

제약/바이오

달라진 바이오시밀러 경쟁 양상, 향후 관전 포인트는?



더 많은 리포트 보기

2023년 8월 17일

Positive 유지

기대했던 휴미라 바이오시밀러... 예상보다 아쉬운 상황

글로벌 1위 의약품인 휴미라의 바이오시밀러 시장이 열렸다. 셀트리온과 삼성바이오에피스의 제품이 고농도 제형으로 출시되기에 국내 업체가 수혜를 받고 지루하던 제약/바이오 주가에 반등 트리거가 될 줄 알았다. 하지만 주요 PBM은 암젠과 베링거인겔하임, 산도즈를 선택하고 있다. 일부 바이오시밀러의 할인율은 85%에 달한다. PBM 등재 소식을 더 기다려봐야겠지만 소문난 잔치에 먹을 것이 별로 없어 보인다.

재차 확인된 부분

① 바이오시밀러 경쟁은 역시 속도전이다. 암젠의 암제비타는 경쟁 제품보다 5개월 먼저 출시되어 PBM에 무혈입성이 가능했는데 이는 암제비타가 출시보다 6년 이상 빠른 2016년에 이미 FDA 허가를 획득했기 때문이다. ② 이제 바이오시밀러의 가격은 투트랙 전략이 기본이 된 듯하다. 할인율은 5%에서 80%대까지 다양한데 높은 약가는 리베이트를 기반으로 사보험 시장을, 낮은 약가는 가격 메리트를 앞세워 공보험 시장을 타깃하는 전략이다.

이번부터 달라진 부분

① 바이오시밀러의 출시 가격이 크게 하락했다. 허셉틴과 아바스틴, 리툭산 바이오시밀러의 출시 당시 할인율은 10~24% 수준에 불과했다. 자가면역질환 치료제인 레미케이드 바이오시밀러의 할인율이 평균 36% (15~57%)라는 점을 감안해도 이번 85%에 달하는 할인율은 예상 밖이다. ② 대체처방가능 바이오시밀러가 생각보다 중요해졌다. 베링거인겔하임의 신테조는 저농도 제형임에도 불구하고 주요 PBM에 대부분 등재됐다.

이제 알아야 할 부분

① 85%의 할인율에도 수익성은 양호할 것이다. 휴미라 40mg의 출시 당시 WAC은 523달러였으며 이후 29차례 인상되어 현재 3,461달러에 달한다. 이 가격에서 84.9%의 할인율을 적용해야 출시 가격이다. 과거 휴미라의 ASP가 300달러대까지 내려갔을 때 애브비의 매출총이익률은 71.5~72.5%였다. ② 향후 경쟁에서 변수는 산도즈다. PBM과 협상 시 공격적으로 리베이트를 제공하는 것으로 알려졌는데 이는 스피-오프 되어 하반기 상장이 예정되어 있기에 바이오시밀러 분야에서 시장 지배력을 높이기 위함으로 생각된다. 국내 업체가 개발 중인 바이오시밀러 중 아일리아와 스텔라라가 산도즈와 겹친다.

결론: 기존의 방식으로는 힘들 수 있어, 차별점 갖춰야

지금까지 바이오시밀러 사업은 매력적이었다. 아직 초기 시장이며, 개발된 바이오의약품은 시간이 지남에 따라 특허 만료를 피할 수 없고, 플레이어도 많지 않으며, 높은 수익성을 거둘 수 있었다. 하지만 적은 플레이어로도 가격 경쟁이 발생하고, 수익성이 예전 같지 않을 수 있음이 확인됐다. 이제 기존의 방식으로 힘들 수 있다. 바이오시밀러 개발에는 ① 램시마SC처럼 제형 변경을 통한 복용 편의성 개선, ② 암제비타와 같이 빠른 개발 및 원개발사와 특허 합의, ③ 지속적인 원가 절감, ④ 대체처방가능 바이오시밀러 개발 등이 필수가 될 것으로 판단한다.

