

ERS 2026 후기: 옴리클로의 기회

BUY 유지

목표주가 상향	310,000원
증가(26.09.14)	177,000원
상승여력	75.1%

Stock Data

KOSPI(09/14)	6,681.7pt
시가총액	411,035억원
액면가	1,000원
52 주 최고가	246,393원
52 주 최저가	138,399원
외국인지분율	25.3%
90 일 일평균거래대금	1,004억원
주요주주지분율	32.8%
셀트리온홀딩스(외 98 인)	32.8%
유동주식비율	65.09%

Stock Price



옴리클로, 바이오시밀러 그 이상의 성장 잠재력

동사의 신제품 중 가장 눈에 띄는 성장세를 보이고 있는 제품은 옴리클로(오말리주맵)이다. 옴리클로는 오리지널 제품인 졸레어의 바이오시밀러인데 2024년 5월 EU에서 승인된 이후 2025년부터 고성장세를 시현 중이다. 이번 ERS 2026 참관을 통해 옴리클로의 장기 성장성을 확인하였다. 옴리클로는 1) 경쟁 바이오시밀러가 제한적이고, 2) 300mg, PFS, 긴 유효기간 등 제품 경쟁력이 존재하며, 3) 졸레어 대체뿐 아니라 biologic 사용 환자 확대 가능성이 있고, 4) 신규 경쟁사 진입 전 빠르게 시장을 선점할 수 있는 점에서 향후 유럽 내 가장 중요한 성장 제품 중 하나가 될 것으로 판단된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 310,000원으로 상향

이번 학회 참관을 통해 옴리클로에 대한 성장 가능성을 확인, 옴리클로 추정치를 기존 대비 10% 상향 조정하였고 목표주가 산정 시 기존에 적용했던 2026년 EBITDA를 2027년 EBITDA로 변경하였다. 이에 따라 목표주가를 310,000원으로 상향 조정하며 투자의견 BUY를 유지, 제약/바이오 업종내 Top Pick 의견을 유지한다.

글로벌 빅파마, 다시 호흡기에 주목하다

이번 ERS 2026 (European Respiratory Society Congress)에서 주요 쟁점은 COPD biologic 시장의 본격적인 개화, 천식 biologic의 세분화와 장기지속형 경쟁, GLP-1의 호흡기 영역 확장 가능성, 오말리주맵 바이오시밀러 확산 등 4가지였다. 향후 경쟁의 중심은 단순한 효능에서 1) phenotype별 환자 선택, 2) 투여주기와 투약 편의성, 3) 낮은 가격에 따른 payer 접근성으로 이동할 가능성이 높다. 이러한 변화는 장기적으로 오말리주맵 바이오시밀러 시장 확대에 우호적인 환경이라는 판단이다. 옴리클로는 동일한 임상적 효능을 더 낮은 비용과 높은 접근성으로 제공한 것이 중요한 경쟁요소이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	3,557	492	423	1,705	100.9	45.9	2.1	2.5	0.4
2025	4,162	1,168	1,030	4,249	40.6	30.4	2.3	5.9	0.4
2026E	5,568	1,972	1,766	8,019	23.4	20.1	2.3	9.9	0.4
2027E	7,001	2,682	2,307	10,477	17.9	14.9	2.1	11.7	0.4
2028E	8,546	3,377	2,861	12,993	14.5	11.7	1.9	13.0	0.4

자료 : K-IFRS연결기준, 상생인증권



QR코드로 간편하게

상생인증권
더 많은 리포트 찾아보기

옴리클로, 바이오시밀러 그 이상의 성장 잠재력

2024년 5월 EU 승인 이후
고성장세를 시현 중인 옴리클로

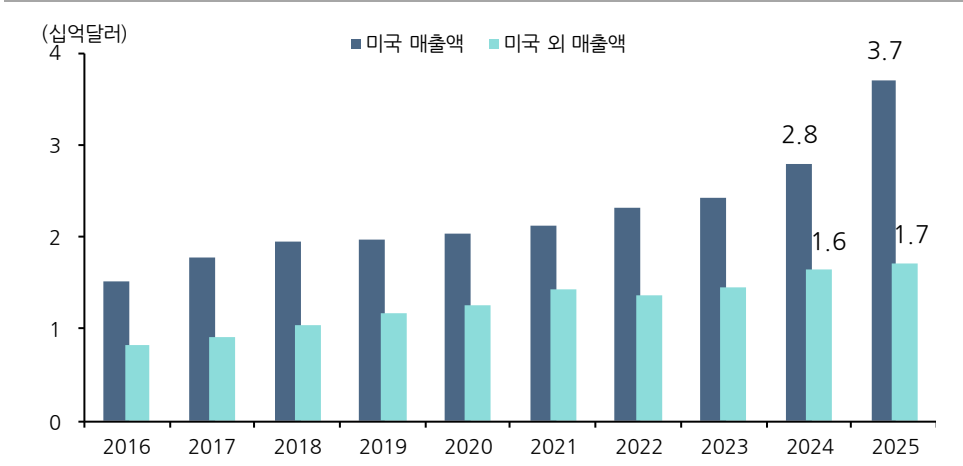
검증된 시장에 더해지는 장기 성장성

동사의 신제품 중 가장 눈에 띄는 성장세를 보이고 있는 제품은 옴리클로(오말리주맵)이다. 옴리클로는 오리지널 제품인 졸레어의 바이오시밀러인데 2024년 5월 EU에서 승인된 이후 2025년부터 고성장세를 시현 중이다.

오말리주맵의 기전은 혈중 free IgE를 잡아 FcεRI(비만세포 수용체)에 붙는 IgE를 차단시키고 이에 따라 비만세포 활성화가 낮아지면서 히스타민 방출이 줄어들어 두드러기나 천식, 알레르기와 같은 반응을 억제해주는 기전이다. 이러한 기전은 IgE를 잡는 알레르기 반응을 upstream에서부터 차단시키기 때문에 적응증이 넓다. 주요 적응증은 알레르기성 천식, 만성 자발성 두드러기(CSU), 비용종을 동반한 만성 비부동염, 식품 알레르기 등이다.

오리지널 제품인 졸레어는 2025년 기준 미국에서 5조원(판매사 로슈), 미국 이외의 지역에서는 2.3조원(판매사 노바티스)의 매출액을 기록, 미국 외의 지역은 대부분이 유럽인 점을 감안하면 유럽 매출액만 약 1.5조원 수준으로 예측된다.

그림 1. 졸레어 연도별 및 지역별 매출액 추이



자료: 블룸버그, 상상인증권

그림 2. 주요 적응증별 옴리클로 투여량

적응증	1 회 투여량	투여주기	용량 결정 기준
CSU	300 mg	4 주마다	고정용량
알레르기성 천식	75~600 mg	2 주 또는 4 주마다	체중 + 치료 전 total IgE

자료: 언론보도, 상상인증권

제2의 램시마로 거듭날 옴리클로

ERS 2026을 통해 확인된 옴리클로의 높은 성장 기회

이렇게 오리지널 제품의 고성장속에서 우리는 이번 ERS 2026 학회를 통해 옴리클로의 높은 가능성을 확인할 수 있었다.

옴리클로는 2024년 출시 이후 2025년 매출액 993억원을 시현, 2026년에는 4,473억원, 2027년에는 8,947억원이 전망, 높은 성장세가 예상된다. 그렇게 예상하는 근거로는 학회에서 유럽현지본부장과의 미팅과 옴리클로 메인 KOL과의 인터뷰 내용 때문이다.

먼저 유럽현지본부장과의 미팅을 통해서 우리는 아래의 내용을 확인할 수 있었다.

옴리클로는 제2의 램시마 가능성이 기대되는 품목이다. 옴리클로 초기 시장점유 속도가 기존 램시마보다도 빠른 수준이며 유럽에서 제2의 램시마가 될 수 있을 것으로 평가하였다. 현재 유럽 오말리주맙 바이오시밀러 시장에서 경쟁자가 제한적인 상황을 적극 활용해 경쟁사 진입 이전에 시장을 최대한 선점하는게 주요 전략이다. 또한 단순히 줄레이 시장을 가져오는게 아니라 현재 약 1.5조원 규모로 인식되는 유럽 시장 자체를 1.8조원 ~ 2조원까지 확대시키는 것이 목표이다.

