

셀트리온 (068270)

WAC 2026 참관 후기: 꽃가루 휘날리며

일본 알레르기 바이오시밀러 시장의 구조적 성장 가능성 확인

지난 10월 15~18일 교토에서 개최한 WAC 2026(JSA/WAO/APAPARI 합동학회)에 참관했다. 그리고 동사의 일본법인 본부장 및 현지 핵심 의료진(KOL, Key Opinion Leader)과의 인터뷰를 통해 일본 알레르기 분야에서의 바이오시밀러 동향을 확인했다.

결론적으로 동사의 오말리주맙(졸레어) 바이오시밀러인 옴리클로가 현 시점에서는 일본 지역 출시 이전이기 때문에 실적 기여 측면에서 기대 포인트는 크지 않다. 특히 주력 처방이 예상되는 이비인후과 영역에서는 의료진들의 바이오시밀러 처방 경험이 전무하기에 바이오시밀러 개념과 임상적 동등성을 알리는 초기 학술 교육 과정이 제품 출시 전 활발하게 일어나고 있는 상황에서 점진적인 처방 상승을 기대해볼 수 있다.

그러나 학회, 현지법인 및 의료진의 의견을 종합해보면 중장기적 관점에서 일본 알레르기 분야 바이오시밀러의 구조적 성장 가능성은 충분하다고 판단한다. 일본 정부가 고령화에 따른 의료재정 압박을 타개하기 위해 2029년 회계연도말(2030년 3월)까지 바이오시밀러 목표 점유율 달성을 위한 정책 수단을 기존의 병원 인센티브에서 환자 본인부담금 인상 및 선정요양제도(오리지널 처방 시 차액 환자 부담) 도입 논의 등 강제성을 보이는 방향으로 고도화하고 있어 바이오시밀러의 처방 상승이 예상된다.

또한 일본 특유의 국민 질환인 화분증(계절성 알레르기성 비염)의 높은 환자 본인부담, 후발의약품 진입 시 오리지널사가 프로모션을 중단하는 일본 제약 시장만의 고유한 관행 및 일본 법인의 직판 체제 전환 및 현지 생산(Fill & Finish) 국산화 전략이 맞물리면 시장 침투 가속화에 따른 출시 초기 가파른 처방율 상승도 가능할 것이다.

출시 전 의료진 인식 제고 작업 중, 매출 다변화와 점진적 이익 개선 기대

상기 언급했듯 일본에서의 이비인후과 영역의 바이오시밀러 처방 경험이 전무하기에 동사는 WAC 2026에서 교육 세미나를 주최해 의료진들에게 바이오시밀러 도입의 임상적, 경제적 근거를 제시했다. 일본 이비인후과 면역알레르기학회장이 좌장을 맡고 의료센터 부원장, 호흡기내과 주임교수가 연자로 나서 오말리주맙 바이오시밀러의 포지셔닝을 조망했다.

두 명의 연자가 말한 내용을 종합하면 오말리주맙의 치료 효과는 명확하지만, 높은 약가가 처방 확대의 장벽이었다는 것을 강조했다. 향후 바이오시밀러가 출시된다면 치료적 동등성과 스위칭 안전성이 입증되었기에 좋은 대안이 될 수 있다고 언급했다.

KOL과의 인터뷰에서도 출시 초기의 가장 큰 허들은 인지도라는 것을 확인했다. 하지만 오말리주맙을 한 번이라도 경험한 중증 화분증 환자는 자발적으로 재투여를 요청할만큼 만족도가 높았다고 언급하면서, 약가 이점이 있는 바이오시밀러의 출시는 정부와 환자 양 측면에서 수요가 발생할 수 있을 것이라는 의견을 피력했다.

일본 법인은 옴리클로 출시를 앞두고 있다. 현재는 퍼스트무버로 시장에 진입하지만 향후 2~3년 내 경쟁이 심화될 것으로 보인다. 초기 출시에는 화분증 영역에서, 이후 천식과 두드러기로의 매출 확대가 기대된다. 이미 트라스투주맙 시밀러, 베바시주맙 시밀러 등 성공적인 점유율 확보 사례를 경험했다는 것이 강점이다. 미국이나 유럽에 비해 일본이라는 지역에서의 바이오시밀러 매출은 절대적 규모는 크지 않다. 하지만 매출 창출 국가가 다양해지고 있다는 점, 신규제품군 라인업 비중이 커지고 있음에 따른 점진적인 이익 개선이 매분기 보여지고 있다는 점을 주목한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

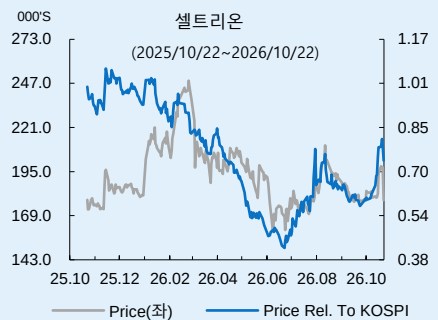
목표주가(12M)	260,000원(유지)
증가(2026.10.22)	194,300원
상승여력	33.8%

Stock Indicator

자본금	239십억원
발행주식수	23,207만주
시가총액	41,355십억원
외국인지분율	25.5%
52주 주가	159,400~248,500원
60일평균거래량	542,532주
60일평균거래대금	103.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.2	4.8	-8.3	4.9
상대수익률	21.0	23.4	5.5	-37.6

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	4,162	5,529	6,416	7,263
영업이익(십억원)	1,168	1,751	2,244	2,581
순이익(십억원)	1,030	1,597	1,978	2,247
EPS(원)	4,238	6,588	8,162	9,273
BPS(원)	74,508	79,617	86,377	94,303
PER(배)	42.7	27.0	21.8	19.2
PBR(배)	2.4	2.2	2.1	1.9
ROE(%)	5.9	9.0	10.3	10.8
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	30.4	20.9	16.8	14.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208

옴리클로의 일본 침투 가능성 확인

학회 개요 및 참관 시사점

지난 10월 15일부터 18일까지 일본 교토 국제회의장에서 JSA/WAO/APAPARI Joint Congress 2026(이하 WAC 2026)이 개최되었다. 일본알레르기학회(JSA)의 정기 학술대회가 세계알레르기기구(WAO), 아시아 태평양 소아알레르기 호흡기 면역학회(APAPARI)와 합동으로 열린 대규모 국제 학회다. 알레르기 질환 전반의 최신 지견이 공유되는 자리였다.

이번 참관을 통해 2가지를 확인했다. 하나는 동사의 오말리주맵(오리지널 제품명 졸레어, Xolair) 바이오시밀러인 옴리클로(Omlyclo, 개발명 CT-P39)가 일본에서 언제, 어떤 적응증을 중심으로, 어느 정도의 속도로 침투할 수 있는지였다. 옴리클로는 올해 3월 일본 후생노동성으로부터 천식, 특발성 만성 두드러기(CSU) 및 계절성 알레르기비염(SAR) 3개 적응증 전체에 대해 허가를 받았으며 현재 약가 기준에 수재되어 발매를 준비 중이다. 유럽(2025년 출시)과 미국(2026년 10월 출시)에 이어 일본은 옴리클로의 세 번째 주요 시장이 될 것으로 예상된다.