기대했던 휴미라 바이오시밀러... 예상보다 아쉬워진 상황

휴미라 바이오시밀러 모멘텀을 기대했지만

역대 최대 규모의 바이오시밀러 시장이 열렸다. 글로벌 매출액 1위 의약품인 휴미라의 미국 특허만료로 바이오시밀러가 출시됐고, 시장 규모는 186억 달러에 달한다. 지난 1월 암젠이 첫 바이오시밀러 출시로 스타트를 끊었으며, 시장의 85%를 차지하는 고농도 제품은 7월 셀트리온과 삼성바이오에피스 (판매사 오가논), 산도즈의 제품이 동시에 출시됐다. 국내 업체가 수혜를 받고 지루하던 제약/바이오 주가에 반등 트리거가 될 줄 알았다. 하지만 예상보다 상황은 부정적으로 흘러가고 있다.

현재까지 PBM 등재는 부정적인 상황

주요 PBM (Pharmacy Benefit Manager, 약품급여관리자)은 셀트리온과 삼성바이오에피스가 아닌 암젠과 베링거인겔하임, 산도즈를 선택하고 있다. 경쟁사들은 오리지널 개발사인 애브비와 다시 합의를 맺었는지 예상일보다 빠르게 제품을 출시했고, 경쟁이 심해진 까닭에 가격 할인율도 컸다. 삼성바이오에피스 바이오시밀러의 할인율은 85%에 달한다. PBM 등재 소식을 더 기다려봐야겠지만 소문난 잔치에 먹을 것이 별로 없어 보인다.

표 1. 휴미라 바이오시밀러 출시 현황

제약사	제품명	출시 일시	제형	비고	할인율
Amgen	Amjevita	23 년 01 월 31 일	저농도	고농도 및 interchangeability 임상 진행 중	5%, 55%
Samsung Bioepis / Organon	Hadlima	23 년 07 월 01 일	고농도	interchangeability 임상 진행 중	85%
Celltrion	Yuflyma	23 년 07 월 01 일	고농도	interchangeability 임상 진행 중	5%
Sandoz (Novartis)	Hyrimoz	23 년 07 월 01 일	고농도		5%, 81%
Coherus	Yusimry	23 년 07 월 01 일	저농도		86%
Fresenius Kabi	Idacio	23 년 07 월 01 일	저농도		5%
Boehringer Ingelheim	Cyltezo	23 년 07 월 01 일	저농도, interchangeability		5~7%
Viatris / Biocon	Hulio	23 년 07 월 01 일	저농도		5%, 85%
Pfizer	Abrilada	23 년 11 월 20 일	저농도, interchangeability		
Alvotech	AVT02	FDA 허가 거절	고농도, interchangeability		

자료: 각 사, KB증권

표 2. 휴미라 바이오시밀러 등재 현황

순위	PBM	점유율 (22 년)	보험사	휴미라 바이오시밀러 등재
1	CVS Health	33%	Aetna	
2	Express Scripts	24%	Cigna	암젠 (고가/저가), 베링거인겔하임, 산도즈 (고가/저가)
3	Optum Rx	22%	United Healthcare	암젠 (고가/저가), 베링거인겔하임, 산도즈 (고가/저가)
4	Humana Pharmacy Solutions	8%	Humana	
5	Prime Therapeutics	5%	BlueCross BlueShield	암젠, 베링거인겔하임, 오가논 (고농도/저농도)

자료: 각 사, KB증권

재차 확인된 부분

1) 바이오시밀러 경쟁은 역시 속도전

빠른 출시와 시장 선점이 중요

바이오시밀러 경쟁에서 가장 중요한 요인은 빠른 출시와 이를 통한 시장 선점이다. 셀트리온이 바이오시밀러 Top tier 업체로 올라설 수 있었던 이유이기도 하다. 램시마가 레미케이드 바이오시밀러 중 가장 먼저 출시됐기에 유럽 점유율 최대 60%, 미국 점유율 32%로 1위를 차지했고 트룩시마도 유럽에서의 빠른 출시로 최대 점유율 40%를 달성한 바 있다.