옴리클로의 핵심 경쟁력은 '가격 + 제품 차별화 + 경쟁 공백'이다. 옴리클로는 단순 저가 바이오시밀러가 아니라 제품 측면의 차별점도 강조하였다. 특히 300mg 제형, PFS, AI 포트폴리오, 긴 유효기간, 재냉장 가능성 등이 병원, 약국, 환자의 실제 사용 편의성에서 중요한 차별화 요소로 평가되고 있다. 특히 독일, 프랑스에서는 이미 오말리주맙 300mg 사용 비중이 높았기 때문에 초기 300mg 부재가 시장 침투에서의 제약요인이었으나 현재는 300mg가 유럽 전역에 출시되면서 경쟁력이 강화되었다. 향후 경쟁 바이오시밀러가 300mg 등 완전한 제형 포트폴리오를 갖추지 못할 경우 가격만으로 경쟁하기는 어려울 것으로 판단된다.

그림 3. 바르셀로나 ERS 2026 행사장



자료: 상상인증권

그림 4. ERS 2026 셀트리온 부스



자료: 상상인증권

동사의 유럽현지법인장님으로부터
확인, 옴리클로의 목표는 졸레어
대체가 아닌 오말리주맙 시장
자체의 확대

동사의 목표는 '졸레어 대체'가 아니라 오말리주맙 시장 자체의 확대이다. 바이오시밀러 진입 이후 금액기준 시장은 가격하락으로 감소 또는 정체될 수 있지만 unit 기준으로 봤을 때 환자수와 사용량은 지속적으로 증가하는 경향을 보이고 있다. 실제 인플릭시맙에서도 램시마SC 출시 전 약 550만 unit에서 IV+SC 합산 약 980만 unit까지 증가했고 이와 같은 논리를 옴리클로에도 적용이 가능하다. 오말리주맙의 상대적으로 낮은 가격을 기반으로 기존 환자들을 빨리 biologic으로 이동시키고, 적응 영역을 넓혀 시장 파이를 확대하려는 전략이다. 특히 CSU에서는 전환이 상대적으로 단순했으나 천식에서는 보다 적극적인 medical marketing 활동을 통해 기존 오말리주맙의 장점과 연간 치료비 경쟁력을 강조하고 있는 상황이다.

Guideline, 급여 전략이 단순 영업보다 중요한 성장 레버리지이다. 또 다른 옴리클로의 주요 차별화는 단순한 제품 판매가 아니라 guideline 및 환급 환경까지 변화시키는 것이다. 현재 CSU에서 고용량 항히스타민 치료 단계를 줄이고 항체치료제 사용을 앞당기는 방향의 KOL 컨센서스 및 전문가 의견을 모아 각 국가별로 guideline, 보험급여 체계에 반영시키려는 전략을 추진 중이다. 이렇게 guideline이 바뀌게 된다면 매출은 급격하게 올라갈 것으로 예측된다. 즉, 옴리클로의 장기 성장 전략은 단순한 졸레어 대체보다는 치료 단계 단축 → 항체치료제 조기 사용 → 환자 pool 확대에 보다 큰 의미가 있다.

유럽 직판망 자체가 동사의 핵심 자산이다. 현재 약 450명 규모로의 직원으로 유럽 전체를 커버하고 있으며 제품 증가에도 병원 중심 제품에서는 대규모 인력 증원이 필요하지 않다. 병원 시장은 의사 개별 영업보다 약사, 병원, 입찰기관과의 관계 및 tender shaping이 중요하기 때문에 기존 조직에 제품을 추가하는 방식으로 높은 영업레버리지 효과가 가능하다. 동사는 개발, 생산, 직접판매까지 통합한 몇 안되는 바이오시밀러 업체이며 유럽에서의 실질적인 경쟁자는 산도스로 꼽고 있다.

경쟁자가 많은 시장보다 경쟁자가 적은 mid-size 시장이 더 매력적이다. Denosumab, Eylea, Keytruda와 같이 시장은 크지만 경쟁사가 10개 ~ 20개까지 몰리는 제품에서는 오히려 수익성이 제한될 수 있는 반면, 옴리클로처럼 시장규모가 1~2조원 수준이지만 경쟁자가 적은 niche 마켓에서 first-mover가 높은 수익성을 장기간 확보할 수 있다. 임상개발 간소화로 개발비가 낮아지면 향후 동사는 이러한 mid-size 제품을 다수 추가하는 전략에서 강점을 가질 수 있을 것이다.

따라서 결론적으로 옴리클로는 1) 경쟁 바이오시밀러가 제한적이고, 2) 300mg, PFS, 긴 유효기간 등 제품 경쟁력이 존재하며, 3) 졸레어 대체뿐 아니라 항체치료제 사용 환자 확대 가능성이 있고, 4) 신규 경쟁사 진입 전 빠르게 시장을 선점할 수 있다는 점에서 향후 유럽 내 가장 중요한 성장 제품 중 하나가 될 것으로 판단된다.

그림 5. ERS 2026 셀트리온 부스 전경



자료: 상상인증권

그림 6. 옴리클로 제품 전시



자료: 상상인증권

그림 7. 유럽에서의 옴리클로 점유율



자료: 상상인증권

그림 8. 옴리클로의 경쟁력



자료: 상상인증권

KOL 미팅을 통해 다시 한번 확인된 옴리클로의 높은 성장성

그리고 이러한 내용은 우리가 진행했던 유럽 KOL과의 미팅에서 다시 한번 확인 할 수 있었다. 아래는 KOL과의 미팅 내용의 요약이다.

바이오시밀러 출시 -> 가격하락 -> 오말리주맵 치료 환자수 확대 가능성이다. 바이오시밀러 도입에 따른 가격하락은 단순히 오리지널 제품을 대체하는데 그치지 않고 항체치료제에 대한 환자 접근성을 높여 전체 치료 환자 수 자체를 확대할 가능성이 높다고 평가하였다. 특히 고가 항체치료제의 비용 부담이 실제 처방 확대를 제한하는 핵심 요인인 것으로 강조하였다. 여기서 바이오시밀러는 가격부담을 낮추는 역할을 하기 때문에 처방이 더 늘어날 것으로 예측된다.

기존 줄레이 환자의 임상적 switching potential은 매우 높게 평가하였다. 기존 줄레이 반응 환자의 바이오시밀러 전환 가능 비율에 대해 'almost 100%'라고 답변하였다. 오리지널에 반응하지만 바이오시밀러에는 반응하지 않는 특정 환자군은 거의 없었으며 동일한 molecule이라는 점에서 임상적으로 전환을 제한할 이유가 없다고 하였다. 이는 실제 시장점유율 전망이라기 보다는 임상적 switching 가능 환자군이 매우 넓다는 의미로 해석된다.

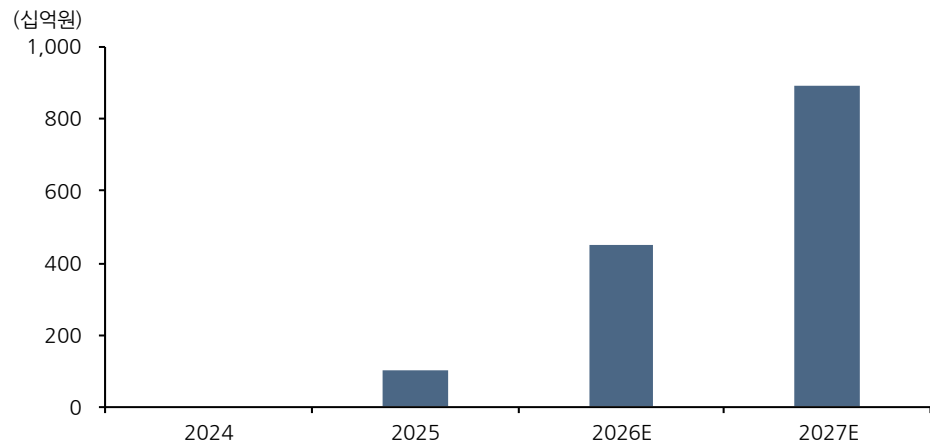
천식 switching RWE(Real World Evidence) 확보시 의사들의 처방 장벽 완화 가능하다. 현재 오말리주맵 바이오시밀러의 직접적인 비교 임상은 두드러기에서 진행됐으며 천식 적응증은 외삽을 통해 확보하였다. KOL은 추가 데이터 없이도 switching에 문제가 없다고 평가했으나 일반 임상주의 심리적 장벽을 낮추기 위해서는 10 ~ 15명 수준의 소규모 천식 switching RWE만으로도 충분한 설득력을 가질 수 있다고 언급하였다. 대규모 임상 3상보다는 저비용, 단기간 RWE 확보가 더 효율적이라는 의견이었다.

