망

목표주가를 5만원으로 상향한다. 이는 GD 2상, TED 2b상, 사노피 IIT에 따라 TED 3상 성공률을 상향 조정함에 따른다. 최근 M&A 관련 뉴스로 주가가 단기 급등하였으나 이러한 인수 논의 역시 바토클리맵 출시에 따른 가치 상승 기대에 기인한다. 12월 TED 3상 결과로 동사 기업가치가 대폭 변화할 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	110	135	139	158	159
영업이익	2	2	0	8	31
영업이익률(%)	1.4	1.6	0.1	4.9	19.6
세전이익	2	3	0	8	32
지배주주지분순이익	0	4	-2	8	32
EPS(원)	5	69	-38	155	628
증감률(%)	-97.1	1,295.2	적전	흑전	304.6
ROE(%)	0.2	2.0	-1.1	4.8	17.4
PER(배)	3,624.5	646.5	-1,083.2	253.4	62.6
PBR(배)	5.5	12.4	13.4	12.2	10.2
EV/EBITDA(배)	198.4	418.0	553.9	170.8	56.6

자료: 한올바이오파마, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김민정 제약·바이오
02-709-2656
kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2025.11.04

매수(유지)

목표주가(상향)	50,000원
현재주가(11/03)	39,350원
상승여력	27.1%

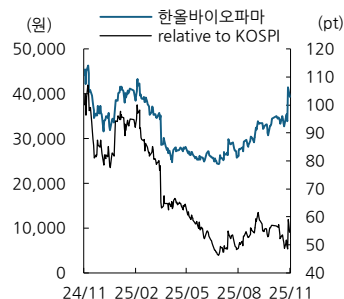
Stock Data

KOSPI	4,221.9pt
시가총액(보통주)	2,056십억원
발행주식수	52,241천주
액면가	500원
자본금	26십억원
60일 평균거래량	428천주
60일 평균거래대금	14,599백만원
외국인 지분율	5.1%
52주 최고가	46,900원
52주 최저가	24,000원
주요주주	
대웅제약(외 4인)	31.2%
국민연금공단(외 1인)	9.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	14.1	-4.9
3M	53.1	17.8
6M	39.5	-25.4

주가차트



IMVT의 M&A 설, 왜 그 동안 잠잠하다가?

M&A 재점화: 바토클리맵의 달라진 위상

10월 30일, 이뮤노반트(IMVT) 인수설 제기

IMVT 인수설 제기
:IMVT +12.8%, 한올바이오파마 +22.3%

지난 목요일 영국의 M&A 전문 가십지 Betaville의 ‘uncooked alert(아직 검증되지 않은 초기 루머 단계)’가 유포되면서 이뮤노반트가 M&A 인수 관심 대상이 되고있다는 관측이 제기되었다. 이에 당일 주가는 IMVT +12.8%, 한올바이오파마 +22.3% 등 단기 급등하였다. 시장에서 주된 잠재적 인수자로는 최대주주 로이반트(Roivant, \$ROIV)가 거론되고 있다.

로이반트가 약 56.9% 지분 보유

로이반트는 이뮤노반트의 모회사로 올해 1월 13일 이뮤노반트 주식 1,684만 5,010주를 총 \$336.9mn(한화 약 4,700억원)에 추가 매입하여 약 56.9%의 지분을 공시(2025.04 기준)한 바 있다. 현재 로이반트가 과반 이상의 지분을 보유하고 있으므로 이뮤노반트가 인수될 경우 가능한 시나리오는 두 가지로 구분된다. (1) 모회사 로이반트가 기관과 협상하여 일부 블록딜을 체결한 뒤 공개매수를 통해 잔여 주식을 확보, 이후 이뮤노반트 상장 폐지를 추진하는 경우, (2) 제 3의 글로벌 제약사가 로이반트로부터 직접 지분(약 56.9%)을 인수하는 경우 등이다. 이뮤노반트의 anti-FcRn에 관심을 가질 수 있는 잠재적 인수 후보가 될 글로벌 제약사는 면역학 및 희귀질환 분야에 강점을 보유한 사노피, 노바티스, 일라이 릴리 등을 꼽을 수 있다.

인수설 재점화 배경 - 임박한 binary event

왜 지금 M&A설 제기?
이뮤노반트 binary event 임박

2023년 이후 한동안 잠잠하던 이뮤노반트 인수설이 다시 제기된 이유는 9월 3일 이후 급격히 높아진 이뮤노반트의 바토클리맵 파이프라인 인식 때문으로 판단한다. 현재 이뮤노반트는 12월 핵심 binary event를 앞두고 있으며 해당 이벤트를 성공할 경우 한올바이오파마 기업가치는 최대 약 2.2조 상승할 것으로 전망한다.

바토클리맵 상업화 가능성 제기, TED에서 first-in-class 출시 시 최대 \$3.7bn 매출 기대

이러한 binary event의 중심은 바토클리맵에 있다. 현재 시장은 IMVT-1402를 이뮤노반트/한올바이오파마 기업가치의 장기 핵심 가치로 간주하고 있으나, 단기적 모멘텀으로는 바토클리맵이 기업가치를 견인할 가능성이 높다. 과거 LDL 콜레스테롤 부작용 이슈가 제기되며 사실상 경쟁에서 탈락하였다고 간주된 바토클리맵은 다시금 상업화 가능성이 제기되었다. 바토클리맵이 상업화 될 경우 TED 적응증에서는 first-in-class로 출시 될 예정이다. 현재 Argenx가 약 15,000명의 환자에게 투여하여 연간 \$4.3bn의 매출이 예상되는 바, TED에서 first-in-class로 출시될 경우 임상 데이터에 따라서 최대 \$3.7bn의 매출을 달성할 수 있다.

IMVT 반등의 시작 - 바토클리맵

2024년부터 시작된 IMVT의 부진

주가 하락의 사유 - 미흡한 출시 전략

IMVT 출시전략 미흡 사유
로 주가 -56.9%
(2025.09.02 기준)

anti-FcRn 시장 경쟁 격화로 인해 빠른 출시가 시장 점유율 핵심 요인으로 부각되는 가운데, Immunovant는 (1) 바토클리맵 LDL 상승 부작용과 그에 따른 불명확한 상업화 전략, (2) 차세대 IMVT-1402는 2029년 이후 출시가 예상됨에 따라 시가총액이 '24년 1월 이후 지속적으로 하락하였다. 최근 반등이 반영되지 않은 2025년 9월 2일 기준으로는 YTD -56.9% 하락한 상태였다.

Argenx 빠른 시장 확보
주가 YTD +33.9%

반면 경쟁사 Argenx는 Vyvgart의 (1) 기 확보한 3가지 적응증 내 빠른 침투 및 (2) 2025년 4월 PFS 자가주사제형 승인에 힘입어 3분기 매출액 약 \$1.13bn(+96% YoY, +19% QoQ)를 달성하며 고 성장을 입증하였다. 이에 anti-FcRn 내 선두주자는 Argenx라는 판단 하에 주가 역시 YTD +33.9%를 달성하는 등 호조세를 보였다. Argenx는 PFS 출시로 기존 접근할 수 없었던 MG 환자군에 대하여 분기 약 1,000명의 환자를 확보하는 등 빠르게 접근을 확대하고 있다.