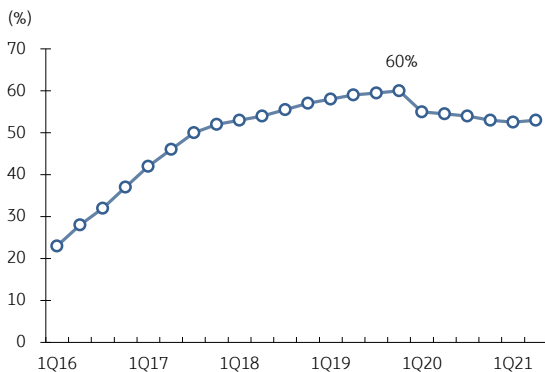
암젠은 출시보다 6년 이상 빠른 시점에 FDA 허가 획득

휴미라 바이오시밀러 중 유일하게 경쟁 제품보다 5개월 먼저 출시된 제품이 암젠의 암제비타다. 따라서 PBM에 무혈압성이 가능했는데 이는 암제비타가 출시보다 6년 이상 빠른 2016년 9월에 이미 FDA 허가를 획득했기 때문이다. 이를 통해 애브비와의 협상에서 가장 유리한 조건으로 합의가 가능했다는 판단이다. 암젠의 뒤를 이어 2017년 베링거인겔하임, 2018년 산도즈, 2019년 삼성바이오에피스와 화이자가 FDA 허가를 받았고, 이 제품들은 올해 7월에야 출시가 가능했다.

산도즈도 9월 30일에서 7월 1일로 출시 앞당겨

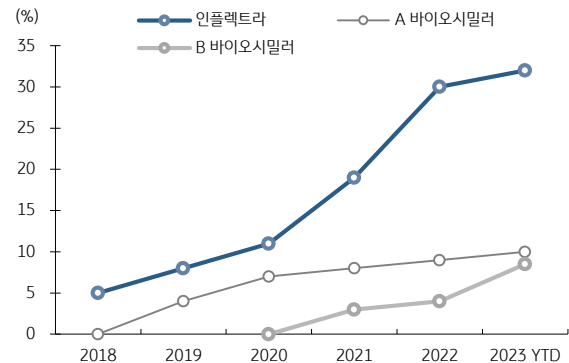
애초 산도즈가 애브비와 합의 맺은 출시 가능일은 올해 9월 30일이었다. 하지만 산도즈가 재협상을 했는지 셀트리온, 오가논과 같은 7월 1일에 앞당겨 출시했고, 주요 PBM에 대부분 등재됐다. 산도즈 입장에서 출시일을 변경한 것이 매우 효과적인 전략이 됐다.

그림 1. 램시마의 유럽 시장 점유율 추이



자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어, KB증권

그림 2. 인플렉트라의 미국 시장 점유율 추이



자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어, KB증권

2) 타깃 시장 맞춤형 약가 전략

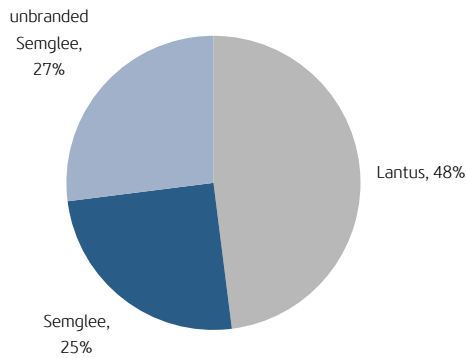
이제 바이오시밀러 할인율은 5%에서 80%대까지 다양해져

이제 바이오시밀러의 가격은 투트랙 전략이 기본이 된 듯하다. 1월 출시된 암젠 제품의 할인율은 5%와 55%, 7월 출시된 산도즈와 비아트리스의 제품은 각각 5%와 80%대의 할인율이 적용되었다. 높은 약가의 제품은 큰 리베이트를 기반으로 사보험 시장을, 낮은 약가의 제품은 가격 메리트를 앞세워 공보험 시장을 타깃으로 하는 전략이다.