가격 경쟁력 확보시 줄레이 뿐 아니라 타 기전 biologic(항체치료제)과의 경쟁도 가능하다. 현재 주요 천식 biologic 간 가격 차이가 크지 않아 의사들은 환자 phenotype에 따라 약제를 선택한다. 그러나 향후 오말리주맵 바이오시밀러가 dupliumab, tezepelumab 등 대비 의미 있는 가격 할인(약 20%)을 제공한다면, 복수 biologic이 모두 적합한 환자에서는 가격이 처방 선택의 중요한 변수로 부상할 가능성이 있다고 평가하였다. 보험자 역시 유사한 효능의 치료제 중 저가 제품 사용을 유도할 가능성이 높을 것이다.

중증 천식의 조기치료를 통한 완전관해 패러다임도 biologic 시장 확대 요인이다. 중증 천식 치료 목표가 단순 급성악화 감소에서 완전관해 및 장기적 폐기능 손상 예방으로 이동하면서 고위험 환자를 조기에 선별해 biologic을 사용하는 방향이 강조되고 있다. Total IgE 보다는 호산구 수치, FeNO, specific IgE, age at onset 및 allergic phenotype 등이 환자 선별에 중요하다. 향후 biologic 가격이 낮아질수록 조기 치료가 가능한 환자군 역시 확대될 가능성이 높다.

중장기적으로 오말리주맙 자체의 시장 확대 가능성이 있다. 가격 하락시 현재 비용 문제로 사용이 제한적인 추가 알레르기 질환에서도 오말리주맙 사용 가능성이 확대될 수 있다고 평가하였다. Food allergy, hay fever(꽃가루 알레르기) 등을 사례로 제시했으며 결국 바이오시밀러의 핵심 가치는 가격하락을 통한 기존 시장 침투뿐 아니라 biologic 접근성 및 잠재 치료 영역 확대에 있다고 판단하였다.

그림 9. 옴리클로 연도별 매출액 추정치



자료: 상상인증권

투자의견 BUY 유지, 목표주가 310,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 BUY 및 Top Pick을 유지하고 목표주가를 310,000원으로 상향 조정

이번 학회 참관을 통해 옴리클로에 대한 성장 가능성을 확인, 옴리클로 추정치를 기존 대비 10% 상향 조정하였고 목표주가 산정 시 기존에 적용했던 2026년 EBITDA에서 2027년 EBITDA로 연도를 변경하였다. 이에 따라 목표주가를 310,000원으로 상향 조정하며 투자의견 BUY를 유지, 제약/바이오 업종내 Top Pick 의견을 유지한다.

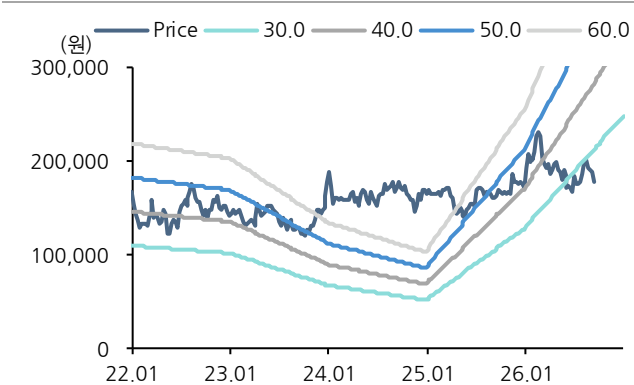
동사의 2026년 연간 실적은 매출액은 5조 5,5684억원(+33.8%YoY), 영업이익 1조 9,721억원(+68.8%YoY) 시현이 전망된다. 대부분의 성장세는 신제품 부문에서 견인할 전망이다. 특히 옴리클로의 성장세가 기대된다. 옴리클로는 유럽 26개국에서 판매중으로 스페인은 2026년 7월 기준 점유율 90% 이상인 것으로 추정되고 있다. 75/150/300mg의 용량과 PFS, autoinjector 등 제품 구성을 확대하며 시장내에서의 경쟁력을 키워갈 전망이다. 따라서 2026년에는 매출액 4,473억원, 2027년에는 8,947억원 시현이 전망되며 향후 제 2의 램시마로 거듭나며 동사의 전체 성장세를 견인할 것으로 판단된다.

표 1. 셀트리온의 목표주가 Valuation Table

(단위: 십억원, %, 주)		
2027년 EBITDA	3,015.8	
Target EV/EBITDA	23.0	셀트리온의 과거 3년 평균 EV/EBITDA
A. 영업가치	69,363.3	
B. 순차입금	2,501.1	2025년말 기준
기업가치(A-B)	66,862.1	
발행주식수	216,993,000	
주당가치(원)	308,130	
목표주가(원)	310,000	
현재주가(원)	177,000	
상승여력(%)	75.1	