그림1 이뮤노반트 및 한울바이오파마 주가 추이

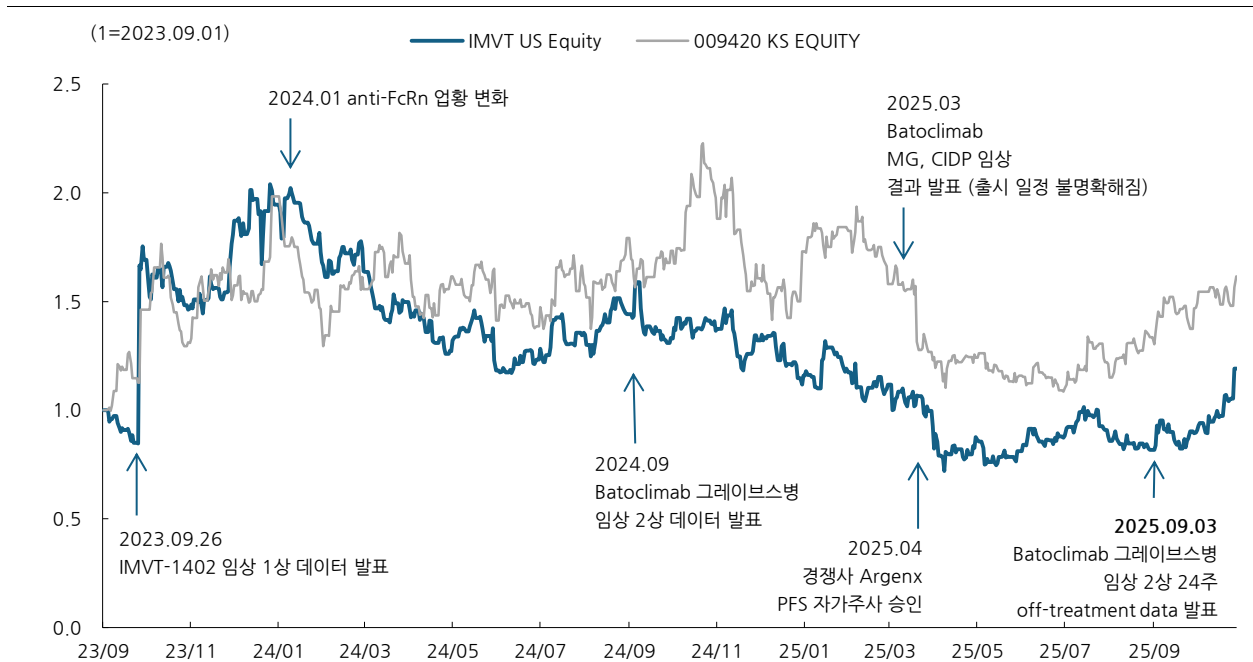
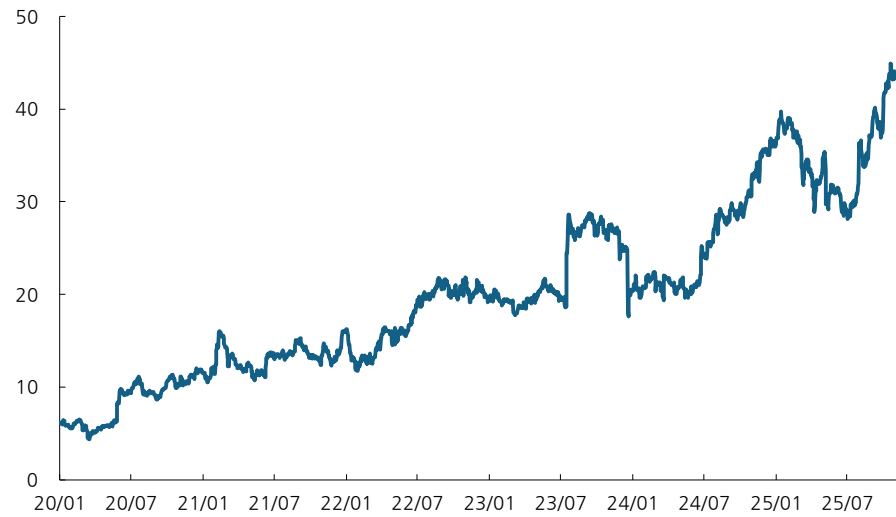


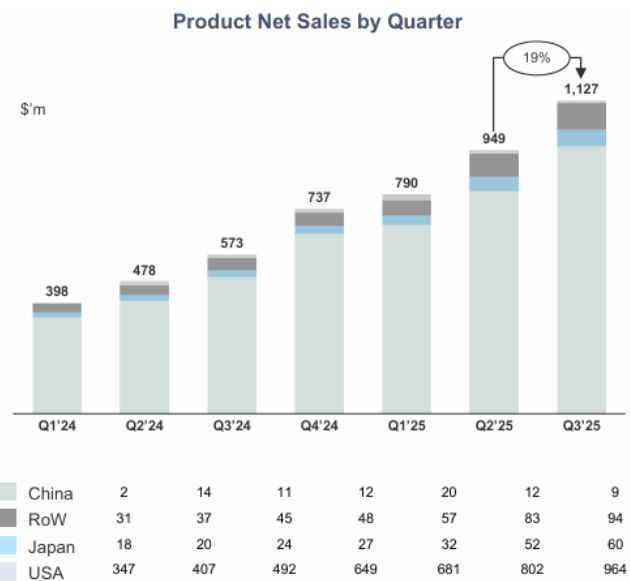
그림2 Argenx 주가 추이

(십억 달러)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림3 Argenx Product Net saels (=전부 다 Vyvgart임)



자료: Argenx, DS투자증권 리서치센터

반등의 시작, 바토클리맷의 출시 가능성 확보

바토클리맷은 투약 중단 이후에도 지속적인 효과 입증

9월 3일, 투약 중단 후 치료 효과 발표

9월 3일, Immunovant는 Batoclimab의 그레이브스병 임상 2상 추적관찰 데이터(24주 off-treatment 결과)를 공개하였다. 이번 데이터에서 24주간의 바토클리맷 투약 이후 약 6개월 간 치료를 중단한 상태에서 치료 효과가 얼마나 유지되는지를 확인하였다.

임상은 ATD(항갑상선약물)로 조절되지 않는 활동성 그레이브스병 환자 대상으로 총 48주 동안(24주 바토클리맷 투여 + 24주간 추적관찰(off-treatment)) 치료 후의 지속성을 평가하였다. 최종적으로 환자가 Responder로 분류되기 위해서는 갑상선 호르몬(T3/T4) 수치가 정상화되거나 LLN(Lower Limit of Normal) 이하로 유지되며 ATD를 증량하지 않아야 한다.

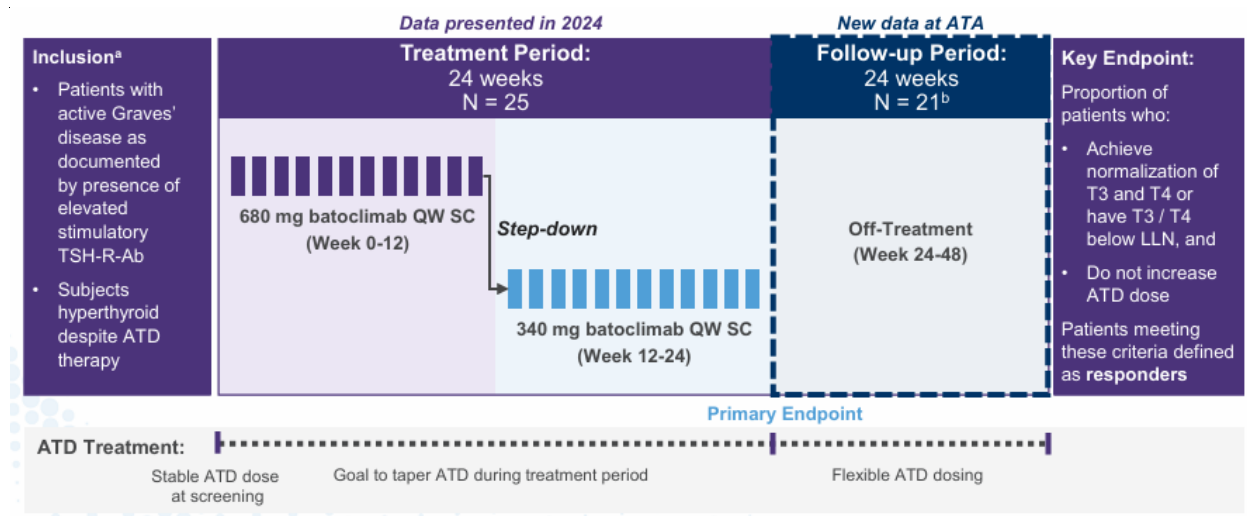
자가항체활성 장기억제로
Disease modifying effect
확인

이번 임상 데이터의 핵심은 'Follow-up period 구간(Week 24-48)에서 바토클리맷 투약 중단한 이후에도 갑상선 기능이 얼마나 안정적으로 유지되는지'에 대한 결과를 관찰하는 것이다. 즉, 이는 단순한 투약 중의 증상 개선이 아니라 '자가 항체 활성의 장기 억제를 통해 그레이브스병 질병 자체의 안정화를 평가하는 Disease-modifying effect'를 검증하는 구간이었다.

바토클리맷 효과 입증

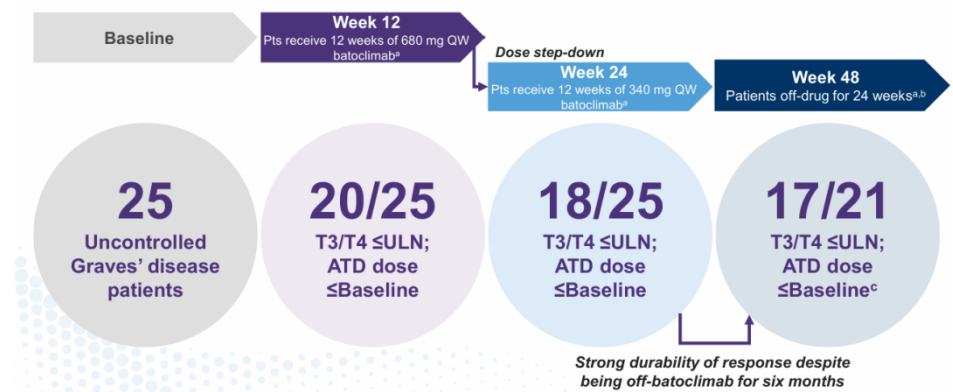
결과적으로 Batoclimab은 해당 임상에서 (1) 투약 중단 후 갑상선 호르몬 유지 약 80%(17/21), (2) ATD free 약 50%(8/17)을 달성하며 우수한 Disease-modifying 효과를 입증하였다. 이로써 바토클리맷은 24주 투약 이후 추가적인 치료가 필요하지 않는 Disease-modifying 치료제로 발전 가능성을 입증하였다고 볼 수 있다.