샘글리도
사보험 시장은 고가약
공보험 시장은 저가약 강세

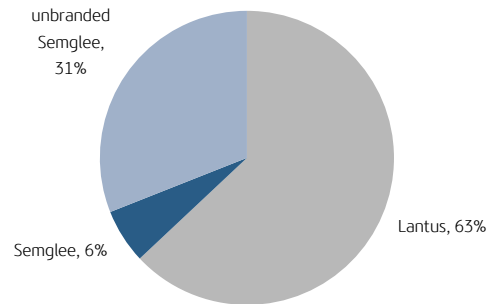
이 전략의 유효성은 최초의 대체처방가능 (interchangeable) 바이오시밀러인 샘글리에서도 확인 가능하다. 란투스 바이오시밀러인 샘글리는 각각 5%와 65%의 할인율로 두 가지 버전으로 출시됐는데 사보험 시장에서는 높은 약가의 제품인, 공보험 시장은 낮은 약가의 제품이 강점을 보이고 있다.

그림 3. 란투스 바이오시밀러 시장 점유율 현황 - 사보험 시장



자료: Biosimilars Council, KB증권

그림 4. 란투스 바이오시밀러 시장 점유율 현황 - 메디케어 D



자료: Biosimilars Council, KB증권

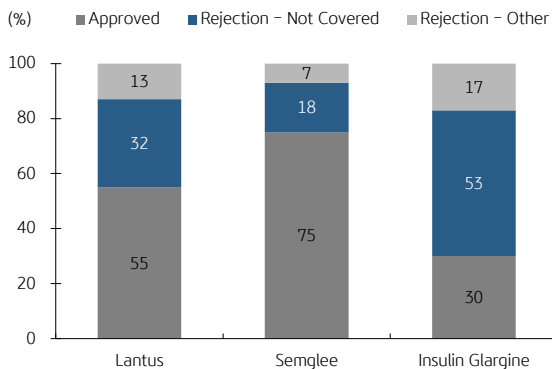
3) PBM 등재는 중요하다. 그것도 아주 많이

처방받아도 보험 커버리지 이슈로
실제 처방은 절반 수준 될 수 있어

낮은 약가로 출시되는 바이오시밀러는 PBM 등재 및 실제 처방에 불리할 수 있다. 5% 할인율인 샘글리와 달리 65% 할인율이 적용된 Unbranded 샘글리는 충분하지 않은 보험 커버리지로 접근이 제한적이라는 평가를 받고 있다.

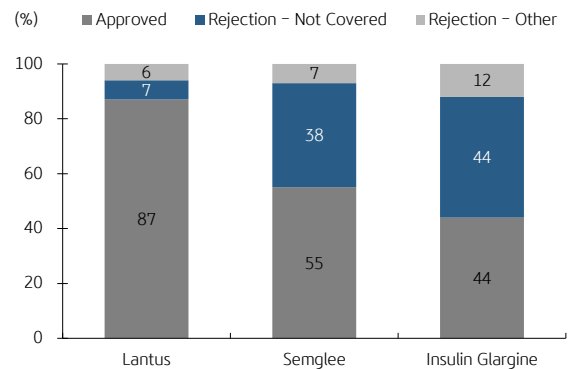
사보험 시장에서 unbranded 샘글리가 처방되면 이 중 53%는 보험 커버리지가 아니라는 이유로 거절되어 실제 처방은 30%에 불과하다 (기타 이유로 17% 거절). 메디케어 D 역시 처방의 44%가 보험 커버리지 이슈로 거절되어 실제 처방은 44%에 그친다 (기타 이유로 12% 거절).