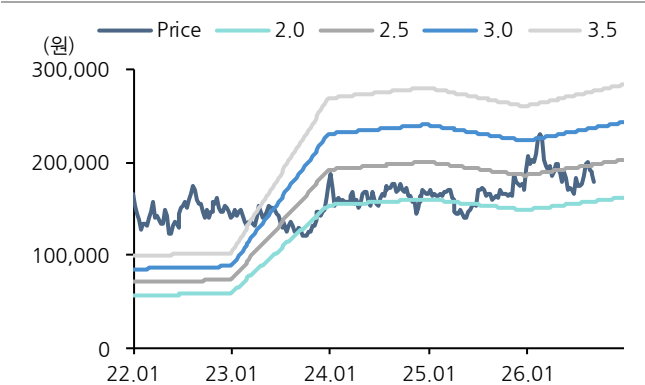
자료: 상상인증권 추정치

그림 10. 셀트리온의 P/E Band 차트



자료: 상상인증권

그림 11. 셀트리온의 P/B Band 차트



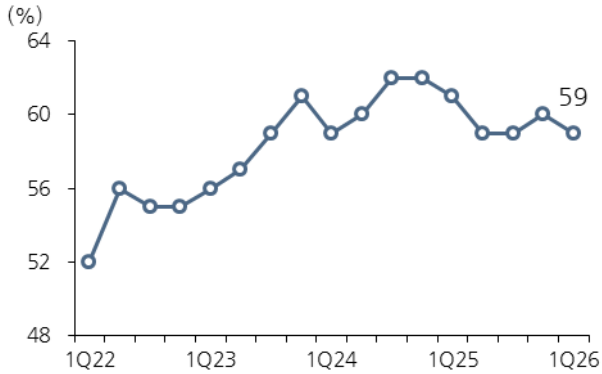
자료: 상상인증권

표 2. 셀트리온의 연간 및 분기별 실적 전망 Table

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	841.9	961.5	1,029.0	1,330.2	1,145.0	1,393.7	1,440.9	1,588.8	3557.6	4,162.5	5,568.4	7,001.4
바이오시밀러	768.0	883.1	961.3	1,252.3	974.2	1,263.9	1,312.9	1,450.1	3108.2	3,864.7	5,001.2	6,405.9
기존	421.0	415.0	440.2	517.6	393.0	439.0	396.0	422.4	1,915.3	1,793.8	1,650.5	1,705.9
램시마 IV	238.0	261.0	265.3	285.2	213.6	253.3	244.1	262.4	1268.7	1,049.5	973.4	1,022.0
트룩시마	129.0	103.0	126.1	168.9	136.7	152.1	119.8	118.2	449.9	527.0	526.8	532.1
허쥬마	54.0	51.0	48.8	63.5	42.7	33.6	32.2	41.8	196.7	217.3	150.3	151.8
신제품	345.6	457.8	495.1	693.9	481.3	677.3	757.1	824.6	1,190.9	1,992.4	2,740.4	3,777.6
램시마 SC	135.3	161.1	185.1	285.2	157.1	199.6	231.4	228.2	564.1	766.7	816.2	979.5
유폴라이마	118.0	137.0	143.8	104.1	114.1	195.4	172.6	124.9	349.4	502.9	607.0	789.1
베그젤마	58.0	80.0	74.9	154.9	45.9	68.8	97.4	173.5	220.8	367.8	385.6	462.7
짐펜트라	13.0	23.0	28.1	58.1	52.8	46.7	70.3	93.0	36.6	122.2	262.7	341.5
스테키마	21.0	35.0	35.3	42.2	39.7	50.1	60.0	71.7	20.0	133.5	221.6	310.2
옴리클로	0.3	21.7	27.9	49.4	71.7	116.7	125.6	133.4	0.0	99.3	447.3	894.7
아이덴젤트	-0.1	1.8	1.6	5.5	6.5	10.4	20.8	60.5	2.5	8.8	98.2	147.3
스토보클로	0.5	7.3	20.0	71.0	68.5	73.5	74.0	74.6	0.0	98.8	290.6	464.9
엡토즈마	0.0	0.9	4.4	13.8	24.9	63.7	65.0	68.0	0.0	19.1	221.6	310.2
Non-바이오시밀러	74.0	79.4	67.7	77.9	170.8	129.8	127.9	138.6	448.4	299.0	567.2	595.5
제약+케미컬	68.0	73.0	63.3	77.9	69.4	72.8	63.1	70.1	319.4	282.2	275.4	289.2
CMO	0.0	0.0	0.0	0.0	96.2	50.0	60.0	60.0	106.0	0.0	266.2	279.5
기타	6.0	6.4	4.4	7.8	5.2	7.0	4.8	8.5	23.0	24.6	25.5	26.8
영업이익	149.4	242.5	301.4	475.2	321.9	451.8	541.6	656.9	492.0	1,168.5	1,972.1	2,681.6
세전이익	195.5	52.4	377.9	527.9	432.2	457.8	533.6	649.1	576.1	1,153.7	2,072.7	2,706.6
순이익	108.3	63.3	331.9	527.9	349.8	371.3	468.5	584.2	418.9	1,031.5	1,773.9	2,314.2
성장률 YoY(%)												
매출액	36.0	45.0	40.0	19.4	36.0	45.0	40.0	19.4	-	17.0	33.8	25.7
영업이익	115.4	86.3	79.7	38.2	115.4	86.3	79.7	38.2	-	137.5	68.8	36.0
세전이익	121.1	773.2	41.2	23.0	121.1	773.2	41.2	23.0	-	100.3	79.7	30.6
순이익	222.9	486.6	41.2	10.7	222.9	486.6	41.2	10.7	-	146.2	72.0	30.5
수익률(%)												
영업이익	17.7	25.2	29.3	35.7	28.1	32.4	37.6	41.3	13.8	28.1	35.4	38.3
세전이익	23.2	5.5	36.7	39.7	37.7	32.8	37.0	40.9	16.2	27.7	37.2	38.7
순이익	12.9	6.6	32.3	39.7	30.6	26.6	32.5	36.8	11.8	24.8	31.9	33.1