그림4 그레이브스병 임상 2상 디자인



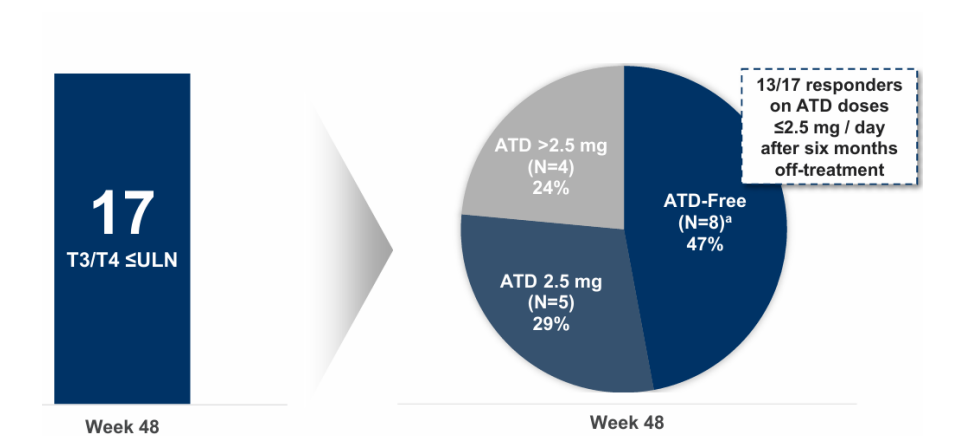
자료: Immunovant, DS투자증권 리서치센터

그림5 투약 중단 후 갑상선 호르몬 유지 약 80%(17/21)



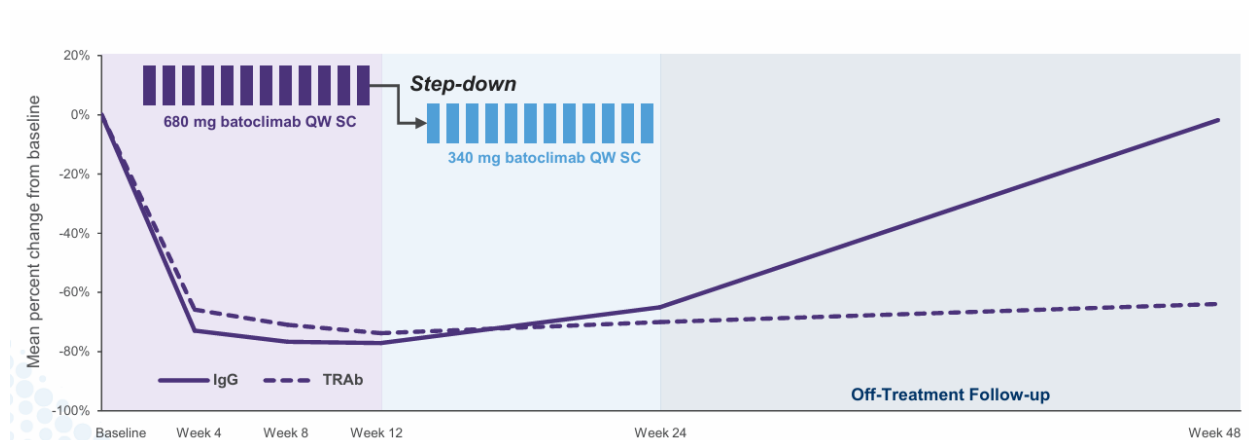
자료: Immunovant, DS투자증권 리서치센터

그림6 ATD free 약 50%(8/17)



자료: Immunovant, DS투자증권 리서치센터

그림7 병인성 자가항체 TRAb는 투약 중단 이후에도 Baseline 대비 -70% 수준 유지



자료: Immunovant, DS투자증권 리서치센터

기존 출시 허들은 부작용 - 24주 투여로 평생 질병 관해 시 문제되지 않음

바토클리맵 출시 허들
= LDL 상승 부작용

바토클리맵이 성공적인 MG 임상 3상 데이터 발표에도 불구하고 즉시 상업화에 도전하지 못하였던 까닭은 부작용, LDL 콜레스테롤 상승에 있다. 과거 바토클리맵은 TED 임상 도중 알부민 감소로 인한 LDL 콜레스테롤 상승 부작용이 발견되어 임상을 중단한 바 있다. 경쟁 약물 Vyvgart는 콜레스테롤 상승 부작용에서 자유로웠기 때문에, 당시 기준으로는 평생 투여하여야 하는 자가면역 치료제 특성 상 바토클리맵이 안전성 측면에서 경쟁력을 가지기 어렵다는 판단이었다.

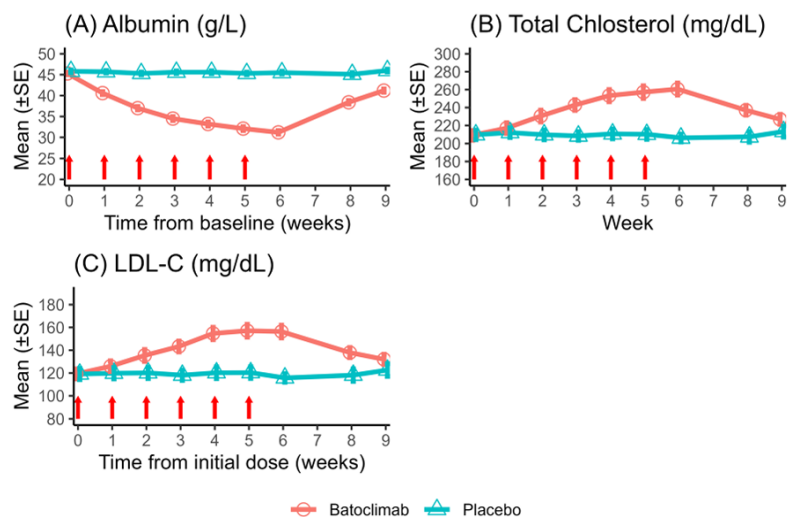
24주간 투여 시 질병 관해
= 부작용이 상업화의 장애
요소가 되지 않음

그러나 이는 이번 그레이브스병 임상 2상에서 바토클리맵이 Disease modifying 효능을 입증함에 따라 상황은 변화하게 되었다. 바토클리맵의 LDL 상승 부작용은 약물을 중단하는 즉시 회복되는 특성을 가진다. 또한 용량 의존적으로 부작용 강도가 감소하는 경향도 관찰되었다. 따라서 바토클리맵이 24주간 투여 후 추가적인 치료 없이 질병 관해를 유지할 수 있는 Disease modifying 치료제로서 자리잡을 경우 일시적인 LDL 상승(약 24주간)은 상업화의 본질적인 장애 요소가 되지 않는다.

TED 임상 3상 성공 시,
바토클리맵 상업화 도전 전
망

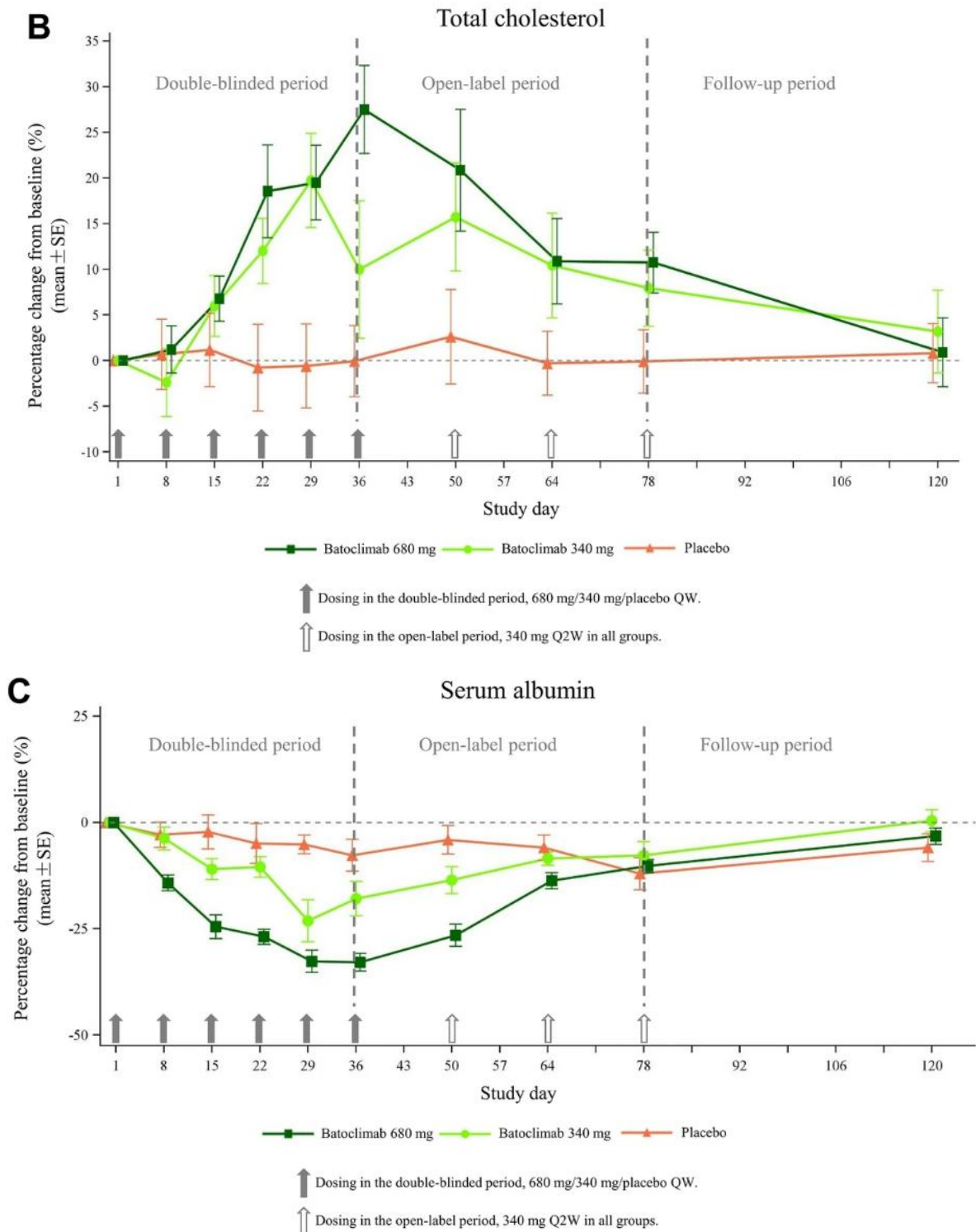
약 24주간의 LDL 콜레스테롤 상승은 시중에 이미 저렴한 가격에 출시되어있는 statin 등의 일시적 병용투여로 해결할 수 있는 바, TED 임상 3상이 성공할 경우 당사는 Immunovant가 바토클리맵 상업화에 도전할 것으로 전망한다.