그림 5. 의약품 처방 후 승인 혹은 거절 비중 - 사보험 시장



자료: Biosimilars Council, KB증권

그림 6. 의약품 처방 후 승인 혹은 거절 비중 - 메디케어 D



자료: Biosimilars Council, KB증권

이번에 달라진 부분

1) 출시 가격 할인율이 높아졌다

이전 사례보다

출시 가격 할인율 매우 높아져

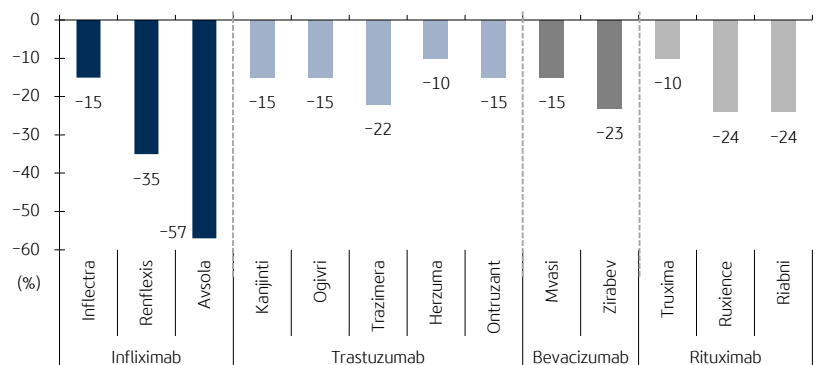
바이오시밀러의 출시 가격이 크게 하락했다. 휴미라 바이오시밀러의 WAC 기준 할인율은 크게 5%와 80%대로 책정됐는데 이전 허셉틴과 아바스틴, 리툭산 바이오시밀러의 출시 당시 할인율은 10~24% 수준에 불과했다. 자가면역질환 치료제인 레미케이드 바이오시밀러의 할인율이 평균 36% (15~57%)로 항암제 대비 다소 높았음을 감안해도 이번 85%에 달하는 할인율은 예상 밖이었다.

오리지널인 휴미라의 약가도

공격적으로 인하

오리지널 의약품의 ASP 기준 가격 인하폭도 이전 사례보다 컸다. 허셉틴과 아바스틴, 리툭산은 바이오시밀러 출시 1년 후 약가 인하폭이 5% 미만이었지만 이번 휴미라는 바이오시밀러가 출시되면서 약 27%의 약가를 인하한 것으로 알려졌다.

그림 7. 바이오시밀러 출시 당시 오리지널 의약품 대비 할인율



자료: Amgen, KB증권

2) 대체처방가능 바이오시밀러의 메리트는 컸다

실테조, 저농도 제형임에도 불구하고

대부분 PBM에 등재

대체처방가능 바이오시밀러가 중요해졌다. 출시된 휴미라 바이오시밀러 중 유일한 대체처방가능 제품인 베링거인겔하임의 실테조는 저농도 제형임에도 불구하고 Express Scripts와 Optum Rx는 물론 Prime Therapeutics에도 등재됐다. 아직 대체처방가능 바이오시밀러의 인식이 높지 않고 이미 저농도인 암젠의 암제비타가 등재된 상황에서 실테조가 선택받았다는 점은 PBM이 대체처방가능 제품의 가치를 높게 평가했다는 판단이다. 이제 까다로운 스위칭 임상을 필요로 한 대체처방가능 바이오시밀러는 필수가 될 것으로 보인다. 삼성바이오에피스와 셀트리온도 빠른 대체처방가능 바이오시밀러 출시로 PBM의 다음 시즌 계약을 노릴 것으로 예상된다.