다른 하나는 일본 바이오시밀러 시장 자체의 구조 변화였다. 일본은 오랫동안 미국과 유럽 대비 바이오시밀러 침투가 느린 시장으로 인식되어 왔지만 최근 동사의 트라스투주맵/베바시주맵 시밀러가 일본에서 높은 점유율을 기록하고 있고, 정부 정책도 인센티브 중심에서 환자 부담을 통한 강제 정책 중심으로 진화하고 있는 상황이다. 결국 옴리클로 개별 제품의 성패도 중요하지만, 더 나아가 일본이 동사에게 의미 있는 매출 지역으로써의 포지셔닝이 가능한 잠재력이 있는지를 판단하는 것이 이번 참관에서의 목표였다.

그림1. 학회장 전경



자료: iM증권 리서치본부

그림2. 학회장 내 셀트리온 부스



자료: iM증권 리서치본부

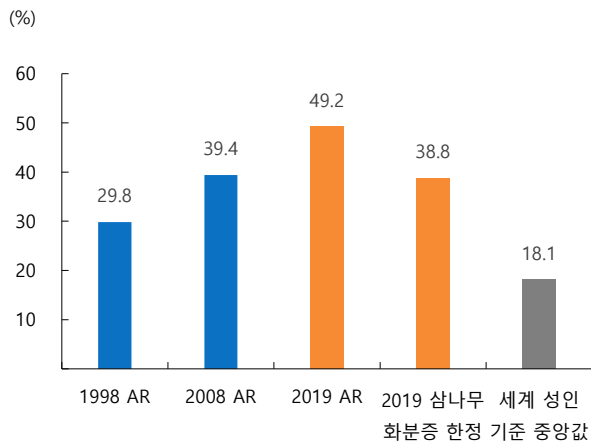
일본 화분증은 왜 국민병일까?

옴리클로의 초기 시장 안착에 큰 영향을 준 적응증은 일본의 화분증(계절성 알레르기비염)이다. 일본의 알레르기비염 유병률은 1998년 약 30%에서 2008년 40%, 2019년 50%로 꾸준히 상승하고 있다. 알레르기비염을 일으키는 요인 중 삼나무와 관련된 화분증 유병률이 2019년 기준 39%에 달했다. 글로벌 성인 알레르기비염 유병률의 중앙값이 18% 정도인 점을 고려하면 일본은 두 배 이상 높은 유병률을 보이는 특수한 시장이다.

이처럼 일본에서 화분증 유병률이 유독 높은 이유는 역사적 배경에 있다. 1960년대 전후 목재 부족에 대응해 삼나무를 대규모로 식재했고, 삼나무는 식재 후 약 30년부터 꽃가루를 날리기 시작해 50~60년 시점에 꽃가루 방출량이 정점에 달한다. 즉 현재가 삼나무 꽃가루 방출의 정점 구간이며, 구조적으로 화분증 부담이 단기간에 줄어들기 어렵다고 해석할 수 있다.

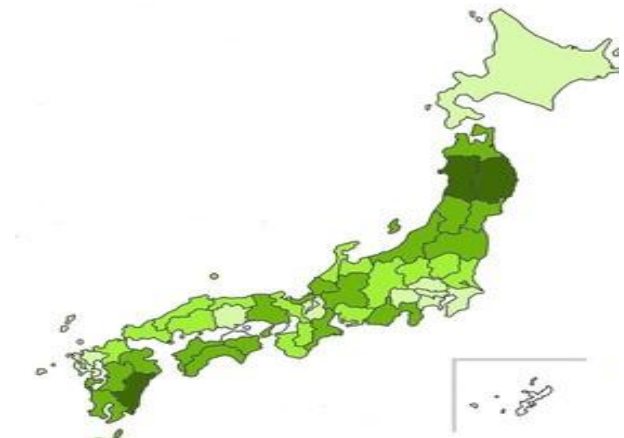
동사의 일본법인에서도 화분증을 언급했다. 삼나무 꽃가루에 장기간(7~10년) 노출되면 발병하는 경우가 있어 장기 체류하는 외국인도 화분증을 겪는 사례가 흔하며, 증상의 강도도 국내 계절성 꽃가루 알레르기보다 훨씬 심하다고 언급했다.

그림3. 일본 알레르기비염(AR) 유병률 추이



자료: WAC 2026, iM증권 리서치본부

그림4. 일본 국토 전역에 펼쳐진 삼나무 분포도



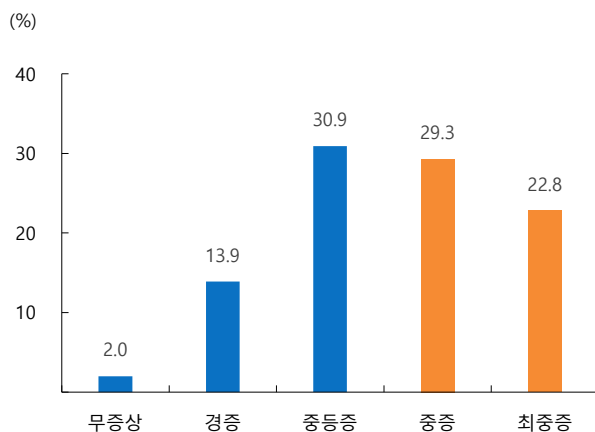
자료: 목재신문, iM증권 리서치본부

유병률만큼 중요한 것은 중증도다. 2011년 일본 전국 15세 이상 3,382명을 대상으로 한 온라인 조사(Gotoh 2013)에서 일본 가이드라인 기준 최종증 22.8%, 중증 29.3%로 중증 이상이 52.1%에 달했다. 중등증 30.9%, 경증 13.9%, 무증상 2.0%였다. 화분증 환자 중 상당수가 항히스타민제나 비강 스테로이드만으로는 충분히 조절되지 않는 중증 환자라는 의미이며, 이것이 생물학적 제제인 오말리주맙의 잠재 수요 기반이 될 수 있다. KOL 역시 일본인의 약 40%가 화분증을 가지고 있고 그 중 10~20%가 항히스타민 및 스테로이드로 조절되지 않는 중증 환자임을 언급했다.

중증 화분증의 사회적 비용은 의료비보다 노동생산성 손실에서 더 크게 나타난다. 유럽 MASK-air 어플리케이션 기반 연구(Vieira 2024, 40개국)에 따르면 비염이 조절되지 않는 환자의 근무 중 생산성 저하(Presenteeism) 중앙값은 60.7%로, 부분 조절(25.0%)이나 조절 양호(4.4%) 환자 대비 압도적으로 높았다. 반면 결근(Absenteeism) 중앙값은 모든 단계에서 0%였다. 즉 화분증 환자는 회사를 쉬지는 않지만 출근해서 일을 제대로 하지 못하는 형태로 손실이 발생한다. 다른 연구에서도 생산성 저하로 인한 발생 비용은 결근 비용의 2~19배, 총 업무 손실 비용이 직접 의료비의 3~14배에 달하며 간접비가 비염으로 인해 발생하는 총 비용의 76~93%를 차지하는 것으로 나타났다.