그림8 바토클리맵 투약 중단에 따른 알부민, total 콜레스테롤, LDL-C 변화 (=즉시 회복)



자료: Chong Yan, MD et al 2024, gMG 임상 3상 결과, DS투자증권 리서치센터

그림9 TED 임상에서도 용량 의존적으로 부작용 강도는 약해짐 확인



자료: Chong Yan et al 2022, TED 임상 2상, DS투자증권 리서치센터

출시의 핵심, TED 임상 3상 - 최대 \$3.7bn 매출 전망

TED는 바토클리맵이 first-in-class

TED 적응증에서 바토클리
맵 first-in-class
(계열 내 M/S 최대 70%)

TED 적응증에 한하여 바토클리맵은 anti-FcRn 중 first-in-class로서 출시될 전망이다. 이에 조기에 출시하여 빠르게 점유율을 확보하는 전략이 중요한 anti-FcRn의 특성상 Vyvgart 대비 약 1년 빠르게 출시하는 바토클리맵은 시장에서 유의미한 점유율을 확보할 수 있을 것으로 전망한다(일반적으로 효능이 유사할 경우 1년 우선출시할 경우에도 M/S 70% 확보). 단, 경쟁 상황을 고려할 때 MG에서는 바토클리맵이 출시되더라도 유의미한 M/S를 확보하기 어려울 것으로 전망한다(부작용이 없어진게 아니니깐).

Tepezza :
효능은 좋지만 청력 소실
부작용이 뚜렷

현재 TED에 정식으로 출시된 약물은 암젠의 Tepezza(성분명 Teprotumumab)가 유일하다. Tepezza는 IGF-1R inh로 OPTIC 임상 3상에서 24주차 Proptosis responder 비율 약 83%(vs. 위약 약 10%)로 우수한 효능을 나타내었다. 그러나 Tepezza는 IV 투여가 필수적이며 청력 소실이라는 치명적인 부작용을 안고있다. 따라서 바토클리맵이 우수한 투약 편의성 및 안전성을 확보하여 출시될 경우 (1) Tepezza를 투여하지 못하였던 환자군을 확보할 수 있으며 (2) 기존 Tepezza 환자군에서도 일부는 성공적인 전환을 이뤄낼 것으로 전망한다.

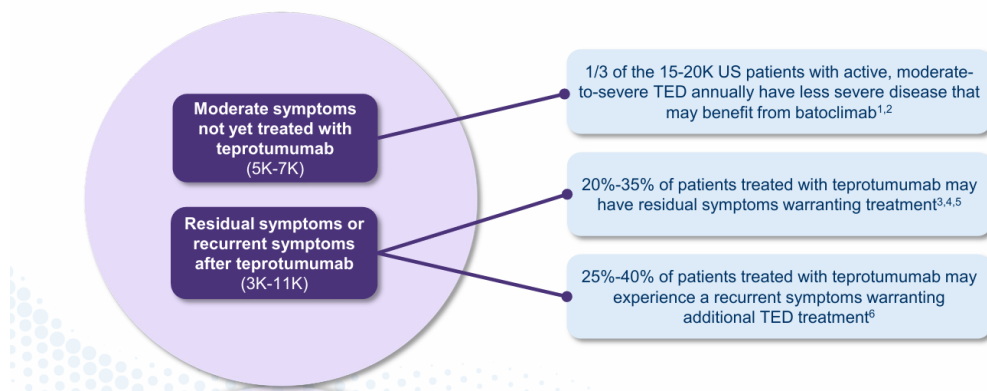
이뮤노반트,
Tepezza 불응성 환자 +
중등도 환자
약 8천명 ~ 1.8만명 타겟

현재 이뮤노반트는 Tepezza 대비 열등한 안구돌출 치료 효능을 가정하여 보수적으로 (1) Tepezza 비투여 moderate 환자 약 5,000 ~ 7,000명 및 (2) Tepezza 투여 이후 잔존 증상(약 20-35%)이 남았거나 재발한 환자(약 25-40%) 약 3,000 ~ 11,000명을 포함하여 약 8,000명 ~ 18,000명을 잠재적 고객으로 예상하고 있다.

그림10 이뮤노반트 TED 전략: 최대 18,000명이 대상 고객

Many TED patients can benefit from a new therapy

A Total Addressable Population of 8K – 18K (US)



자료: Immunovant, DS투자증권 리서치센터

연간 Peak Sales 보수적으로 \$1.6~3.7bn 예상

- Moderate 환자:

\$1.4~2.0bn

- 총 타겟 시장:

\$2.3~5.2bn

- M/S 70%: \$1.6~3.7bn

경쟁사 Argenx는 15,000명(MG, CIDP)을 대상으로 Vyvgart를 투여하였을 때 연간 약 \$4.3bn 매출 달성이 예상됨을 밝혔다. 따라서 바토클리맵 투여 대상을 moderate 환자 약 5,000 ~ 7,000명으로 제한하더라도 약 \$1.4~2.0bn의 매출을 달성할 수 있으며 추가로 Tepezza 불응성 환자 3,000~11,000명을 타겟할 경우 최대 \$2.3~5.2bn의 매출을 달성할 수 있다. 후속 주자 Vyvgart PFS와 출시 일정 차이가 크지 않으며 안전성 측면에서 risk 요인을 보유하고 있는 점을 감안하였을 때 M/S는 보수적으로 최대 70%로 가정하였으며 따라서 \$1.6~3.7bn의 매출을 달성할 것으로 추정하였다.

바토클리맵 안전성 및 약가
= severe 환자군에서도 침투 가능

단, 당사는 이뮤노반트의 추정은 다소 보수적으로 판단한다. 현재 Tepezza의 매출이 다소 정체되었기 때문이다. '21년 청력 소실 부작용이 본격적으로 제기된 이후 Tepezza의 분기 매출은 \$400~500mn 수준에서 정체되었다. 사유는 2가지로 평가한다. (1) 청력 소실의 부작용으로 중등도 이하의 환자에서는 Tepezza를 보수적으로 투여하지 않으며 (2) 500mg 1 vial 당 \$17,511의 고가의 약제이기 때문에 환자의 접근성이 제한된다는 점이다. 실제로 Horizon 인수 이후 Amgen은 과거 Horizon의 실적발표에서도 'ENT 관련 부작용 때문에 moderate 환자군에서는 처방이 제한적'이라고 밝혔다.

따라서 바토클리맵이 효능 측면에서 Tepezza 대비 열등할 가능성이 높으나 (1) 비교적 우수한 안전성 및 (2) 4wk 당 \$24,000~28,000의 합리적인 약가(총 24주 투여, \$144,000~168,000)에 출시될 경우 severe TED 환자군에서도 anti-FcRn 침투율을 상승시킬 수 있을 것으로 판단한다.

경쟁사 Argenx 역시 TED 시장을 MG sized Opportunities가 있는 적응증 중 하나로 판단하고 전략적으로 도전하고 있다.