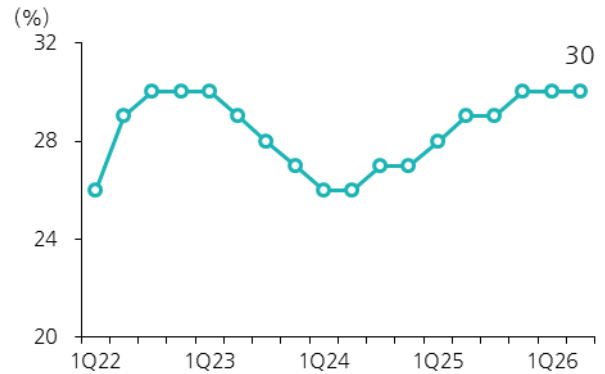
자료: 셀트리온, 상상인증권 추정치

그림 12. 램시마 유럽 시장점유율 추이



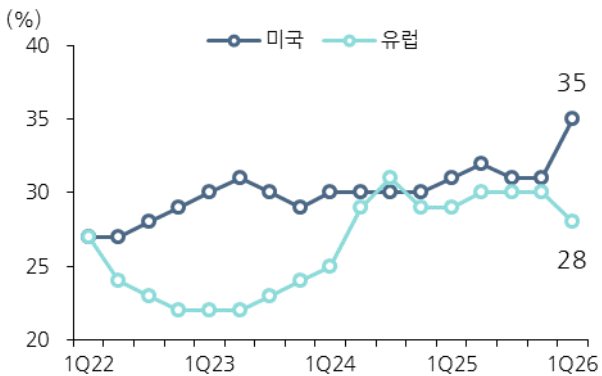
자료: 셀트리온, 상상인증권

그림 13. 인플렉트라 미국 시장점유율 추이



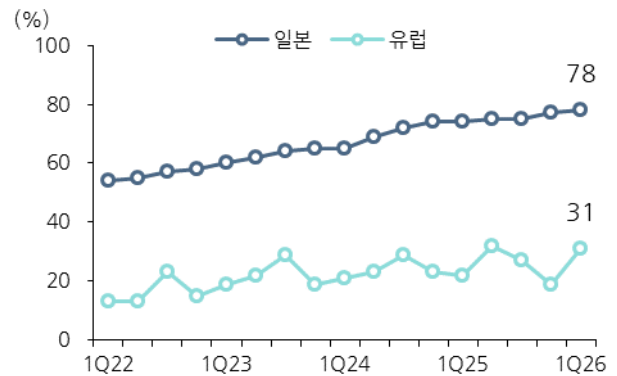
자료: 셀트리온, 상상인증권

그림 14. 트룩시마 글로벌 시장점유율 추이



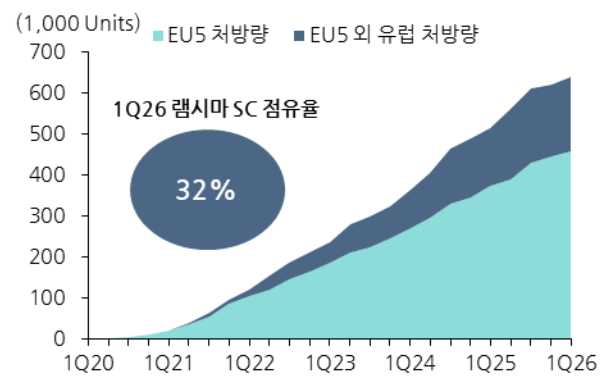
자료: 셀트리온, 상상인증권

그림 15. 허주마 글로벌 시장점유율 추이



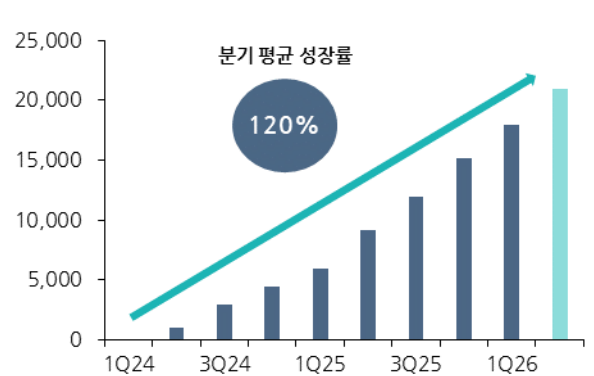
자료: 셀트리온, 상상인증권

그림 16. 유럽 램시마SC 글로벌 매출 추이



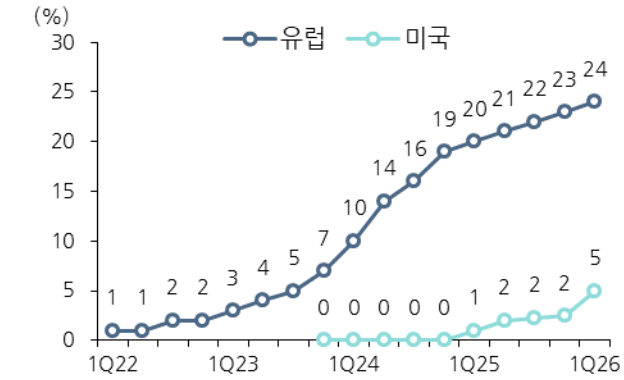
자료: 셀트리온, 상상인증권

그림 17. 짐펜트라 글로벌 매출 추이



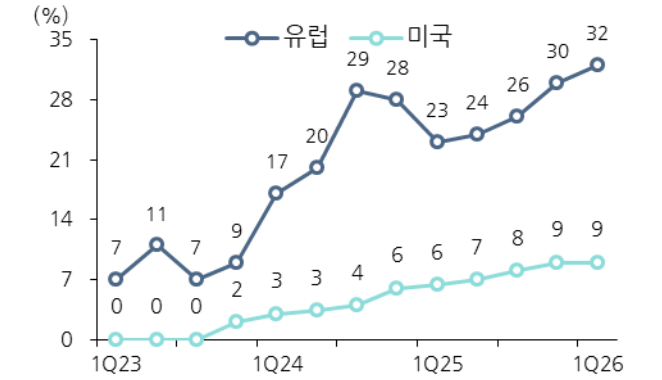
자료: 셀트리온, 상상인증권

그림 18. 유플라이마 글로벌 점유율 추이



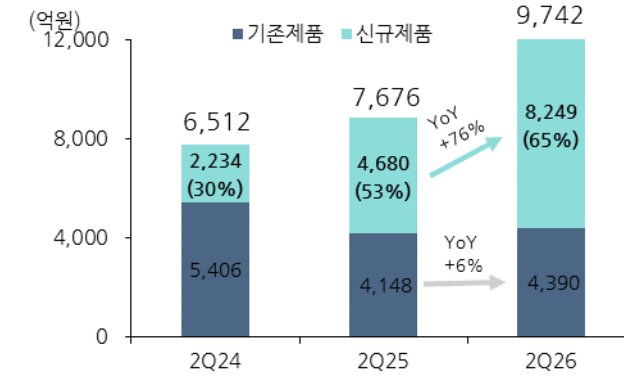
자료: 셀트리온, 상상인증권

그림 19. 베그젤마 글로벌 점유율 추이



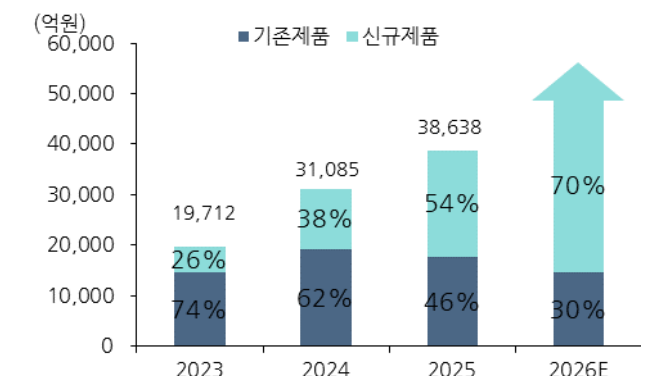
자료: 셀트리온, 상상인증권

그림 20. 분기별 바이오제품 매출비중 추이



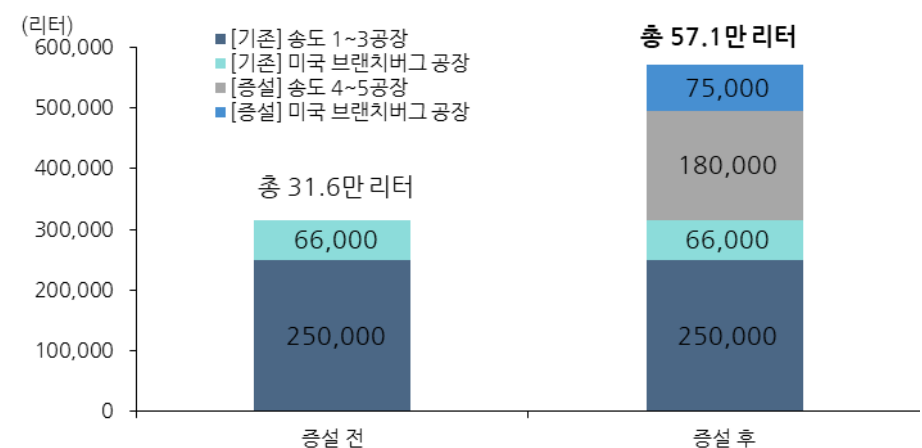
자료: 셀트리온, 상상인증권

그림 21. 연간 바이오제품 매출비중 추이



자료: 셀트리온, 상상인증권

그림 22. 국내외 DS 생산 역량 확장 계획



자료: 셀트리온, 상상인증권

표 3. 셀트리온의 R&D 개발현황

적용증	제품명	글로벌 시장규모 (2025)	US	EU
자가면역질환	CT-P53 (오크레부스 바이오시밀러)	\$9.0bn	임상 3 상 진행 중	
	CT-P55 (코센틱스 바이오시밀러)	\$11.2bn	허가신청예정	허가 제출 완료
	CT-P52 (탈츠 바이오시밀러)	\$7.0bn	임상 1 상 진행 중	
	CT-P45 (엔티비오 바이오시밀러)	\$7.3bn	임상 1 상 진행 중	
	CT-P68 (트렘피어 바이오시밀러)	\$10.5bn	임상 1 상 진행 중 (한국 IND 승인 획득)	
항암제	CT-P6 SC (허셉틴 SC 바이오시밀러)	\$1.2bn ²	-	허가 제출 완료
비소세포폐암	CT-P51 (키트루다 바이오시밀러)	\$36.5bn	임상 3 상 진행 중	
다발골수종	CT-P44 (다잘렉스 바이오시밀러)	\$14.4bn	임상 3 상 진행 중	

자료: 셀트리온, 상상인증권

ERS 2026 참관 후기 – 글로벌 업체 동향

ERS 2026에서의 주요 쟁점은 COPD biologic 시장의 본격적인 개화, 천식 biologic의 세분화와 장기지속형 경쟁, GLP-1의 호흡기 영역 확장 가능성, 오말리주맙 바이오시밀러 확산 4가지임

글로벌 빅파마, 다시 호흡기에 주목하다

이번 ERS 2026 (European Respiratory Society Congress)에서 주요 쟁점은 COPD biologic 시장의 본격적인 개화, 천식 biologic의 세분화와 장기지속형 경쟁, GLP-1의 호흡기 영역 확장 가능성, 오말리주맙 바이오시밀러 확산의 4가지였다.

천식분야에서는 신약 경쟁에서 접근성 및 편의성 경쟁으로 나아가고 있다. 천식은 이미 다양한 biologic이 존재하는 성숙된 시장이다. 따라서 향후 경쟁의 중심은 단순한 효능에서 1) phenotype별 환자 선택, 2) 투여주기와 투약 편의성, 3) 낮은 가격 및 payer 접근성으로 이동할 가능성이 높다. ERS에서 올해 공식 priority topic으로 'New biologics and biosimilars for asthma'를 선정했다는 점에 주목할 필요가 있다. 또한 이러한 변화는 장기적으로 오말리주맙 바이오시밀러 시장 확대에 우호적인 환경이라는 판단이다. 옴리클로는 동일한 임상적 효용을 더 낮은 비용과 높은 접근성으로 제공하는 것이 중요한 경쟁요소이기 때문이다.