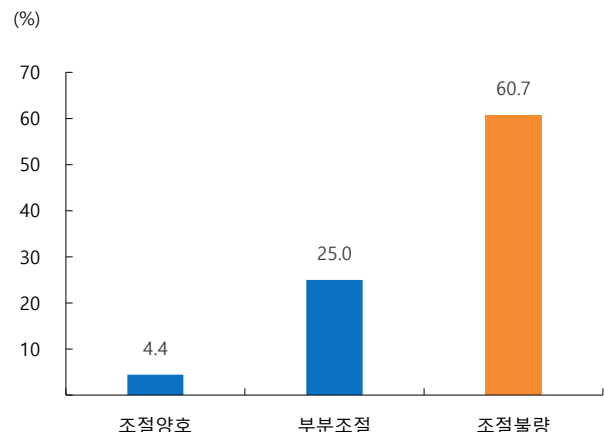
상기 내용은 투자 관점에서도 의미가 있다고 판단한다. 일본 정부 입장에서 화분증은 단순한 의료비 문제가 아니라 노동력 부족 국면에서 생산성과 직결되는 경제 문제다. 일본 이비인후과 학회 차원에서 중증 화분증 환자 제로 캠페인을 진행 중이라는 KOL의 언급도 같은 맥락이다. 생물학적 제제 접근성 확대에 대한 사회적 요구가 존재하는 상황에서, 약가에서의 이점을 보여주는 바이오시밀러는 의료 재정과 환자 접근성 사이의 절충점이 될 수 있다.

그림5. 일본 알레르기비염 환자 중증도 분포



자료: Gotoh M. et al., Allergol Int 2013, iM증권 리서치본부

그림6. 비염 조절의 수준에 따른 업무 중 생산성 저하 양상. y축은 재직 중 생산성 저하(Presenteeism) 중앙값



자료: Vieira RJ. et al., (MASK-air) 2024, iM증권 리서치본부

화분증 치료에서 오말리주맙의 위치는?

일본 알레르기비염 진료가이드라인에서는 계절성 알레르기비염 중증 이상의 환자가 비강 스테로이드와 항히스타민제 등을 병용한 후에도 증상이 개선되지 않으면 항IgE 항체(오말리주맙)를 투여하도록 명시하고 있다. 오말리주맙의 화분증 처방 근거는 탄탄하다. 12개의 무작위 대조군 임상시험(RCT) 메타분석 결과 오말리주맙은 비증상(SMD -0.41), 안증상(-0.30), 질환 특이 QOL(-0.45), 구제 항히스타민 사용(-0.21) 모두에서 위약 대비 우위를 보였으며 이상반응은 위약과 큰 차이가 없었다.

이번 학회에서 진행했던 세미나에서도 이를 확인할 수 있었다. 세미나 좌장인 Okubo 교수가 주도한 연구에서 표준 치료(펙소페나딘+플루티카손 비강분무)로 불충분한 중증 삼나무 화분증 환자에게 오말리주맙 추가투여 시 비증상, 안증상, QOL 및 업무 생산성이 모두 유의하게 개선됨을 확인했다. 특히 알러지로 인한 업무손실 관련 설문조사(WPAI-AS) 결과가 위약 대비 약 14%p 개선되었으나 결근 시간 차이는 유의하지 않았다. 앞서 언급한 결근을 하지 않고 출근해 업무능력이 저하되는 질환 특성과 일치한다.

문제는 접근성이다. KOL에 따르면 일본에서 오말리주맙 처방 비중은 가장 먼저 승인된 천식이 가장 크고, 다음이 두드러기, 가장 마지막에 승인된 화분증 순이다. 화분증의 경우 항히스타민제에 효과가 없는 환자군으로 사용을 제한하고 있다. 화분증 환자 수가 워낙 많아 의료 재정에 미치는 영향이 지대하다는 판단인 것으로 해석한다. 또한 투여 패턴도 독특하다고 언급했다. 일본의 삼나무 화분증은 1년 내내 투여하지 않는다. 원칙적으로는 1월에 첫 투여 후 매달 투여하는 것이 좋으나 가이드라인상 제한으로 중증 환자 범위 안에서도 최소 1회에서 최대 6회까지 투여 횟수가 다르다. 계절성 질환인 만큼 화분증 매출은 연초에 집중된다.

표1. 일본 중증 삼나무 화분증 RCT 주요 결과 요약

평가항목	오말리주맙 vs 위약 차이 [95% CI]	유의성
Nasal Symptom (비증상)	-0.41 [-0.62, -0.21]	위약 대비 우위
Ocular Symptom (안증상)	-0.30 [-0.50, -0.10]	위약 대비 우위
질환 특이적 QOL	-0.45 [-0.62, -0.27]	위약 대비 우위
항히스타민 사용	-0.21 [-0.38, -0.05]	위약 대비 우위
이상반응		위약과 차이 없음
WPAI-AS	약 14% 차이	유의함
결근 시간 차이	약 0.6% 차이	유의하지 않았음

자료: WAC 2026, iM증권 리서치본부 정리

옴리클로의 임상, 경제적 근거를 확인할 수 있었던 교육 세미나

동사는 10월 16일 'Expanding Treatment Options with Biosimilars: Shaping the Future of Asthma and Allergic Rhinitis Management'를 주제로 교육세미나를 주최했다. 600석 규모로 진행된 학회 공식 세션이다. 좌장은 일본 이비인후과 면역알레르기학회 회장이자 화분증 분야 권위자인 Okubo Kimihiro 교수가 맡았고, 일본비과학회 이사 Kawashima Kayoko 오사카 하비키노 의료센터 부원장 및 Gon Yasuhiro 니혼대학 호흡기내과 주임교수가 연자로 나섰다.

세션 구성에서 동사 옴리클로의 출시 후 전략을 간접적으로 확인할 수 있었다. 옴리클로의 3개 적응증 중 처방 경험이 전무한 이비인후과와 기존 오말리주맙 처방이 빈번한 호흡기내과를 동시에 겨냥했고, 마지막 세션은 좌장이 직접 바이오시밀러란 무엇인가를 설명했다. 세션 기획 의도가 오말리주맙 바이오시밀러 관련 우려를 해소하는 데 도움이 되는 시간이라고 명시했듯 출시 전 의료진의 바이오시밀러에 대한 기초 인식을 형성하는 것이 핵심 목적이었다는 판단이다.

그림7. 학회장에 게시된 세미나 진행 정보



자료: iM증권 리서치본부

그림8. 셀트리온 부스에 위치한 옴리클로



자료: iM증권 리서치본부

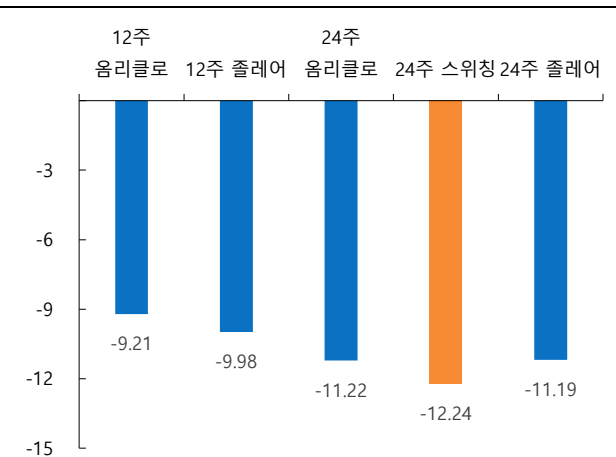
① 오말리주맵 바이오시밀러의 치료적 동등성과 스위칭 안전성 확인

세미나의 첫번째 세션은 옴리클로의 임상 근거에 할애되었다. 옴리클로는 오리지널 졸레어와 아미노산 1차 구조가 동일하며 일본 내에서 진행된 임상 1상에서 건강한 일본인 성인을 대상으로 $AUC_{0-\infty}$ (약물 투여 후 약물이 소실되는 시점까지 확인), C_{max} (약물투여 후 최고 혈중농도) 90% 신뢰구간이 모두 80~125% 내로 들어와 PK 동등성을 확인했다. 해당 임상에는 일본인 건강한 65명이 참여했고 일본 현지 의료진에게 일본인 대상 데이터의 존재 유무는 신뢰 형성에 중요한 요소다.