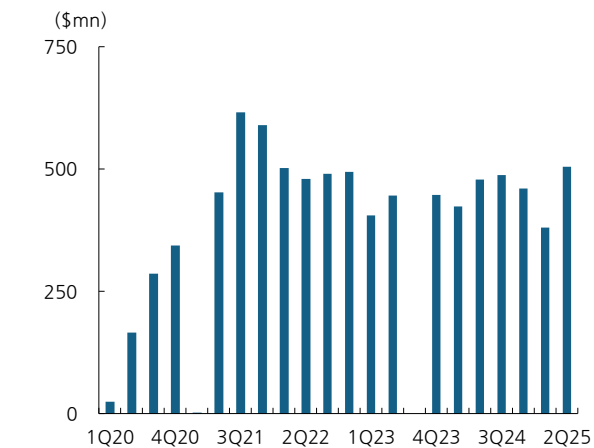
Immunovant는 anti-FcRn 내 적응증 조기 확보의 중요성을 이해하고 있으며 이에 TED 임상 3상 결과를 확인한 후 바토클리맵 최종 개발 전략을 확정지을 것으로 판단한다. 따라서 12월에 발표될 TED 임상 3상 데이터는 바토클리맵 출시 여부를 결정지을 핵심 데이터가 될 것으로 판단한다.

표1 TED 대상 경쟁 파이프라인 비교

target	anti-FcRn		IGF-1R		CD40 inh
기업명	IMVT/한올바이오파마	Argenx	Amgen	Viridian therapeutics	Lundbeck/에이프릴바이오
파이프라인명	Batodimab(IMVT-1401)	Vyvgart PFS (Efgartigimod)	Tepezza (Teprotumumab)	Veligrotug (VRDN-001)	APB-A1
현재 단계	Phase 3 (2025.12 top line result)	Phase 3 (2026.02 top line result)	상업화	Phase 3	Phase 1b
투약 방법	SC	SC	IV	IV	IV (추후 SC 변환 가능)
TSHR antibody 저해	Phase 2b, 약 65.5%	미확보	미확보	미확보	미확보
Proptosis responder	Phase 2b, 약 30%	미확보	83% in 24 주차	70% in 15 주	미확보
부작용	LDL 콜레스테롤 상승	감염, 과민반응 등 (class warning 수준)	Infusion reaction, IBD 악화, 고혈당, 청력소실(약 10%)	Infusion reaction, IBD 악화, 고혈당, 청력소실(약 5~9%)	미확보

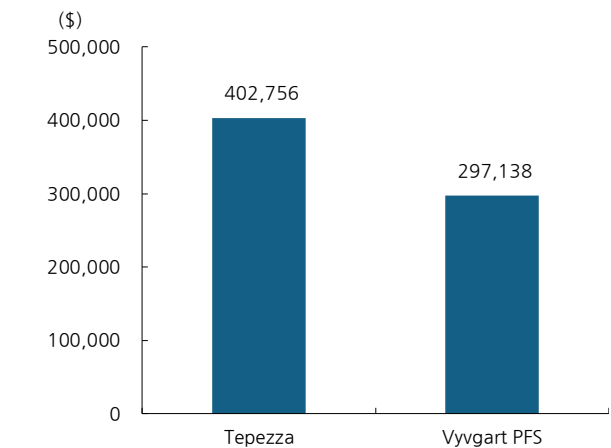
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림11 Tepezza 매출액 추이



자료: Global data, DS투자증권 리서치센터

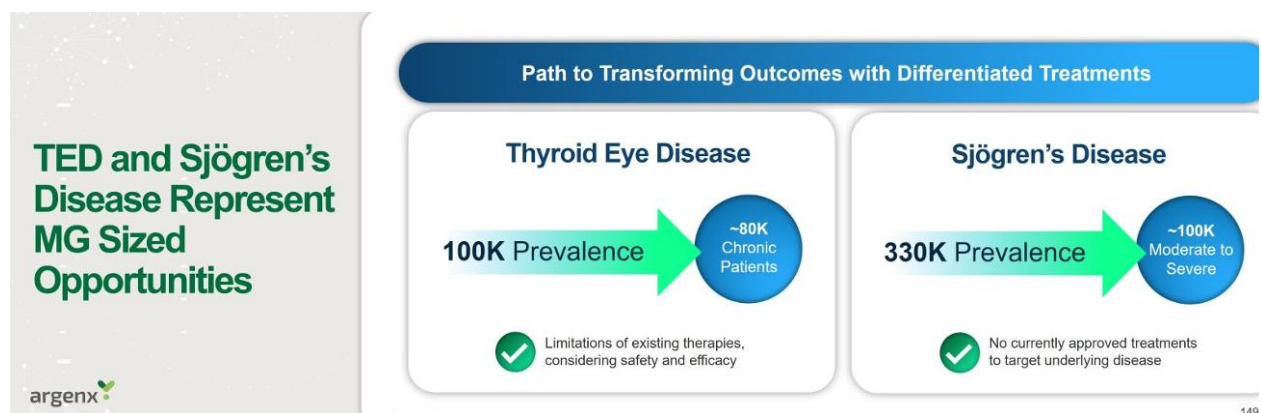
그림12 Tepezza vs. Vyvgart 약가 차이 (in WAC)



자료: 각 사, FDA label, DS투자증권 리서치센터

주: Tepezza는 FDA label 기준 10mg/kg 1회 + 20mg/kg 7회 투여로 계산함. 70kg 환자를 가정하여 비용 산정함

그림13 Argenx는 TED 시장을 MG sized 기회 시장으로 판단 중



자료: argenx, DS투자증권 리서치센터

TED 임상 3상, 성공할 수 있을까?

상업화의 핵심 리스크:

TED 3상 성공 여부

바토클리맵 상업화 과정에서 남은 핵심 리스크는 TED 임상 3상 성공 여부로 판단한다. 그러나 이때까지 TED에서 임상적 개선을 보인 약물은 IGF-1R과 같이 orbital fibroblast/TSHR-IGF1R을 직접 target하는 약물들이다. 반면, 바토클리맵 등의 Anti-FcRn은 orbital fibroblast를 자극하는 병원성 항체 TSHR auto-antibody 하향조절을 통해 간접적으로 안구 돌출을 치료하고자 한다.

3상 : 안구돌출이 치료된 환자 비율 측정

이번 바토클리맵 TED 임상 3상(총 2개)은 각각 100명을 대상으로 680mg 12주 투여 이후 340mg 12주 투여한 뒤 24주차에 Proptosis responder 비율을 측정한다. Proptosis는 ‘안구가 안와로부터 얼마나 앞으로 돌출되어 있는지’를 의미한다. Responder로 분류되기 위해서는 (1) 두 눈 중 더 돌출된 ‘study eye’에서 baseline 대비 2mm 이상 안와돌출 감소가 관찰 될 것, (2) 반대편 눈 ‘fellow eye’에서 2mm 이상 악화가 없을 것 두 가지가 관찰되어야 한다.

Proptosis 개선도

약 -3mm

(=Tepezza 유사)

이번 그레이스브링 임상 2상에서 이미 바토클리맵은 안와증상의 긍정적인 결과를 확인하였다. Baseline 대비 안구 돌출 변화도에서 12주차에 -2mm 후반 감소하였으며 이후 저용량(340mg QW)에서도 추가 호전을 보였다. 이는 기존 치료제 Tepezza와 매우 유사한 수치이다. 눈꺼풀 개방 정도 변화(Baseline in Lid Aperture, 윗 눈꺼풀과 아랫 눈꺼풀 사이 거리(mm))에서도 12주차 약 -1.5mm, 24주차 -2mm까지 호전되었다.

P2b 12주 투약 시

Proptosis responder 약
30% 내외

(통계적 유의성 달성 실패)

→ LDL 콜레스테롤 상승하

여 조기종료하였기 때문

= 모수 늘리면?

EDNO2022에서 발표된 바토클리맵 TED 임상 2b상에서 65명(680mg 18명, 340mg 19명, 255mg 10명, 위약 18명)에게 바토클리맵을 12주간 투여하였을 때 Proptosis responder 680mg 약 30%(3/10)(p=0.22), 340mg 약 30.8%(4/13)(p=0.13)으로 위약 약 8.3% 대비 뚜렷한 임상적 개선 경향을 확인하였으나 통계적 유의성 달성에는 실패하였다. 그러나 이는 예상치 못한 LDL 콜레스테롤 상승 부작용으로 일부 환자에서 투약을 조기 종료하였기 때문으로 판단하며, 약 100명 환자를 대상으로 하는 임상 3상에서는 통계적 유의성을 확보할 가능성이 높을 것으로 기대한다.