이제 알아야 할 부분

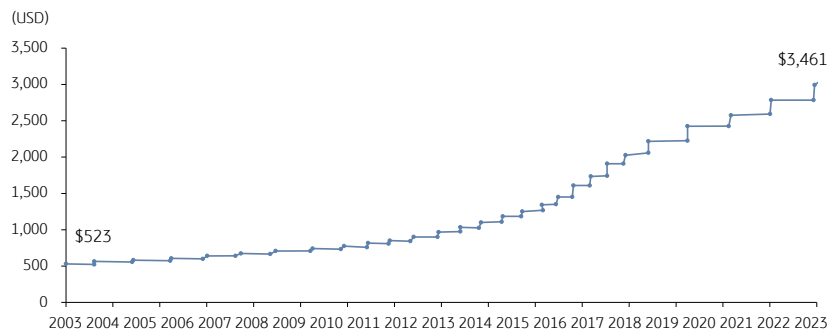
1) 85% 인하된 가격으로 팔려도 이익률은 나쁘지 않을 것

85% 할인해도 휴미라 출시 당시 약가

오가논/삼성바이오에피스와 산도즈의 unbranded 버전, 코헤러스, 비아트리스 제품의 할인율은 85%에 달하기 때문에 ‘과연 이익이 남을까?’ 하는 우려가 있다.

하지만 할인율이 이보다 더 커져도 수익성은 양호할 것으로 예상한다. 미국은 출발점이 워낙 높기 때문이다. 휴미라 40mg 시린지의 WAC (Wholesale Acquisition Cost, 리베이트와 할인이 반영되지 않은 고시 가격)은 2003년 출시 당시 523달러였다. 이후 약가는 29차례 인상되어 현재 3,461달러에 달한다. 약가 상승률은 562.3%이며 현재 가격에서 84.9%의 할인율을 적용해야 출시 당시의 가격이다.

그림 8. Humira의 WAC 추이 (40mg Syringe 기준)

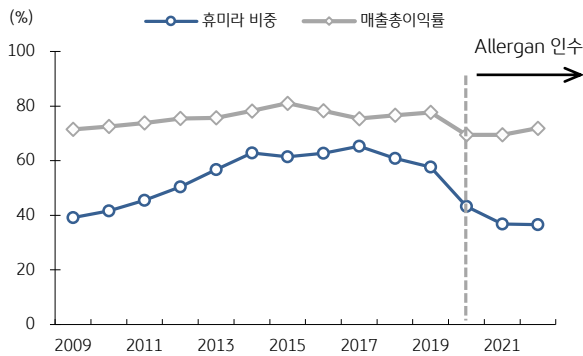


자료: House Committee on Oversight, KB증권

ASP 300달러까지 하락해도 매출총이익률 70% 이상

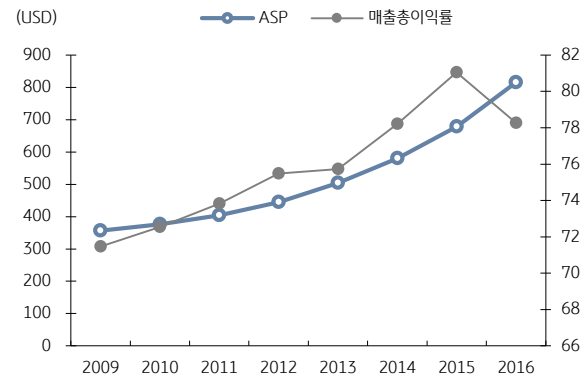
과거 휴미라의 ASP가 300달러대까지 내려갔을 때 애브비의 매출총이익률은 71.5~72.5%였고, 400달러대였을 때는 73.8~75.5%였다. 휴미라의 매출총이익률은 전사 대비 높았을 것이고, 바이오시밀러의 원가율이 오리지널 의약품보다 낮다는 점을 감안하면 약가가 300달러대까지 하락해도 이익은 클 것이라는 판단이다. ASP 300달러면 현재 휴미라 WAC의 10% 수준이다.

그림 9. Abbvie의 휴미라 비중 및 매출총이익률 추이



자료: Abbvie, KB증권

그림 10. 휴미라 ASP 및 Abbvie 매출총이익률 추이



자료: CMS, Abbvie, KB증권

2) 휴미라 이후 다른 약물의 경쟁 상황? 변수는 산도즈!