또한 치료적 동등성은 임상 3상 데이터를 통해 검증했다. CSU 환자를 대상으로 한 글로벌 임상 3상은 6개국 62개 기관에서 진행됐다. H1 항히스타민제를 6주 이상 투여해도 증상이 지속되는 12~75세 CSU 환자가 대상이었다. 1차 평가변수인 12주차 주간 가려움 증정도 점수(ISS7)의 기저치 대비 변화량은 옴리클로 -9.21, 대조군 -9.98로 차이는 0.77(95% CI -0.37~1.90)이었으며, 사전에 정의된 동등성 한계(± 2.00) 내에 들어와 치료적 동등성을 증명했다.

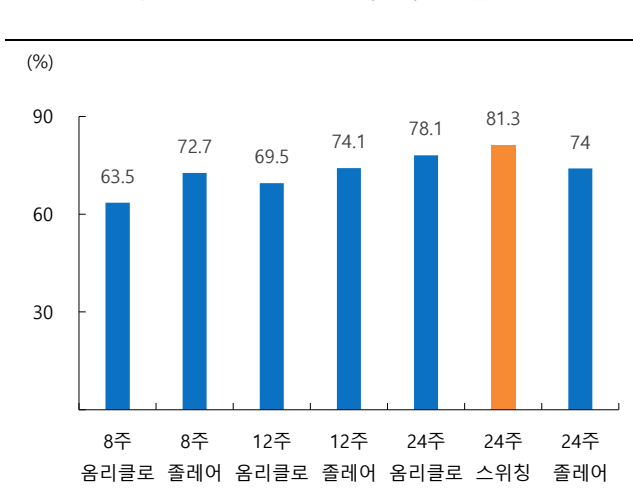
주목할 데이터는 스위칭이다. 12주 이후 오리지널 300mg군을 재무작위배정해 옴리클로로 전환한 96명은 24주차 ISS7 변화량 -12.24, MID 도달률 81.3%로 오리지널 유지군(-11.19, 74.0%)과 비교해 효과가 유지되었다. 기존 졸레어 사용환자를 바이오시밀러로 전환할 때 의료진의 우려 포인트가 효과 저하 및 면역원성이며 이를 해소할 수 있는 데이터라는 판단이다.

그림9. 오리지널제품과의 치료 동등성을 입증한 옴리클로. 또한 스위칭 시에도 오리지널제품 투여와 비교했을 때 약효 유지



자료: WAC 2026, iM증권 리서치본부

그림10. 임상적으로 의미있는 최소 차이(MID) 도달률 비교자료



자료: WAC 2026, iM증권 리서치본부

② 천식에서 오말리주맙 역할과 바이오시밀러 등장이 주는 잠재적 기회

호흡기내과 Gon 교수가 진행한 두번째 세션은 천식에서의 오말리주맙 역할을 기전 및 약동학 중심으로 먼저 소개했다. 성인 난치성 천식(GINA Step 4~5 조절 불량) 환자 중 아토피성 천식(총 IgE 30~1,500 IU/mL)이 49%, 호산구성 천식이 52%로 표현형이 상당 부분 중복된다. 일본 처방 가이드라인 상 고용량 흡입 스테로이드와 복수 약제에도 효과가 나아지지 않고, 알레르기 유발 항원 검사 시 양성이라면 체중과 알레르기 수치(총 IgE)가 투여량 환산표 기준을 충족하는 환자에게만 오말리주맙을 투여할 수 있어 현재는 처방이 제한적임을 언급했다.

기전 측면에서 오말리주맙은 알레르겐(알레르기 항원) 기반 천식반응을 억제하고 동시에 알레르기 수용체 감소를 일으켜 인터페론-α 분비를 회복시킴으로써 바이러스성 악화까지 억제한다. 투여용량 설정의 근거는 몸속에 떠돌고 있는 유리 IgE를 25ng/mL 이하로 억제할 수 있는지다. 예시로 제시한 임상 3상 및 일본 임상에서 오말리주맙을 맞은 환자는 스테로이드 약을 그대로 쓰는 줄이든지와 상관없이 천식 발작 횟수가 40~50% 가까이 줄어들었음을 보임과 동시에 호흡 기능이 개선됨을 보였지만 특히 효과가 뚜렷했던 구간이 존재했다.

세션에서는 최적의 천식 치료에 대한 플로우차트를 제시했다. 오말리주맙을 16주 투여한 뒤 약효와 유리 IgE 수치를 측정해 지속 또는 증량하거나 타 기전 약제로의 전환하는 흐름이다. 또한 결론에서 바이오시밀러 제제가 출시되면서 비용 대비 효과를 고려한 생물학적 제제 선택도 고려할 수 있게 되었음을 명시했다. 천식 영역은 이미 오말리주맙 처방 경험이 가장 많은 분야로, 바이오시밀러 전환 시 의료진이 비교적 익숙하게 접근할 수 있다. 다만 천식 적응증은 난치성 질환 지정 등으로 환자 본인부담이 낮아 가격 차이에 따른 전환 동기는 현재 크지 않다.

표2. 천식에서의 오말리주맙 처방에 대한 주요 근거 임상 데이터 결과 요약

연구	임상 환자 수	주요 결과 요약
008 (글로벌 3상)	525	스테로이드 약을 유지하는 기간 동안 위약군은 평균 0.54회 천식 악화, 투여군은 0.28회로 약 절반 감소 (pvalue=0.006으로 통계적 유의 확보)
		스테로이드 양을 줄이는 기간 기준 위약군 평균 0.66회 천식 악화, 투여군은 0.39회로 40% 감소 (pvalue=0.003으로 통계적 유의 확보)
1304 (일본 3상)	315	아침 호흡 가능 향상 여부를 아침 최고호기유속(PEF) 변화로 비교 위약군은 베이스라인 대비 평균 2.25L/min 증가 투여군은 평균 15.45L/min 증가해 큰 폭의 개선을 확인 (pvalue=0.0004로 통계적 유의 확보)
EXTRA	850	치료 이후 유리 IgE 농도와 폐기능 사이 관계 분석 오말리주맙 투여군은 혈중 유리 IgE 낮은 수준으로 강력하게 억제 + 폐기능 곡선이 높은 위치에서 형성되어 기능 개선을 시사 위약군은 유리 IgE 농도가 높고 폐기능 곡선 낮은 위치에서 형성
INNOVATE		혈중 총 IgE 레벨의 높고 낮음 또는 기준 투여 기준 허용 범위와 관계없이 줄러어가 천식 발작을 줄여주는 일관된 유효성을 나타냄

자료: WAC 2026, iM증권 리서치본부 정리

③ 바이오시밀러에 대한 현지 의료진 인식 제고

마지막으로 좌장이 직접 진행한 세션에서는 바이오시밀러의 기초 개념 설명이 메인이었다. 저분자 의약품과 바이오의약품의 차이, 제네릭과 바이오시밀러의 차이, 동등성 및 동질성(comparability)의 개념, 적응증 외삽 원리 등을 설명했다. 핵심 메시지는 오리지널 제조사 역시 공정을 변경하면 품질이 미세하게 변하며, 바이오시밀러는 그와 동일한 허용 범위 내에서 평가된다는 것이다. 바이오시밀러에 대한 일본 현지 의료진들이 가지는 우려를 해소하는 것에 포커스를 맞췄다.