사노피의 BTKinh도 TED

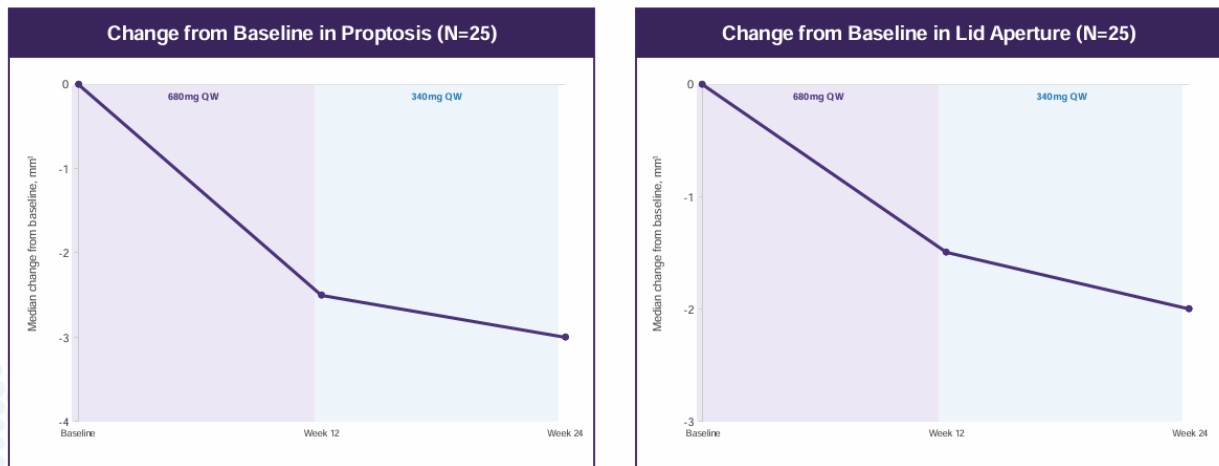
성공 → antibody 저해가

효과적임을 입증

최근 사노피의 3Q25 실적발표에서도 바토클리맵 임상 성공에 대한 희망을 엿볼 수 있다. 사노피는 자사의 IIT에서 BTK inh, Wayrilz가 특히 TED에서 성공적인 치료임을 확인하였다고 밝혔다. BTK inh 역시 자가항체 경로를 차단한다는 점에서 anti-FcRn과 유사한 면역 조절 기전을 공유한다. 따라서 사노피의 Wayrilz TED 임상 성공 사례를 통해 ‘병원성 항체 억제’가 이미 안와세포 섬유화/조직 팽창이 진행된 환자에서도 회복에 기여’함을 기대할 수 있으며 이는 바토클리맵의 기전적 타당성을

뒷받침한다. 따라서 이미 그레이브스병 임상 2상에서 TSHR antibody 억제 효능을 확인한 anti-FcRn 바토클리맙의 TED 임상 성공 가능성을 높게 평가할 수 있다.

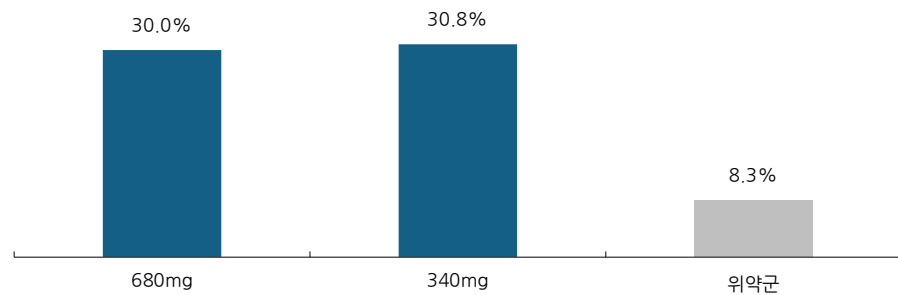
그림14 그레이브스병 임상2상에서 바토클리맙 안외증상 개선 확인



자료: Immunovant, DS투자증권 리서치센터

주: Change from Baseline in Proptosis (안구 돌출 변화), Change from Baseline in Lid Aperture (눈꺼풀 개방 정도 변화)

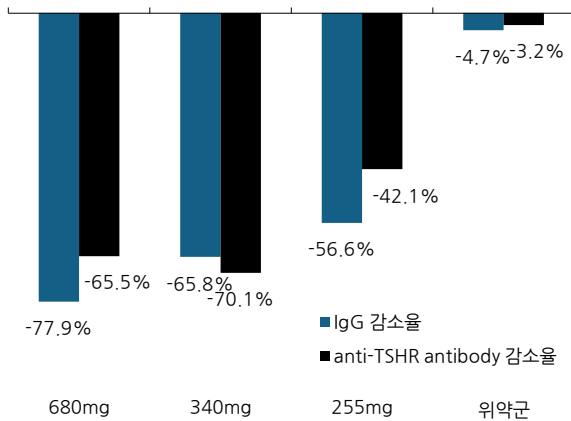
그림15 임상 2b상에서 12주 투약 후 바토클리맙 용량별 Proptosis responder 비율



자료: Immunovant, DS투자증권 리서치센터

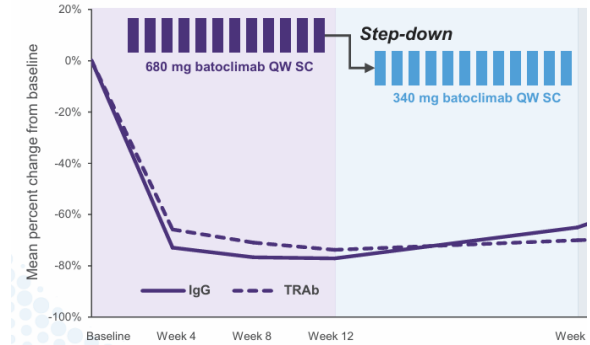
주: 임상2b상은 LDL 콜레스테롤 이슈 발생하여 조기 종료.. 모수 부족으로 통계적 유의성 달성 실패

그림16 용량별 IgG 및 anti-TSHR antibody 감소율(in 12주차)



자료: Immunovant, DS투자증권 리서치센터

그림17 그레이브스병 임상2상 바토클리맙 anti-TSHR 저해율



자료: Immunovant, DS투자증권 리서치센터

Tepezza(및 그 외 IGF-1R inh) 와 비교

1. 효능은 Tepezza가 우수할 것으로 전망

Tepezza는 proptosis responder 비율 압도적 개선도는 비슷

2020년 OPTIC 임상 3상에서 Tepezza의 24주차 (1) Proptosis responder는 약 83%(vs. 위약 10%)로 매우 우수한 결과를 나타내었으며 (2) baseline 대비 proptosis 개선도 역시 -3.32(vs. 위약 -0.53)으로 우수하였다. (3) CAS(clinical activity score, 염증 활성도 정량 수치. 3점 미만은 stable TED로 분류) 0점 혹은 1점 달성 비율도 Tepezza 약 59%(vs. 위약 21%, $p < 0.001$)로 우수하였다.

2. 단, 안전성 측면에서 Tepezza의 청력 소실 부작용은 치명적

Tepezza 청력 소실 부작용은 명확

단, Tepezza는 2개의 pivotal trials에서 난청, 이관기능장애, 청각 과민, 청력 저하, 자가청 등의 청력소실 부작용이 약 10%(8/84) 보고되었다. 이후 추가적인 청력 소실 부작용이 보고됨에 따라 2023년 7월, FDA는 Tepezza에 대하여 ‘청력 소실을 포함한 청력 장애’에 대한 경고 label을 추가하였다. 이러한 청력 소실 부작용의 정확한 기전은 아직 밝혀지지 않았으나 최근 발표된 대규모 후향적 real-world data에서도 감각신경성 청력 소실 위험은 입증된 바이다. Tepezza를 맞은 환자는 위약군 대비 청력 소실을 겪을 relative risk(=Risk ratio)가 약 3.2배 높았으며 절대적인 Risk 발생률 차이(=Risk difference) 역시 약 8.4%로 양측 모두 통계적으로 유의미하였다.

청력 소실 종류에 따라 가역성이 없을 수 있음

이러한 청력 소실의 가역성은 논문마다 약 33~100%로 상이하였는데 약물 투여 중단 이후 이명은 비교적 회복 가능성이 높으나 감각신경성 청력소실은 가장 회복 가능성이 낮은 것으로 확인되었다. 이에 1/3의 환자가 청력 저하로 인해 삶의 질에 중

대한 지하를 경험하였으며 일부는 치료에 후회를 보였다. 그 외 Tepezza는 혈당 수치를 증가시킬 수 있어 당뇨병자에게서는 사용되기 어렵다.

Veligrotug, 역시 청력소실 부작용 확인

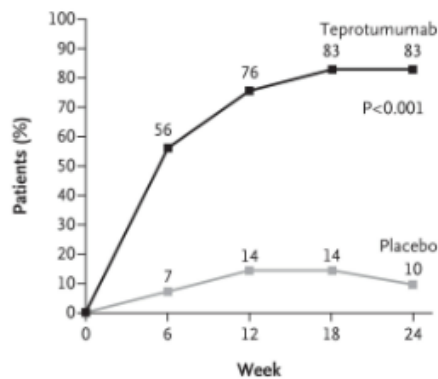
Viridian의 후속 IGF-1R 파이프라인 Veligrotug도 자사의 THRIVE-1,2 연구에서 청력 소실 부작용을 비교적 낮췄다는 보고가 있었으나 각각 약 5.5%, 9.6%(placebo adj.) 발생하는 등 자유롭지 않다. Tepezza도 real world에서 보다 부작용이 많이 발생한 점을 감안하였을 때 여전히 안전성 리스크를 보유하고 있다고 판단한다.