천식 biologic은 타겟별로 상당히 많아졌다. 졸레이/옴리클로는 IgE 타겟, 듀피젠트는 IL-4/IL-13 타겟, Tezspire는 TSLP 타겟, Fasenra는 IL-5R α 타겟 등이다. 따라서 최근 천식 치료에 있어서 투약 추세는 호산구 수치, IgE, FeNO, 알레르기 여부, 동반질환 등을 보고 환자에게 맞는 약을 고르는 시장으로 변화하고 있다. 많은 중증 천식환자들은 바이오마커 뿐만 아니라 동반질환과 투여주기까지 약제 선택에 고려해야 하는 상황인 것이다. 또한 흥미로웠던 부분은 다음 경쟁축은 얼마나 자주 맞아야 하는 장기지속형 부분이다. 대부분의 biologic은 2주 ~ 8주마다 투여해야 하는 반면, GSK의 depemokimab의 경우 6개월에 한번 투여하는 ultra-long-acting anti-IL-5 항체로 개발되었다. 하지만 가격적인 측면을 고려한다면 장기지속형이 반드시 답이 되는 점은 아닐 수도 있다는 판단이다.

이번 학회에서 또 다른 흥미로운 데이터는 세마글루타이드와 호흡기 질환과의 연관성이었다. 영국 real-world database 분석에서 세마글루타이드 사용자는 다른 당뇨병 치료제를 사용한 환자보다 천식발작이 최대 약 40% 적었으며 COPD에서도 급성악화 감소가 관찰되었다. 연구진은 GLP-1의 항염증 효과 및 체중 감소가 호흡기 질환에 영향을 줄 가능성을 제시하였다. 다만 이 연구는 연구자 임상이므로 현재 단계에서 GLP-1의 직접적인 호흡기 치료 효과를 결론내리기는 어렵다. 단지 비만과 호흡기와의 연결고리가 새로운 연구 영역으로 부각되고 있다는 점이 중요한 포인트라는 판단이다.

그 밖에도 호흡기 감염에서는 항생제 내성, NTM(비결핵항산균) pulmonary disease, TB vaccine 등이 주요 테마였으며 특히 이번 학회에서는 NTM을 별도 주요 심포지엄으로 다룰 정도로 관심이 커졌다. COPD에서는 치료 뿐 아니라 질병 발생 자체를 훨씬 앞에서 바라보려는 시각도 있었다. 유전적 COPD risk가 있는 어린이에서 대기오염 노출이 동반될 경우 어린 시절 폐기능 성장 저하가 나타날 수 있다는 데이터도 발표되어 흥미로웠다.

그림 23. ERS 2026 행사장 외부



자료: 상상인증권

그림 24. ERS 2026 행사장 외부 전경



자료: 상상인증권

그림 25. ERS 2026 내부 지도



자료: 상상인증권

그림 26. ERS 2026 행사장 내부



자료: 상상인증권

아스트라제네카의 주요 후보물질 tozorakimab, 그리고 천식 치료제 Tezspire

업체별 발표로 눈에 띄는 가장 큰 데이터는 COPD 분야에서 아스트라제네카의 tozorakimab이었다. 아스트라제네카는 tozorakimab의 COPD 적응증에 대해 'OBERON', 'TITANIA', 'MIRANDA', 'PROSPERO' 4개의 임상상을 기반으로 유럽과 중국에 허가 신청을 했다. Tozorakimab은 IL-33을 타겟하는 단일항체인데 COPD의 염증성 악화를 줄이는 새로운 biologic 접근이다.

최근 OBERON과 TITANIA 두 가지 임상 3상이 동시에 성공하였다. 표준 흡입치료에도 악화를 경험하는 COPD 환자에게 300mg SC를 4주마다 투여했더니 중등도 ~ 중증 급성 상기도감염을 약 29~30% 감소시켰다. 과거 흡연자만 보면 OBERON 29%, TITANIA 34% 감소였고 두개의 독립적인 임상3상에서 모두 통계적으로 유의한 결과가 나왔다.

또한 중요한 부분은 호산구 수와 무관하게 환자를 모집하였고 효과가 광범위하게 나타났다는 점이다. 지금 COPD biologic의 중요한 한계 중 하나가 T2-high/eosinophilic(호산구증가성) COPD 중심으로 환자를 선별해야 하는 것인데 tozorakimab은 보다 넓은 COPD 환자를 겨냥할 가능성을 보여줬고 mucus plugging도 감소시키는 데이터가 나왔다.

아스트라제네카의 또 다른 중요 호흡기 질환 제품은 Tezspire(tezepelumab)이다. 이 제품은 아스트라제네카와 암젠이 공동개발한 anti-TSLP 단일항체이다. 미국에서 2021년 처음 승인되었고 현재 미국, 유럽, 일본 등에서 중증 천식에 승인되어 있다. 미국 기준으로 12세 이상 중증 천식의 add-on maintenance treatment이며 210mg을 4주마다 SC 투여한다. 이 약의 중요한 특징은 TSLP(thymic stromal lymphopoietin)을 차단하는 것이다. TSLP는 기도 상피세포가 알레르겐, 바이러스, 오염물질 같은 자극을 받았을 때 초기에 분비하는 epithelial alarmin cytokine(상피 알라민 사이토카인)이다. 즉 Tezspire는 다른 약들보다 위쪽에서 여러 염증경로를 동시에 억제하는 기전이다. 그렇기 때문에 biomarker 제한이 적다는 장점이 있고 2025년에는 미국에서 만성 비부비동염 적응증도 추가되었고 현재 COPD 적응증으로 임상 3상을 진행하고 있는 상황이다.