이어 일본 바이오시밀러 약가는 오리지널의 70% 수준으로 설정되고, 의료비 절감과 함께 고가로 인해 생물학적 제제를 쓰지 못하던 환자의 치료 접근을 확대한다는 점을 주목했다. 마지막으로 옴리클로와 졸레어를 첨부문서 기준으로 항목별 비교해 적응증, 용법용량, 세포주(CHO) 및 pH가 모두 동일하고 차이는 첨가제의 미세한 함량 차이와 유효기간 및 약가에 한정됨을 소개했다.

주목할 점은 옴리클로의 유효기간은 24개월로 오리지널 대비 6개월 길다는 것이다. 계절성 수요가 강한 화분증 특성상 시즌 전 재고를 쌓아야 하는 도매상이나 약국 입장에서 재고 폐기 리스크를 줄여주는 실질적인 장점이 될 수 있을 것으로 판단한다. 동사의 일본법인도 약국이 2~8℃에서의 보관 데이터 외에도 상온 노출 후 냉장 가능 여부 등 안정성 데이터를 중요하게 여기고 있다고 언급했기에 점유율 상승의 포인트가 될 수 있다.

현재 일본에서 허가받은 용량, 용법 중 300mg 펜 제형은 없다. 단기적인 영향은 크지 않을 것이다. 이는 초기 빠른 침투가 기대되는 화분증 적응증의 처방 환자 중 300mg 용량이 필요한 환자가 절반 이하라는 점에 기인한다. 유럽은 이미 300mg 제형을 출시해 판매 중이기에 향후 제품 라인업을 추가할 것으로 보인다.

표3. 옴리클로와 졸레어 항목별 비교

	옴리클로	졸레어
허가 적응증	천식 / CSU / SAR (중증 이상)	동일
용법 / 용량	1회 75~600mg (총 IgE, 체중 기반) 2주 또는 4주 간격 투여 CSU는 300mg 4주 투여	동일
허가 획득 제형	75mg 펜 / 시린지 150mg 펜 / 시린지	75mg 펜 / 시린지 150mg 펜 / 시린지 300mg 펜
세포주	CHO	CHO
pH	5.8~6.2	동일
보관 온도(℃)	2~8	2~8
유효기간(개월)	24	18
약가(엔)	8,044 (75mg) 14,602 (150mg)	11,476~11,700 (75mg) 21,260~21,819 (150mg) 39,329 (300mg)

자료: WAC 2026, iM증권 리서치본부 정리

④ 직접적인 유인책은 결국 약가다

옴리클로의 일본 약가는 75mg 8,044엔, 150mg 14,602엔으로 정해졌다. 오리지널 동일 용량 대비 70% 수준으로, 바이오시밀러 약가 원칙에 부합한다. 이를 CSU 적응증의 표준용량(300mg)을 4주 간격으로 투여해 총 13번)으로 환산하면 옴리클로(150mg×2) 연간 약제비는 약 38만엔으로, 졸레어 300mg 펜 기준 약 13만 엔, 150mg 펜 기준으로는 대비 약 17만엔의 비용 절감이 가능하다.

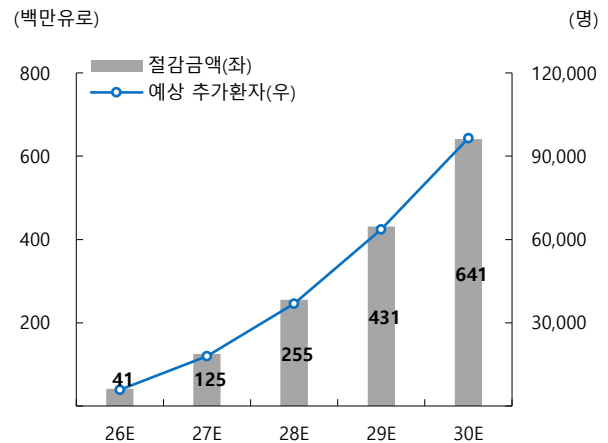
환자 입장에서 체감하는 비용 절감의 강도는 본인부담률에 따라 달라진다. 일반적인 본인부담 수준인 30%를 적용하면 CSU 환자는 연간 약 4~5만엔의 부담을 덜 수 있다. 화분증의 경우 시즌 중 1~6회만 투여하므로 절대 금액은 작지만 본인부담이 그대로 적용되고 매년 반복 투여한다는 점에서 바이오시밀러의 선호도가 올라갈 가능성이 있다. 앞선 세션에서도 비용 절감에 대해서 언급이 되었다. 인용된 자료는 유럽 23개국의 예산영향분석이며 바이오시밀러가 오리지널 대비 30% 저렴하면 5년간 약 6억 유로가 절감되며 약 9.6만 명의 추가 환자를 치료 가능하다. 향후 일본에서도 같은 재정으로 더 많은 환자를 치료할 수 있다는 점이 부각된다면 최적사용 가이드라인 완화 논의로 이어질 가능성도 존재한다.

그림11. 부스에 설치된 바이오시밀러 관련 정보



자료: iM증권 리서치본부

그림12. 바이오시밀러 사용 시 절감되는 예산 및 예상 추가환자



자료: WAC 2026, iM증권 리서치본부

KOL & 일본법인 인터뷰 요약

KOL 인터뷰; 실제 처방 현장의 시각 확인

① 출시 초기 최대 허들은 인지도

KOL 인터뷰는 국제의료복지대학(IUHW) 나리타병원 이비인후과 Okano Mitsuhiro 교수와 진행했다. Okano 교수는 이비인후과 관점에서 오말리주맙 바이오시밀러의 성장성은 충분히 있다고 평가했다. 현재는 중증 환자에게만 사용할 수 있다는 제약은 바이오시밀러도 동일하지만 가격이 낮아지게 되면 의료진이 환자에게 설명하기가 쉬워진다는 점에서 성장 여력이 있다는 판단이다.

반면 출시 초기 최대 허들은 명확했다. Okano 교수는 현재 이비인후과 쪽은 바이오시밀러 제품이 전무하기에 인식이 많이 부족하다고 언급했다. 용어 자체를 모르는 의사도 있다고 언급했다. 처방의 가장 큰 방해 요소는 바이오시밀러의 개념과 정의를 모른다는 점이며 이를 인식시키는 것이 중요할 것으로 판단한다.

향후 바이오시밀러로의 전환을 위해 고려해야할 항목으로 ① 동일한 효과, ② 동일한 안전성, ③ 약가를 꼽았다. 이 중 효과와 안전성은 앞서 교육 세미나에서 언급한 임상 및 데이터로 대응할 수 있고 약가는 오리지널 대비 30% 낮은 수준이다. Okano 교수도 오리지널 가격을 100으로 볼 때 70 수준이면 처음 접하더라도 사용해볼 가치가 있다고 판단할 것이라고 답했다.