[결론 : Severe 시장까지도?]

Responder 비율 개선 시, severe 환자까지 도전 가능

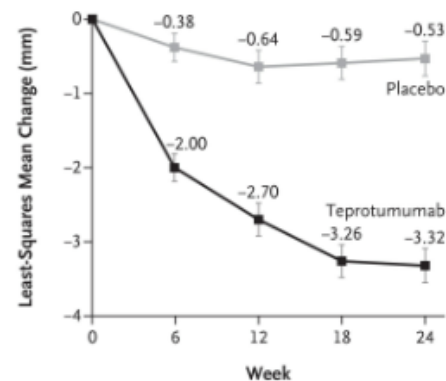
바토클리맵은 Tepezza 대비 우월한 안전성을 이미 확보하고 있다. 더불어 그레이브스병 임상 2상에서 우수한 Proptosis 개선도를 확인하였으며 TED 임상 2b상에서 Proptosis responder 비율 약 30%를 달성하였다. TED 임상 2b상이 LDL 콜레스테롤 이슈로 조기 중단한 점을 감안할 때 통계적 유의성 확보는 가능할 것으로 기대된다. 추가적인 효능 개선이 확인될 경우 TED severe 시장 확장도 기대할 수 있다.

그림18 Tepezza Proptosis Responder rate



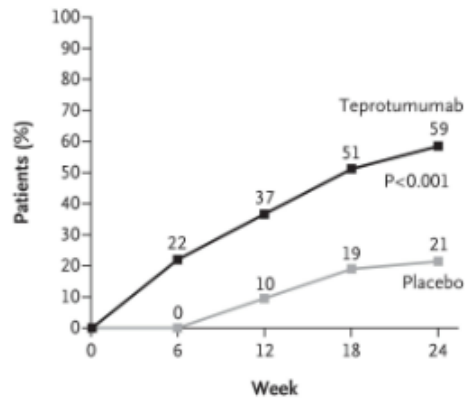
자료: OPTIC, DS투자증권 리서치센터

그림19 Tepezza change from baseline in proptosis



자료: OPTIC, DS투자증권 리서치센터

그림20 Tepezza CAS(clinical activity score) 0 or 1



자료: OPTIC, DS투자증권 리서치센터

그림21 Tepezza Safety in pivotal trials 2개

Table 1. Adverse Reactions Occurring in 5% or More of Patients Treated with TEPEZZA and Greater Incidence than Placebo

Adverse Reactions	TEPEZZA N=84 N (%)	Placebo N=86 N (%)
Muscle spasms	21 (25%)	6 (7%)
Nausea	14 (17%)	8 (9%)
Alopecia	11 (13%)	7 (8%)
Diarrhea	10 (12%)	7 (8%)
Fatigue ^a	10 (12%)	6 (7%)
Hyperglycemia ^b	8 (10%)	1 (1%)
Hearing impairment ^c	8 (10%)	0
Dysgeusia	7 (8%)	0
Headache	7 (8%)	6 (7%)
Dry skin	7 (8%)	0
Weight decreased	5 (6%)	0
Nail disorder ^d	4 (5%)	0

^a Fatigue includes asthenia^b Hyperglycemia includes blood glucose increase^c Hearing impairment (includes deafness, eustachian tube dysfunction, hyperacusis, hypoacusis and autophony)^d Nail disorder (includes nail discoloration, nail disorder and onychoclasia)

자료: FDA label, DS투자증권 리서치센터

그림22 Tepezza의 청력 소실 부작용 위험비 & 위험차

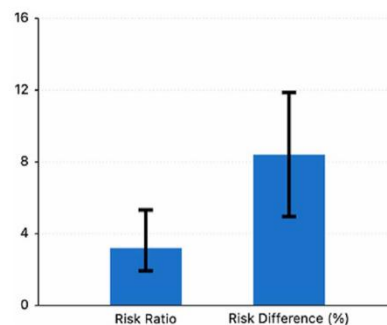


Figure 2

Risk ratio and relative risk of teprotumumab-related sensorineural hearing loss.

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: Risk ratio = 3.2, Tepezza를 맞은 환자가 위약군 대비 청력소실을 겪을 relative risk가 약 3.2배 높음

주: Risk difference=8.4%, Tepezza 투여군 위험 12.2% vs. 위약군 3.8%로 절대적인 차이가 약 8.4%임

주: 위는 통계적으로 유의미하였음

TED 임상 3상 성공 시, 바토클리맵 이르면 2027년 출시 전망

TED 적응증에 대하여 FDA 허가를 획득하기 위해서는 임상 3상 2개 및 long-term extension data를 제출하여야 한다. TED 적응증에 대한 두 임상 모두 올해 12월 발표될 전망이나 long term extension data는 2026년 8월에 도출될 것으로 예상된다.

Long term extension 임상은 기존 두 임상(feeder clinical trials)에 참여한 환자 중 약 180명을 대상으로 2개 코호트(observational cohort, treatment cohort) 확장 연구이다. Observational cohort는 바토클리맵의 durability를 평가하는 코호트로서 선행 연구에서 치료받은 뒤 약물 투여를 중단한 상태에서 24주간 추적관찰 후 proptosis 반응이 유지되는지를 평가한다. 반면 Treatment cohort는 바토클리맵의 재투여(680mg 12주 이후 340mg 12주 투여) 시 효능을 측정하는 코호트로서 바토클리맵을 다시 투여하였을 때 proptosis responder rate를 중심으로 효능을 평가할 예정이다. 따라서 추가로 12주간의 평가기간이 필요하여 long term extension data는 2026년 8월에 도출될 것으로 예상된다.

3가지 데이터를 전부 확보하는 시점은 2026년 8월로 이뮤노반트가 즉시 허가신청을 진행할 경우 이르면 2027년 내 허가 획득 및 출시가 가능할 것으로 전망한다. 이는 2028년 출시를 전망하는 Argenx의 Vyvgart PFS 대비 약 1년간 빠른 타임라인이다.

현재 이뮤노반트는 2025년 6월 30일 기준 현금 약 \$599mn을 보유하고 있으며 2025년 3월 31일 기준 R&D 비용으로 연간 \$361mn을 지출하였다. 공격적인 적응증 확장 전략에 따라 매 분기 R&D 비용이 상승하고 있는 바 2027년 이후 추가적인 자금조달이 필요할 수 있다.

따라서 바토클리맵 출시는 향후 이뮤노반트의 재무안전성과 임상 파이프라인 지속 가능 여부에 결정적인 영향을 주는 이벤트로 판단하며 TED 임상 3상 성공 발표에 대한 시장 주목도가 매우 높을 것으로 예상된다.

TED P3 결과에 따라 기업가치 변화 전망

현재 한올바이오파마의 기업가치는 바토클리맵(=IMVT-1401) 약 2,126억원 및 IMVT-1402 약 1조 9,497억원으로 IMVT-1402의 가치가 절대적으로 부여되어있다. 그러나 이러한 기업가치 비중은 TED 임상 3상 결과에 따라 큰 폭 변화할 수 있을 것으로 전망한다.

현재 MG, TED는 IMVT-1402로 출시된다는 가정하에 각각 2028년 및 2029년에 출시될 것으로 추정되었다. 이에 first-in-class Vyvgart와 약 1~6년의 출시기간 차이를 가지게 되어 M/S를 약 5~10% 이상 부여하기 어려웠다. 그러나 TED 적응증에서 바토클리맵으로 2027년 즉시 출시될 경우 first-in-class로 M/S 최대 약 70%까지 부여할 수 있으며 이 때 기업가치는 최대 약 2.2조 상승할 수 있다.