바이오시밀러에 진심인 산도즈

이제 변수는 산도즈다. PBM과 협상 시 가장 공격적으로 리베이트를 제공하는 것으로 추정되기에 다른 바이오시밀러 업체의 매출액과 수익성에 부정적인 영향을 미치고 있다. 산도즈의 이러한 행보는 모회사 노바티스에서 스핀-오프 되어 하반기 상장 예정되어 있기에 바이오시밀러 분야에서 시장 지배력을 높이기 위함으로 생각된다. 최근 슬로베니아에 바이오시밀러 생산 설비를, 독일에 바이오시밀러 개발 센터를 설립하겠다고 발표한 것도 같은 맥락이라는 판단이다.

국내 업체가 개발 중인 후보물질 중
아일리아와 프롤리아가 산도즈와 겹친다

산도즈의 임상3상 후보물질과 셀트리온/삼성바이오에피스가 개발 중인 바이오시밀러를 비교하면 아일리아와 프롤리아가 겹친다. 스텔라라와 졸레어는 국내 업체의 후보물질만 임상3상 및 허가 단계인 것으로 파악된다. 따라서 상장 이후 산도즈가 여전히 공격적인 리베이트 정책을 펼치는 예단할 수 없지만 아일리아와 프롤리아는 상대적으로 약가 인하 리스크가 클 수 있다.

표 3. 아일리아와 프롤리아 바이오시밀러 개발 현황

오리지널	개발사	제품명	개발 단계
Eylea	Celltrion	CT-P42	FDA 허가 신청
	Samsung Bioepis	SB15	임상 3 상
	Sandoz	SOK583A1	임상 3 상
	Amgen	ABP 938	임상 3 상
	Viartis	M710	임상 3 상
	Coherus	FYB203	임상 3 상
	Alteogen/Kissei	ALT-L9	임상 3 상
	Samchundang Pharma	SCD411	임상 3 상
오리지널	개발사	제품명	개발 단계
Prolia	Sandoz	GP2411	FDA 허가 신청
	Celltrion	CT-P41	임상 3 상
	Samsung Bioepis	SB16	임상 3 상
	Alvotect	AVT-03	임상 3 상
	Fresenius Kabi	FKS518	임상 3 상
	Henlius	HLX14	임상 3 상
	Teva	TVB-009	임상 3 상
	Intas	INTP23	임상 3 상
	Biocon	BMAB-1000	임상 3 상
	Gedeon Richter	RGB-14-P	임상 3 상

자료: 각 사, KB증권

표 4. 아일리아와 프롤리아 바이오시밀러 개발 현황

오리지널	개발사	제품명	개발 단계	오리지널	개발사	제품명	개발 단계
Stelara	Amgen	ABP 654	25.01 출시합의	Xolair	Celltrion	CT-P39	EMA 허가 신청
	Alvotech	AVT04	25.02 출시합의		Alovtech	AVT23	임상 3 상
	Formycon/Aristo Pharma	FYB202	25.04 출시합의		Teva	TEV-45779	임상 3 상
	Celltrion	CT-P43	FDA, EMA 허가 신청		Curateq	BP11	임상 3 상
	Intas	DMB-3115	EMA 허가 신청				
	Samsung Bioepis	SB17	임상 3 상				
	Biocon	BMAB-1200	임상 3 상				
	Hikma/Bio-Thera	BAT2206	임상 3 상				