수요 측면에서 가장 인상적이었던 코멘트는 기존 환자의 높은 재투여 의향이다. Okano 교수는 오말리주맙을 사용하는 환자는 봄이 되면 졸레어 주사를 맞는데, 효과가 너무 좋아서 다음 해에도 꼭 다시 해달라고 온다며, 기존 환자는 매년 계속 사용한다고 보면 된다고 언급했다. 한 번 효과를 경험한 환자가 매년 시즌마다 돌아오는 구조라면, 바이오시밀러는 기존 환자 전환 및 신규 환자 유입의 두 가지 경로로 수요를 확보할 수 있을 것이 기대된다.

② 처방은 점진적으로 확대될 수 있다

KOL 인터뷰에서 확인한 흥미로운 포인트는 일본 제약 시장의 독특한 관행이다. Okano 교수는 후발품이 나오면 오리지널 회사는 프로모션을 하지 않는다고 설명했다. 정부가 정책적으로 후발주자 제품 사용을 밀어주기 때문에 오리지널사의 프로모션 유무가 중요치 않게 되어 오리지널사는 이익이 발생하는 다른 신약에 집중하는 경우가 많다는 것이다. 따라서 바이오시밀러사가 적극적으로 프로모션을 진행할 경우 전환과 점유율 확대가 충분히 가능해질 수 있는 잠재력이 있다.

후발품 회사 중에서도 의사 입장에서는 열심히 프로모션을 하는 회사의 제품을 선택하려는 경향이 있다고 한다. 동사가 출시 전부터 학회 교육세미나를 주최하고 KOL 네트워크를 활용하는 것은 이러한 시장 특성에 부합하는 전략이라 판단한다.

의사의 처방 행태와 관련해서는 가이드라인이 나와도 주변 선생님들이 사용하기 시작했는지 동향을 보고 움직이는 경우가 많다고 답변했다. 초기 확산 속도는 느릴 수 있으나, 일정 수준의 처방 경험의 쌓이면 동료 효과(peer effect)로 확산이 가속될 수 있는 구조다. 환자 측면에서는 오리지널을 고집하는 환자가 있으나 전체 환자의 10%에 미치지 않는 수준이라고 평가했다.

Okano 교수는 항히스타민제를 장기간 사용하기보다 빨리 생물학적 제제로 넘어가는 것이 더 효과적이라는 의견을 밝혔다. 실제 본인이 어드바이저로 참여하는 오말리주맵 화분증 임상도 초기에 바이오의약품을 사용하는 것으로 설계되어 있었지만 의료재정 이슈로 특정 환자로 사용을 한정했다. 상기 내용과 연관해 KOL의 발언 중 주목할 부분은 약가 감소는 처방 가이드라인의 변화를 보다 빠르게 가져올 수 있다는 것이다. 이는 중장기 업사이드 요인이다.

일본법인 인터뷰; 우호적으로 변화하는 정책 확인

① 재정 절감 측면에서 바이오시밀러의 선호도는 상승 중

국가가 의료 체계를 운영하는 구조에서 바이오시밀러 사용은 곧 재정 절감이다. 후생노동성은 2029년 회계연도말(2030년 3월)까지 바이오시밀러 점유율이 80% 이상인 성분을 전체 대상 성분의 60% 이상으로 만들겠다는 수치 목표를 제시했고, 이를 달성하기 위한 정책 수단을 단계적으로 강화하고 있다.

초기에는 장려책 중심이었다. 바이오시밀러 처방 의료기관에 절감하는 재정의 일부를 나눠주는 가산제도를 도입했으며, 의료기관이 성분명으로 처방하고 약국에서 바이오시밀러로 조제하면 조제 가산을 추가 지급했다.

최근에는 강제 정책 성격이 강해지고 있다. 2026년 8월 고액요양비 자기부담 상한이 약 7% 인상되었다. 고가 약을 쓸수록 상한까지 부담하게 되므로, 바이오시밀러를 쓰면 부담이 줄어드는 효과를 환자가 직접 체감한다. 더 큰 변수는 선정요양 제도 내 바이오시밀러 확대 적용이다. 2024년 10월부터 케미컬 의약품에 적용된 이 제도는 환자가 후발품 대신 오리지널을 고집할 경우 차액의 일부를 환자가 부담하게 한다. 도입 후 케미컬 제네릭 사용이 급증한 것을 경험한 정부는 현재 바이오시밀러로의 확대를 위한 공청회 등을 진행 중이다.

투자 관점에서는 정책의 방향성이다. 일본 정부는 인센티브만으로 목표 달성이 어렵다고 판단하자 페널티 정책으로 강도를 높이고 있으며 명확한 시한이 있다. 또한 일본은 의료비 지원 제도가 잘 갖춰져 사보험 시장이 거의 없어 정부 정책이 처방 구조에 미치는 영향이 미국 등의 다른 국가 대비 훨씬 직접적이다. 향후 키트루다와 같은 대형 품목의 특허만료 등을 감안하면 정부의 정책 추진 유인은 더욱 커질 것으로 보았다.

② 독특한 유통 구조 속 확보한 경쟁력

일본 유통 구조는 타국가와 다른 점이 존재한다. 제약 유통 시장에서는 4대 도매상(오로시)이 전체 시장의 80% 이상을 장악하고 있다. 각각의 도매상들은 매출 규모가 20~25조원에 달하는 대형 기업으로 단순 물류를 넘어 품질 및 재고 관리 서비스까지 제공한다. 가령 아침에 주문하면 저녁에 배송되고 하루 2~3회 주문도 가능할 만큼 배송 시스템이 발달해 있기에 제약사가 독자 유통망으로 유사한 레벨의 서비스를 제공하기는 현실적으로 어렵다. 따라서 도매상과의 관계가 매우 중요하며 업력이 쌓이고 공급 안정성에 대한 신뢰가 구축되면 도매상의 지지를 받을 수 있다.

도매상에는 MS(Marketing Specialist)라 불리는, 제약사 영업사원 역할을 일부 수행하는 직원이 있다. 이들은 클리닉에 직접 납품하면서 제품 설명도 제공하는데, 동사는 4대 도매상 경영진의 지원을 받아 MS 교육 기회를 꾸준히 늘려왔다. 이를 통해 소규모 클리닉과 SC 제형을 조제하는 약국까지 단독 영업 대비 훨씬 넓은 커버리지를 확보할 수 있었다.

또한 동사는 바이오의약품의 2~8℃ 관리 설비를 갖춘 전문 조제 약국 체인과의 협력도 강화하고 있다. 일본에는 미국 PBM처럼 공식적인 선호의약품(Preferred Drug) 지정 절차는 없고 도매상이나 약국 체인이 내부적으로 특정 품목을 지원하는 구조다.

이렇게 쌓인 신뢰는 후속 제품의 출시 시 시장 장악력을 빠르게 높여줄 수 있다. 동사의 트라스투주맙 시밀러가 점유율을 올리는데 걸렸던 시간보다 베바시주맙 케이스는 네 번째로 진입했음에도 현재 시장 내 점유율 1위를 차지할 정도로 빠르게 점유율이 상승했다고 언급했다.