그림 27. 아스트라제네카 부스 전경



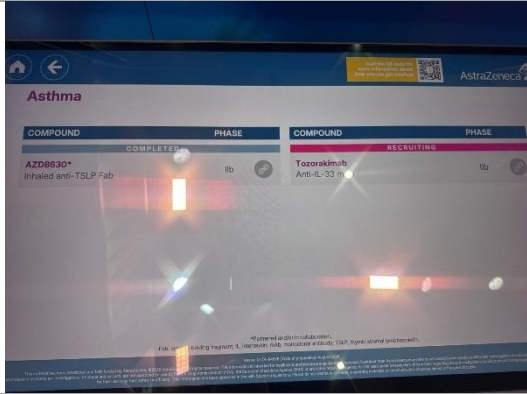
자료: 상상인증권

그림 28. 아스트라제네카 호흡기 관련 Pipelines



자료: 상상인증권

그림 29. 아스트라제네카의 Tozorakimab



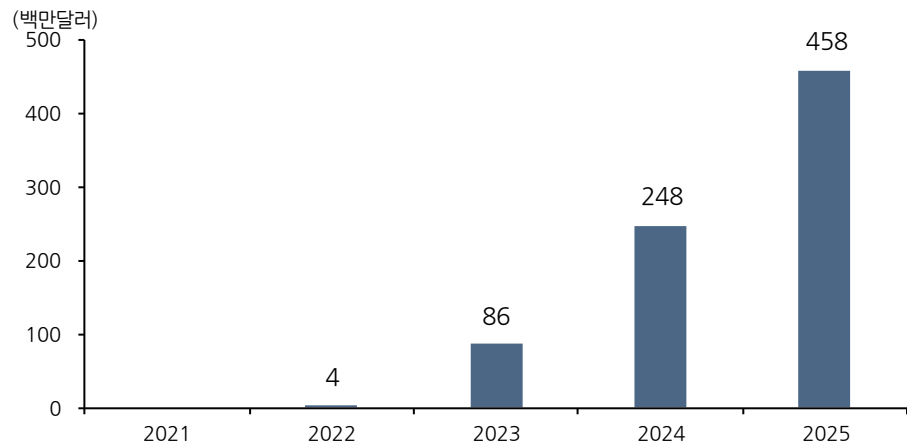
자료: 상상인증권

그림 30. 아스트라제네카 천식 치료제 Tezspire



자료: 상상인증권

그림 31. 아스트라제네카의 Tezspire 매출액 추이



자료: 블룸버그, 상상인증권

그림 32. 아스트라제네카의 주가 추이



자료: 블룸버그, 상상인증권

사노피의 듀피젠트

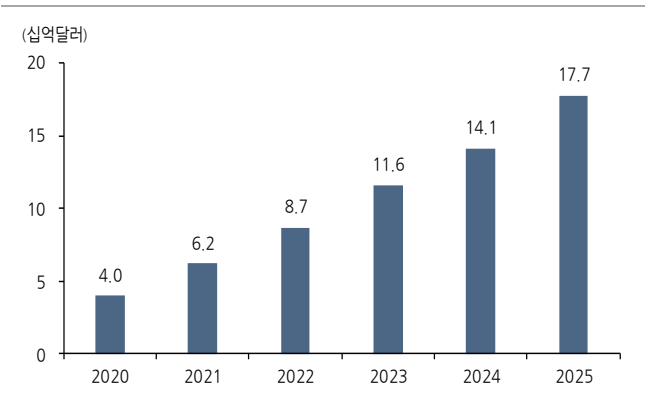
또한 이번 학회에서 사노피와 리제네론이 공동개발한 듀피젠트의 부스가 가장 크게 자리 잡았다. 듀피젠트(dupilumab)은 IL-4와 IL-13을 동시에 막는 기전으로 IL-4/IL-13은 천식 뿐만 아니라 아토피피부염, 비염 등 동반 만성 비부비동염, 호산구성 식도염, 결절성 양진, 만성 자발성 두드러기, COPD, 수포성 유선포창 등 다양한 질환에 관여되어 있다. 그렇기 때문에 듀피젠트는 이 다양한 질환으로의 적응증에 허가가 승인되어 있어 2025년 기준 연간 매출액 24조원을 기록하고 있는 블록버스터급 제품이다.

그림 33. 사노피의 듀피젠트 부스



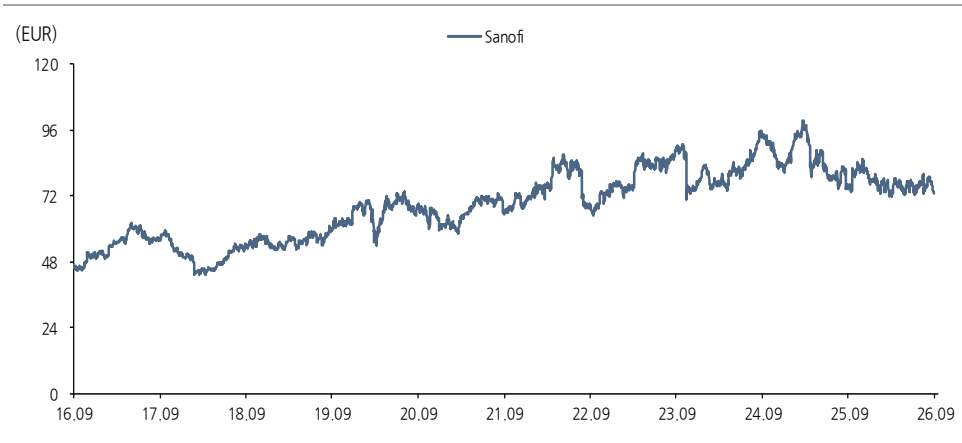
자료: 상상인증권

그림 34. 사노피의 Dupixent 매출액 추이



자료: 블룸버그, 상상인증권

그림 35. 사노피의 주가추이



자료: 블룸버그, 상상인증권

베링거인겔하임의 오페브

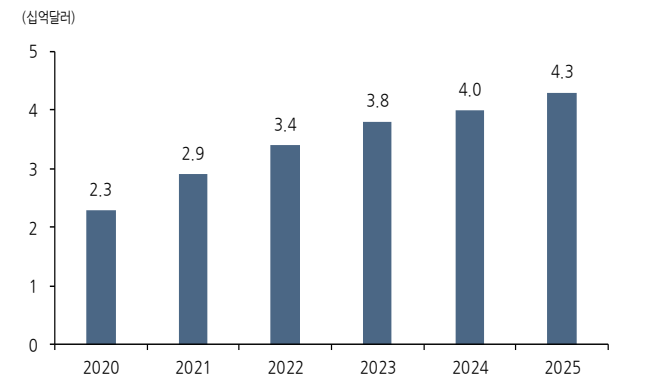
베링거인겔하임은 자사 제품 Ofev(nintedanib)의 홍보를 크게 하고 있었다. 오페브는 Tezspire와 듀피젠트와는 달리 항섬유화제인데 간질성폐질환에서 폐가 섬유화되어 굳어가는 속도를 늦추는 경구용 저분자 약물이다. 대표적인 적응증은 특발성 폐섬유증이다. 타겟은 VEGFR, FGFR, PDGFR인데 이는 모두 폐섬유화에 관여된 신호들이다. 이 신호를 억제하면서 섬유화를 막는 것이다. 다만 이 약은 정상 폐로 돌리는 것이 아니고 폐기능 감소 속도를 늦추는 disease-modifying therapy이다.

그림 36. 베링거인겔하임 부스



자료: 상상인증권

그림 37. 베링거인겔하임의 Ofev 매출액 추이



자료: 블룸버그, 상상인증권

머크의 오투베어

머크의 Ohtuvayre(ensifentrine)는 앞선 Tezspire와 듀피젠트와는 달리 COPD를 위한 흡입형 small molecule이며 기관지확장 + 비스테로이드성 항염증 효과를 한 분자에서 동시에 잡는다. 현재는 머크 제품이지만 Verona Pharma가 개발한 약물이며 2025년 머크가 이 회사를 약 100억달러에 인수하면서 확보하게 되었다. 이 약의 기전은 PDE3와 PDE4를 동시에 억제하는 약물로 주사제가 아닌 네불라이저로 흡입하는 약이다. 3mg/2.5mL를 하루 2회 네불라이저를 이용해서 흡입한다. 급성 COPD 악화 때 쓰는 rescue therapy는 아니며 성인 COPD의 유지요법으로 2024년 6월 FDA 승인을 받았다.

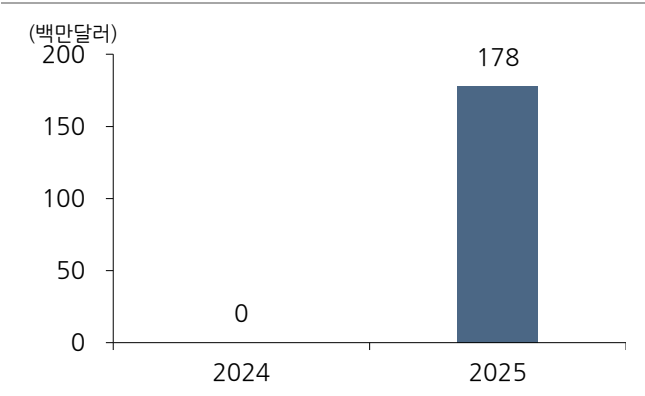
머크는 2025년 Verona Pharma 인수 이후 10월부터 매출액을 인식하기 시작, Verona의 기존 Ohtuvayre의 매출액을 합산하면 2025년 연간 매출액은 약 5억달러 수준으로 판단된다.