자료: 각 사, KB증권

결론: 기존의 방식으로는 힘들 수 있어, 차별점 갖춰야

예전보다 매력도가 떨어진
바이오시밀러 시장

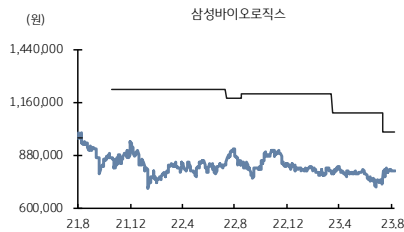
지금까지 바이오시밀러 사업은 매력적이었다. 아직 초기 시장이며, 개발된 바이오의약품은 시간이 지남에 따라 특허 만료를 피할 수 없고, 플레이어도 많지 않으며, 높은 수익성을 거둘 수 있었다. 하지만 휴미라 사태 이후 적은 플레이어로도 가격 경쟁이 심하게 발생하고, 수익성이 예전 같지 않을 수 있음이 확인됐다 (전술한 바와 같이 85% 약가 인하에도 양호한 수익은 가능할 것으로 판단). 산도즈는 바이오시밀러에 진심인 모습이고 상장 후 공격적인 전략을 취하지 않을 것이라 확언하기도 어렵다.

제형 변경, 빠른 출시 등
차별점 갖춰야

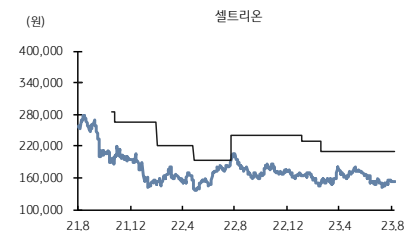
이제 예전과 같은 방식으로 힘들 수 있다. 바이오시밀러 개발에는 ① 램시마SC처럼 제형 변경을 통한 복용 편의성 개선, ② 출시 6년 전 FDA 허가를 획득한 암제비타처럼 빠른 개발 및 원개발사와 특허 합의, ③ 수율 개선을 통한 지속적인 원가 절감, ④ 스위치 임상 기반의 대체처방가능 바이오시밀러 개발 등이 필수가 될 것으로 판단한다.

투자자 고지 사항

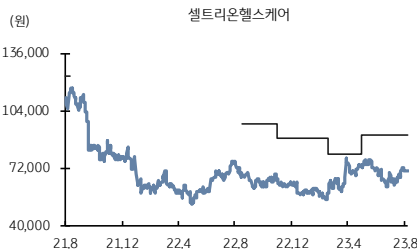
투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
21-07-30	Buy	홍가혜	980,000	-6.75	
21-10-28	Buy	김태희	1,240,000	-32.96	-22.74
22-07-27	Buy	김태희	1,180,000	-26.29	-22.88
22-08-31	Buy	김태희	1,200,000	-31.44	-24.42
23-03-31	Buy	김태희	1,100,000	-29.78	-25.73
23-07-27	Buy	김태희	1,000,000		



변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
21-06-30	Buy	홍가혜	360,000	-27.70	
21-10-28	Buy	김태희	300,000	-31.56	-30.00
21-11-10	Buy	김태희	280,000	-30.88	-16.79
22-02-16	Buy	김태희	230,000	-27.32	-18.91
22-05-12	Buy	김태희	200,000	-15.27	-1.50
22-08-08	Buy	김태희	250,000	-28.07	-15.00
23-01-20	Buy	김태희	230,000	-30.86	-26.17
23-03-06	Buy	김태희	210,000		



변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
21-05-17	Buy	홍가혜	130,000	-34.42	
22-08-31	Buy	김태희	100,000	-32.83	-27.90
22-11-14	Buy	김태희	92,000	-32.31	-25.65
23-03-06	Buy	김태희	80,000	-16.70	-3.38
23-05-15	Buy	김태희	90,000		

종목명	인수 합병 업무관련	1년 이내 IPO	BW/CB/EB 인수계약	유상증자 모집주선	주식 등 1% 이상보유	자사주 취득/처분	주식/파생 등 유동성공급	ETF 설정/해지	ELW 발행/유동성공급	채무이행 보증	계열사 관계	공개매수 사무관련
삼성바이오로직스									○			
셀트리온							○		○			
셀트리온헬스케어												

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며,
외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2023. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
88.7	11.3	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.