표1 Valuation Table

(십억원, 천주)

항목	비고
① 26F 영업가치	191.2
② 비영업가치	2,162.2 중국 권리는 가치산정 제외
IMVT-1401	212.6
MG	78.7 TED 결과 확인 후 확정된 개발 전략에 따라 변동 가능성 있음
TED	133.8 TED 결과 확인 후 확정된 개발 전략에 따라 변동 가능성 있음
IMVT-1402	1949.7
CIDP	48.6
GD	1,901.0
RA	
③ 기업가치 (=①*②)	2,353.4
④ 주식수	50,766 자사주 제외
목표주가 (=③/④)	46,359 =50,000원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표2 Anti-FcRn 경쟁 파이프라인 비교

기업명	Argenx			JNJ	UCB	Immunovant/한올바이오파마	
상품명	Vyvgart	Vyvgart Hyturo	Vyvgart PFS	-	Rystiggo	-	-
성분명		Efgartigimod		Nipocalimab	Rozanolixizumab	Batoclimab	IMVT-1402
투여 방식	IV infusion	SC injection	SC injection	IV infusion	SC infusion	SC injection	SC injection
투여 시간	60-75 분	30-90 초	30 초	60-75 분	15 분	수초	수초
자가주사 가능 여부	X	X	O	X	X	O	O
Efficacy (*IgG 감소율 in MAD)	71%	-	-	80%		80% in 680mg	최대 80% in 600mg (*1 상 MAD 결과값)
Efficacy (*IgG 감소율 in MG)	AChR 60%	AChR 62%	-	Total IgG 69% (AChR 65.1%, MuSK 38.8%)	78%	76% in 680mg	-
Safety (*알부민 감소 in MAD)		없음		22% in 60mg/kg Q2W	소폭 감소, 통계적 유의 X	31% in 680mg	알부민 감소 관측 X in 29 일차 (p>0.05)
Safety (*알부민 감소율)		없음		-4% in RA	-4.5% in ITP	-26% in 680mg (MG)	-

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

표3 경쟁사 별 임상 진행 현황 정리

파이프라인	Argenx			JNJ	UCB	Immunovant/한올바이오파마	
	Vyvgart	Vyvgart Hyturo	Vyvgart PFS	Nipocalimab	Rozanolixizumab	Batoclimab	IMVT-1402
gMG	Marketed (2021.12) *소아 Phase 2/3	Marketed (2023.06) *소아 Phase 2/3	허가 신청 (PDUFA) 2025.04.10)	허가 신청 (2024.08, 2025 허가 전망) *소아 Phase 2/3	Marketed (2023.07)	2025.03 Phase 3 top line data 확인	Pivotal trial 2027 primary completion
CIDP		Marketed (2024.06)	허가 신청 (PDUFA) 2025.04.10)	Phase 2/3 (2027.05 Primary completion)		2025.03 Phase 2b 결과 확인	Pivotal trial 2028 primary completion
TED			Phase 3 (2026.02 Primary completion)			2025.12 Phase 3 top line data 확인	추가 임상 진행할 경우 예상 출시 시점 약 2029년 이후
GD							Phase 2b (2028.06 Primary completion)
RA				Phase 2a 단독투여 실패 경향성 입증 Phase 2a 병용투여			Phase 2b 개시 (2027.09 Primary completion)
ITP	Phase 3 (2028.06 Primary completion)	Marketed (2024.03, 일본) 2023.11 글로벌 임상 실패					
BP		Phase 3 (2026.1 Primary completion)					
oMG			Phase 3 (2025.12 Primary completion)				
snMG	Phase 3 성공 허가신청						
루푸스신염		Phase 2 (중국)					
쇼그렌증후군	Phase 2 성공		Phase 3 (2027.07 Primary completion)	Phase 3 *BTD (2028.01 Primary completion)			Pivotal trial (2028 primary completion)
Myostis (IMNM, ASyS, DM)		Phase 2/3 (2026.12 Primary completion)					
AMR			Phase 2				
IM				Phase 2			
SSc (전신경화증)			Phase 2 (2026.08 Primary completion)				
HDFN				Phase 3 *BTD (2027.08 Primary completion)			
FNAIT				Phase 3			
wAIHA				Phase 2/3 (2025.03 Primary completion)			
SLE				Phase 2 종료			POC trial (2026 primary completion)
MOGAD					Phase 3		

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

주: : 시장진입 선두주자에 대해 음영 표시, 주: Myositis=IMNM, ASyS, DM, AMR = 신장이식 후 면역거부반응

그림23 이뮤노반트 임상 타임라인

Clear focus on execution to unlock value both near and long term

Indication	Study	Data Catalyst	2025	2026	2027	2028
GD	POC	Remission Data	■			
TED	Potentially Registrational	Top Line Results	■			
ACPA+ D2T RA	Potentially Registrational	Open-label Period 1 Initial Results		■		
CLE	POC	Initial Results		■		
ACPA+ D2T RA	Potentially Registrational	Top Line Results			■	
GD	Potentially Registrational	Top Line Results			■	
MG	Potentially Registrational	Top Line Results			■	
SjD	Potentially Registrational	Top Line Results				■
CIDP	Potentially Registrational	Top Line Results				■

IMVT-1402

Batoclimab

자료 Immunovant, DS투자증권 리서치센터

[한올바이오파마 009420]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	112	114	78	79	102	매출액	110	135	139	158	159
현금 및 현금성자산	17	34	0	6	14	매출원가	48	60	66	74	65
매출채권 및 기타채권	31	23	24	20	30	매출총이익	62	75	73	84	95
재고자산	25	32	27	26	30	판매비 및 관리비	60	73	73	76	63
기타	39	25	26	27	28	영업이익	2	2	0	8	31
비유동자산	102	126	136	147	157	(EBITDA)	5	5	4	12	36
관계기업투자등	39	60	62	65	67	금융손익	1	2	0	0	1
유형자산	18	18	21	25	28	이자비용	0	0	0	0	0
무형자산	24	33	36	40	43	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	213	240	214	225	259	기타영업외손익	0	0	0	1	0
유동부채	29	38	37	39	40	세전계속사업이익	2	3	0	8	32
매입채무 및 기타채무	17	25	23	25	26	계속사업법인세비용	2	0	2	0	0
단기금융부채	1	1	1	1	1	계속사업이익	0	4	-2	8	32
기타유동부채	11	12	13	13	14	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	17	16	16	17	18	당기순이익	0	4	-2	8	32
장기금융부채	1	1	1	1	1	지배주주	0	4	-2	8	32
기타비유동부채	16	15	16	17	17	총포괄이익	0	4	-2	8	32
부채총계	45	54	53	57	58	매출총이익률 (%)	56.3	55.7	52.8	53.1	59.4
지배주주지분	168	186	161	169	201	영업이익률 (%)	1.4	1.6	0.1	4.9	19.6
자본금	26	26	26	26	26	EBITDA마진률 (%)	4.1	4.0	2.8	7.6	22.6
자본잉여금	113	115	115	115	115	당기순이익률 (%)	0.2	2.6	-1.4	5.0	20.2
이익잉여금	29	31	29	37	70	ROA (%)	0.1	1.5	-0.9	3.6	13.3
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	0.2	2.0	-1.1	4.8	17.4
자본총계	168	186	161	169	201	ROIC (%)	0.2	1.6	0.1	7.5	20.5

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	25	22	-20	21	23	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	0	4	-2	8	32	P/E	3,624.5	646.5	-1,083.2	253.4	62.6
비현금수익비용가감	10	19	-19	5	6	P/B	5.5	12.4	13.4	12.2	10.2
유형자산감가상각비	3	3	3	3	4	P/S	8.5	17.2	15.6	13.0	12.9
무형자산상각비	0	0	1	1	1	EV/EBITDA	198.4	418.0	553.9	170.8	56.6
기타현금수익비용	6	13	-22	1	1	P/CF	95.0	103.2	n/a	157.2	54.2
영업활동 자산부채변동	15	0	1	8	-15	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-2	8	-2	5	-10	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-6	-8	5	1	-4	매출액	8.3	22.7	3.0	13.7	1.0
매입채무 증가(감소)	3	6	-2	2	0	영업이익	-85.1	46.9	-91.0	3,750.0	305.6
기타자산 부채변동	20	-5	-1	-1	-1	세전이익	-77.8	66.0	적전	흑전	291.2
투자활동 현금	-11	-7	-14	-15	-15	당기순이익	-97.2	1,295.2	적전	흑전	304.6
유형자산처분(취득)	-3	-3	-6	-7	-7	EPS	-97.1	1,295.2	적전	흑전	304.6
무형자산 감소(증가)	-5	-7	-4	-4	-4	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-3	-3	-3	-3	-3	부채비율	26.9	28.7	32.9	33.5	28.9
기타투자활동	0	5	-1	-1	-1	유동비율	391.8	301.7	212.7	199.6	254.2
재무활동 현금	-11	2	0	0	0	순차입금/자기자본(x)	-15.2	-17.4	0.7	-2.6	-6.2
차입금의 증가(감소)	-1	-1	0	0	0	영업이익/금융비용(x)	68.8	34.6	2.5	94.3	382.5
자본의 증가(감소)	-10	3	0	0	0	총차입금 (십억원)	1	1	1	1	1
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	-26	-32	1	-4	-13
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	4	17	-34	6	8	EPS	5	69	-38	155	628
기초현금	13	17	34	0	6	BPS	3,221	3,565	3,081	3,233	3,849
기말현금	17	34	0	6	14	SPS	2,106	2,582	2,659	3,023	3,053
NOPLAT	0	2	0	7	23	CFPS	187	429	-396	250	725
FCF	14	15	-34	6	8	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 한올바이오파마, DS투자증권 리서치센터 / 주: KIFRS 연결기준

한올바이오파마 (009420) 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-11-13	매수	50,000	-28.5	-11.4		
2023-11-29	매수	50,000	-28.6	-11.4		
2024-05-28	매수	65,000	-43.6	-23.4		
2024-07-12	매수	65,000	-42.6	-23.4		
2024-09-10	매수	65,000	-42.1	-23.4		
2025-01-07	매수	65,000	-45.1	-33.4		
2025-03-11	매수	65,000	-54.2	-45.0		
2025-04-14	매수	40,000	-27.6	3.5		
2025-11-04	매수	50,000				

투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자 의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자 의견 비율

기준일 2025.09.30

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.