③ 가격 방어와 직판 체제 전환을 통한 수익성 제고 기대

일본의 바이오시밀러 약가는 오리지널의 70%(케미컬 제네릭은 50%)로 시작하며, 일본인 대상 임상 데이터를 제출하면 10%를 가산해 최대 오리지널 약가의 80%까지 확보할 수 있다. 이후 매년 유통 과정의 할인 규모를 조사해 약가를 인하하는 방식이다. 시장조사에 따르면 오리지널과 시밀러 간 가격 차이가 30% 미만이면 처방 변경에 따른 행정 절차 때문에 전환하지 않고, 30%를 넘으면 고민하며, 40% 이상이면 바꾸는 경우가 많다. 후발 주자가 진입할 때마다 할인 경쟁이 벌어지면 전체 약가가 빠르게 하락하고 수익 구조가 악화된다.

이를 차단하는 방법은 결국 경쟁자를 제거하는 것이다. 이를 가능하게 하는 목표 점유율은 70% 이상으로 회사는 타겟하고 있다. 가격 할인 폭에 대한 주도권을 가질 수 있는 최소한의 수치다. 출시 초기 빠르게 점유율을 확대하여 소수 회사만 경쟁하는 구도를 만들면 가격이 유지되고 수익성이 보장될 수 있다. 이를 위해 제품 원가 외에도 현지에서 발생하는 다양한 비용(생산, 물류, 판관비 등)을 낮춰 가격 경쟁력을 확보하고 있는 상황이다. 다른 바이오시밀러가 할인하면 함께 약가가 떨어지는 구조이기에 원가 경쟁력이 매우 중요하다.

동사는 일본 진출 초기 트라스투주맙과 인플릭시맙을 두 개의 상품명으로 두 회사가 동시에 유통하는 두 채널 방식으로 출시했다. 남북으로 긴 일본 지형상 단독 커버리지 구축 비용이 컸음에 기인한다. 해당 파트너십이 만료되면서 현재 제품을 회수하는 단계이며 회수 절차는 올해부터 내년 초까지 진행된다. 베바시주맙 및 아달리무맙은 니폰카야쿠(Nippon Kayaku, 일본화약)와의 협력을 당분간 유지하되 이후 출시되는 모든 품목은 일본법인이 단독으로 판매한다.

4대 도매상으로 출하되어 법인 매출로 인식되는 구조는 내년중 완성될 예정이다. 직판으로의 전환은 단기적으로 인력 확충, 이전 등 일시적인 비용 증가를 발생시킬 것이다. 하지만 중장기적으로는 파트너사에 넘기던 유통 마진을 내재화해 일본 매출의 수익성을 개선할 것이 기대된다. 옴리클로는 출시 초기부터 법인 직판 체제로 출시되는 대표 품목이 될 것으로 판단한다.

결론 및 시사점

지금은 작지만 구조적으로 커지는 잠재력 높은 시장. 내년초 주목

이번 WAC 2026 참관을 통해 내린 결론은 다음과 같다. 단기적으로 옴리클로의 일본 출시가 동사 실적에 미치는 영향은 제한적이다. 출시는 2027년 화분증 시즌에 맞춰 이루어질 예정이며, 주력 처방이 예상되는 이비인후과는 바이오시밀러 처방 경험이 전무해 인지도 확보에 시간이 필요하다. 화분증 시장 자체도 최적사용 가이드라인으로 인해 규모가 작다.

그러나 중장기적으로 일본 알레르기 분야 바이오시밀러의 구조적 성장 가능성은 충분하다고 판단한다. 그 근거는 ① 2030년 3월이라는 시한을 가진 정부 목표와 인센티브에서 환자 부담 중심의 강제 정책으로 진화하는 정책 방향, ② 화분증이라는 일본 특유의 국민 질환과 높은 환자 본인부담, ③ 후발품 진입 시 오리지널사가 프로모션을 중단하는 일본 시장의 관행, ④ 동사의 직판 체제 전환과 현지 생산(Fill & Finish) 국산화 전략, 그리고 트라스투주맵과 베바시주맵 시밀러 케이스에서 입증된 점유율 확보 역량이다. 이 요인들이 맞물리면 출시 초기 처방률의 가파른 상승도 가능할 것이다.

투자의견과 목표주가는 유지한다. 미국이나 유럽 대비 일본 매출의 절대 규모는 크지 않지만, 매출 창출 국가가 다변화되고 짐펜트라 및 옴리클로를 필두로 한 신규 제품군의 비중이 높아지면서 매분기 점진적인 이익 개선이 확인되고 있다. 3분기 잠정실적을 발표했으며 연초 제시한 실적에서 벗어나지 않고 견조하게 증명하고 있다. 상기 언급한 외형 성장과 이익 개선이 동시에 일어나고 있는 상황 속에서 향후 일본 시장에서의 유의미한 성장을 기대해본다.

표4. 셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
연결 매출	1,145.0	1,393.7	1,464.8	1,525.1	1,391.1	1,559.6	1,663.9	1,801.8	4,162.5	5,528.6	6,416.4
YoY	36.0	45.0	42.4	14.7	21.5	11.9	13.6	18.1	17.0	32.8	16.1
매출총이익	685.8	864.2	918.8	961.6	844.5	1,028.1	1,110.3	1,201.6	2,467.0	3,430.5	4,184.5
YoY	54.9	58.8	46.8	12.6	23.1	19.0	20.8	25.0	46.7	39.1	22.0
GPM	59.9	62.0	62.7	63.1	60.7	65.9	66.7	66.7	59.3	62.0	65.2
영업이익	321.9	451.8	474.3	503.4	421.0	558.6	607.2	657.3	1,168.5	1,751.3	2,244.1
YoY	115.4	86.3	57.4	5.9	30.8	23.6	28.0	30.6	137.5	49.9	28.1
OPM	28.1	32.4	32.4	33.0	30.3	35.8	36.5	36.5	28.1	31.7	35.0
당기 순이익	349.8	371.3	434.0	454.8	388.9	490.0	537.5	577.0	1,031.5	1,609.9	1,993.4
YoY	222.9	486.6	30.8	(13.9)	11.2	32.0	23.8	26.9	146.2	56.1	23.8

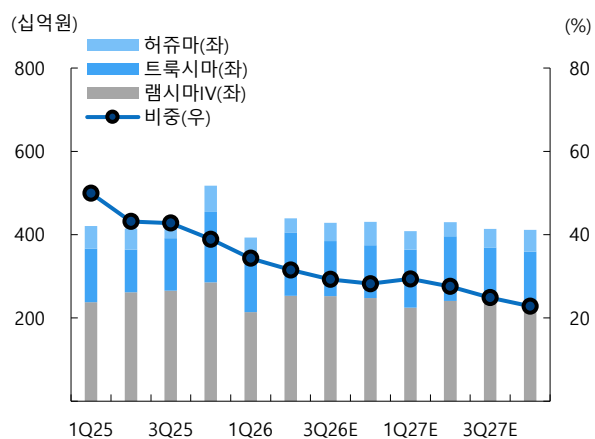
자료: iM증권 리서치본부 추정 / 주) 3분기 잠정실적은 현재 미반영. 차주 중 실적발표 시 실제 수치 반영 예정