그림 38. 머크의 부스



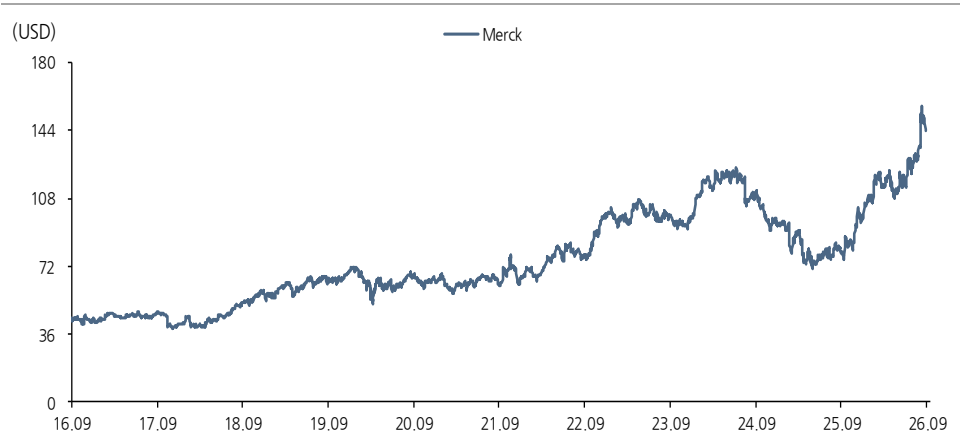
자료:상상인증권

그림 39. 머크의 Ohtuvayre 매출액 추이



자료: 블룸버그, 상상인증권

그림 40. 머크의 주가추이



자료: 블룸버그, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,584.1	6,205.3	7,599.7	9,256.1	10,590.7
현금 및 현금성자산	996.4	1,119.2	1,427.3	2,465.4	3,113.1
매출채권	1,259.3	1,840.2	2,456.2	2,764.4	3,111.4
재고자산	2,765.9	2,803.5	3,059.3	3,311.5	3,584.5
비유동자산	15,471.1	16,129.6	16,887.8	17,246.3	18,488.7
관계기업투자등	159.1	169.6	159.9	166.4	173.2
유형자산	1,244.6	1,702.6	1,925.2	2,144.1	3,247.3
무형자산	13,701.6	13,778.3	14,243.5	14,353.9	14,462.7
자산총계	21,055.2	22,334.9	24,487.5	26,502.4	29,079.4
유동부채	3,187.1	4,453.8	5,167.9	5,169.3	5,088.1
매입채무	550.2	628.9	803.3	654.3	532.9
단기금융부채	2,102.3	3,326.9	3,484.7	3,524.7	3,524.7
비유동부채	288.0	528.6	533.2	500.6	453.9
장기금융부채	105.7	413.1	394.7	334.7	254.7
부채총계	3,475.2	4,982.4	5,701.0	5,669.8	5,542.0
지배주주지분	17,439.1	17,208.5	18,641.1	20,687.2	23,392.0
자본금	220.5	239.4	250.6	250.6	250.6
자본잉여금	14,827.6	14,215.3	14,262.2	14,262.2	14,262.2
이익잉여금	3,744.3	4,407.1	4,337.5	6,487.3	9,192.2
비지배주주지분	140.9	144.1	145.4	145.4	145.4
자본총계	17,580.1	17,352.5	18,786.5	20,832.6	23,537.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	901.9	646.1	1,299.7	1,993.1	2,499.1
당기순이익(손실)	418.9	1,031.5	1,773.9	2,314.2	2,869.8
현금수익비용가감	649.1	553.4	168.4	297.4	350.6
유형자산감가상각비	72.6	92.8	125.5	131.2	178.6
무형자산상각비	345.6	194.8	189.7	203.0	204.6
기타현금수익비용	230.9	265.9	-186.8	-116.8	-112.5
운전자본 증감	-21.3	-495.0	-605.3	-618.5	-721.3
매출채권의 감소(증가)	-173.9	-344.2	-337.4	-308.3	-347.0
재고자산의 감소(증가)	224.6	-135.0	-238.5	-252.2	-273.0
매입채무의 증가(감소)	-144.2	-149.2	-190.2	-149.0	-121.4
기타영업현금흐름	72.2	133.3	160.8	91.0	20.0
투자활동 현금흐름	-169.4	-860.4	-736.0	-753.9	-1,695.1
유형자산 처분(취득)	-135.0	-108.2	-264.0	-350.1	-1,281.8
무형자산 감소(증가)	-195.3	-223.0	-299.7	-313.4	-313.4
투자자산 감소(증가)	-7.8	-5.0	-112.3	-67.7	-76.3
기타투자활동	168.7	-524.3	-59.9	-22.7	-23.6
재무활동 현금흐름	-353.0	339.3	-255.4	-201.2	-156.3
차입금의 증가(감소)	-80.4	-72.1	-72.8	-20.0	-80.0
자본의 증가(감소)	-521.3	-1,050.2	-329.1	-261.2	-156.3
배당금 지급	103.6	153.8	164.0	157.4	156.3
기타재무활동	248.7	1,461.6	146.5	80.0	80.0
현금의 증감	431.8	122.8	308.1	1,038.1	647.6
기초현금	564.6	996.4	1,119.2	1,427.3	2,465.4
기말현금	996.4	1,119.2	1,427.3	2,465.4	3,113.1

손익계산서

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,557.3	4,162.5	5,568.3	7,001.4	8,545.6
매출원가	1,875.6	1,695.5	1,969.5	2,277.1	2,692.2
매출총이익	1,681.7	2,467.0	3,598.8	4,724.4	5,853.3
판매비와 관리비	1,189.7	1,298.6	1,626.7	2,042.8	2,476.2
영업이익	492.0	1,168.5	1,972.1	2,681.6	3,377.1
EBITDA	910.3	1,456.0	2,287.3	3,015.8	3,760.2
금융손익	-42.0	-52.0	-52.8	-36.9	-32.6
관계기업등 투자손익	-3.4	-16.7	-15.1	-22.8	-22.8
기타영업외손익	129.6	54.0	168.5	84.8	34.8
세전계속사업이익	576.1	1,153.7	2,072.7	2,706.6	3,356.5
계속사업법인세비용	157.2	122.2	298.8	392.5	486.7
당기순이익	418.9	1,031.5	1,773.9	2,314.2	2,869.8
지배주주순이익	422.7	1,029.6	1,765.9	2,307.2	2,861.2
매출총이익률 (%)	47.3	59.3	64.6	67.5	68.5
영업이익률 (%)	13.8	28.1	35.4	38.3	39.5
EBITDA 마진률 (%)	25.6	35.0	41.1	43.1	44.0
세전이익률 (%)	16.2	27.7	37.2	38.7	39.3
지배주주순이익률 (%)	11.9	24.7	31.7	33.0	33.5
ROA (%)	2.1	4.7	7.5	9.0	10.3
ROE (%)	2.5	5.9	9.9	11.7	13.0
ROIC (%)	2.0	5.5	8.3	10.7	12.7

주요투자지표

(단위: 십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (배)					
P/E	100.9	40.6	23.4	17.9	14.5
P/B	2.1	2.3	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	45.9	30.4	20.1	14.9	11.7
P/S	12.0	10.0	7.9	6.2	5.1
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
매출액 증가율	63.4	17.0	33.8	25.7	22.1
영업이익 증가율	-24.5	137.5	68.8	36.0	25.9
세전이익 증가율	-14.2	100.3	79.7	30.6	24.0
지배주주순이익 증가율	-21.1	143.6	71.5	30.7	24.0
EPS 증가율	-23.7	149.1	88.7	30.7	24.0
안정성 (%)					
부채비율	19.8	28.7	30.3	27.2	23.5
유동비율	175.2	139.3	147.1	179.1	208.1
순차입금/자기자본	6.1	14.4	12.1	5.7	1.7
영업이익/금융비용	6.5	15.5	17.9	24.1	30.8
총차입금 (십억원)	2,208.0	3,740.0	3,879.5	3,859.5	3,779.5
순차입금 (십억원)	1,063.8	2,501.1	2,273.9	1,177.3	402.9
주당지표 (원)					
EPS	1,705	4,249	8,019	10,477	12,993
BPS	80,336	74,508	80,158	88,957	100,587
SPS	14,352	17,176	23,944	30,107	36,747
DPS	701	715	710	710	710

셀트리온 목표주가 추이 및 투자이견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이달미)
- 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 당사에 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 현재당사에서 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.

투자등급

구분	투자이견 기준 및 기간	투자등급	투자이견 비율	비고	구분	투자이견 기준 및 기간	투자등급	투자이견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	80.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.9%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	20.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.1%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		