표5. 셀트리온 DCF valuation

(십억원, %, 천개, 원, %)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Operating EBIT	1,751	2,244	2,581	2,931	3,404
법인세율	19.0	18.9	19.0	19.0	19.0
NOPLAT	1,419	1,819	2,091	2,376	2,758
감가상각비	127	114	102	92	82
무형자산상각비	207	184	164	146	131
총현금흐름	1,753	2,117	2,358	2,614	2,971
총투자	-1,379	-874	-840	-914	-917
FCF	374	1,243	1,518	1,700	2,054
PV of FCF	365	1,143	1,317	1,391	1,585
추정 마지막 연도 FCF	2,054				
Terminal Value	69,920				
Terminal growth	3.0				
PV of Forecasted FCF	5,801				
PV of Terminal Value	53,961				
Operating Value of FCF	59,761.5				
영업 외	-2,633.2				
셀트리온 기업가치	57,128.3				
셀트리온제약 가치	1,282.5	1년 평균 시가총액 * 지분율(54.81%) 적용			
최종 가치	58,410.8				
주식수	230,961				
적정주가	260,000				
전일 증가	194,300	2026년 10월 22일 기준			
상승여력	33.8				

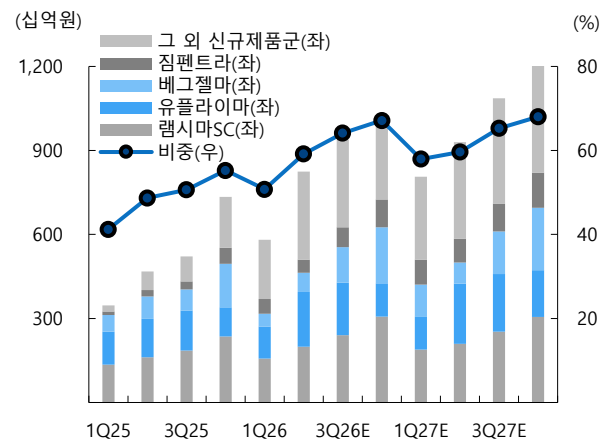
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 셀트리온 기존 제품군 매출 및 비중 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 셀트리온 신규 제품군 매출 및 비중 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

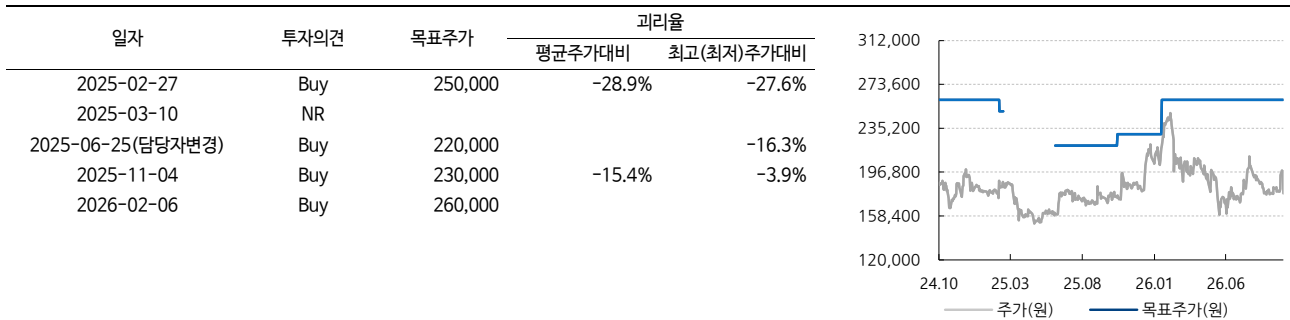
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	6,205	7,587	9,303	11,261	매출액	4,162	5,529	6,416	7,263
현금 및 현금성자산	1,119	1,071	1,871	2,942	증가율(%)	17.0	32.8	16.1	13.2
단기금융자산	122	100	82	68	매출원가	1,695	2,098	2,232	2,493
매출채권	1,874	2,478	2,870	3,245	매출총이익	2,467	3,430	4,184	4,770
재고자산	2,803	3,724	4,322	4,892	판매비와관리비	1,299	1,679	1,940	2,189
비유동자산	16,130	15,794	15,494	15,225	연구개발비	211	280	325	368
유형자산	1,703	1,576	1,462	1,360	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13,778	13,571	13,387	13,222	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	22,335	23,380	24,797	26,486	영업이익	1,168	1,751	2,244	2,581
유동부채	4,454	4,326	4,186	4,046	증가율(%)	137.5	49.9	28.1	15.0
매입채무	125	165	192	217	영업이익률(%)	28.1	31.7	35.0	35.5
단기차입금	3,239	3,039	2,839	2,639	이자수익	23	22	36	56
유동성장기부채	77	77	77	77	이자비용	75	71	67	62
비유동부채	529	509	489	469	지분법이익(손실)	-14	-14	-14	-14
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	36	255	234	234
장기차입금	387	367	347	327	세전계속사업이익	1,154	1,987	2,459	2,795
부채총계	4,982	4,835	4,674	4,515	법인세비용	122	377	466	530
지배주주지분	17,208	18,388	19,950	21,780	세전계속이익률(%)	27.7	35.9	38.3	38.5
자본금	239	239	239	239	당기순이익	1,031	1,610	1,993	2,266
자본잉여금	14,215	14,215	14,215	14,215	순이익률(%)	24.8	29.1	31.1	31.2
이익잉여금	4,407	5,840	7,654	9,737	지배주주귀속 순이익	1,030	1,597	1,978	2,247
기타자본항목	-1,653	-1,906	-2,159	-2,411	기타포괄이익	-253	-253	-253	-253
비지배주주지분	144	157	173	191	총포괄이익	779	1,357	1,741	2,013
자본총계	17,353	18,546	20,123	21,971	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	646	724	1,576	1,851	주당지표 (원)				
당기순이익	1,031	1,610	1,993	2,266	EPS	4,238	6,588	8,162	9,273
유형자산감가상각비	93	127	114	102	BPS	74,508	79,617	86,377	94,303
무형자산감각비	195	207	184	164	CFPS	5,421	7,966	9,393	10,373
지분법관련손실(이익)	-14	-14	-14	-14	DPS	750	750	750	750
투자활동 현금흐름	-860	-523	-527	-530	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-108	-	-	-	PER	42.7	27.0	21.8	19.2
무형자산의 처분(취득)	-223	-	-	-	PBR	2.4	2.2	2.1	1.9
금융상품의 증감	-22	-12	-12	-12	PCR	33.4	22.4	19.0	17.2
재무활동 현금흐름	339	1,062	1,062	1,062	EV/EBITDA	30.4	20.9	16.8	14.5
단기금융부채의증감	-56	-200	-200	-200	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-20	-20	-20	ROE	5.9	9.0	10.3	10.8
자본의증감	12	-	-	-	EBITDA이익률	35.0	37.7	39.6	39.2
배당금지급	-154	-164	-164	-164	부채비율	28.7	26.1	23.2	20.5
현금및현금성자산의증감	123	-49	800	1,072	순부채비율	14.2	12.5	6.5	0.2
기초현금및현금성자산	996	1,119	1,071	1,871	매출채권회전율(x)	2.6	2.5	2.4	2.4
기말현금및현금성자산	1,119	1,071	1,871	2,942	재고자산회전율(x)	1.5	1.7	1.6	1.6

자료 : 셀트리온, iM증권 리서치본부

셀트리온 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 연구원은 셀트리온(068270)으로부터 일부 비용을 지원받아 일본 WAC 2026 학회(2026.10.15. ~ 2026.10.17.)를 참석하였습니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-