

Novo Nordisk (NYSE: NVO)

LVMH을 넘보는 Novo Nordisk

투자의견
NA

현재주가
181.6USD(08/11)

시가총액
410 (십억달러)

546 (조원)

제약/바이오 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 덴마크 대표 기업인 노보 노디스크 주가 연초 대비 41% 상승, EU에서 시총 기준 2번째 기업으로 등극
- GLP-1 RA(Receptor agonist) 기전 당뇨/비만 치료제들 판매 호조로 2023년 예상 매출액 및 영업이익 각각 27~33%yoy, 31~37%yoy 성장 전망
- GLP-1 RA 당뇨 치료제 처방액 기준 M/S 10%, 비만치료제 시장은 성장 초기임을 감안할 때 실적 고성장 지속될 전망. 2023년 예상 매출액 오젠퍹(당뇨병 치료제) 120억 달러(+50%yoy), 위고비(비만 치료제) 40억 달러(+353%yoy) 상회 예상
- 비만치료제 시장 2030년까지 1,000억 달러까지 성장 예상(2023년 상반기 GLP-1RA 관련 신제품 합산 매출액 약 10억 달러 수준)
- GLP-1 RA 치료제: 당뇨와 비만 치료제에서 대사성 질환(NASH, 심혈관계, 심장 질환 등) 치료제로 적응증 확장
- 신기전 비만 치료제 파이프라린 확장을 위해 Inversago(캐나다) 인수, RNAi 치료제 연구개발도 확대

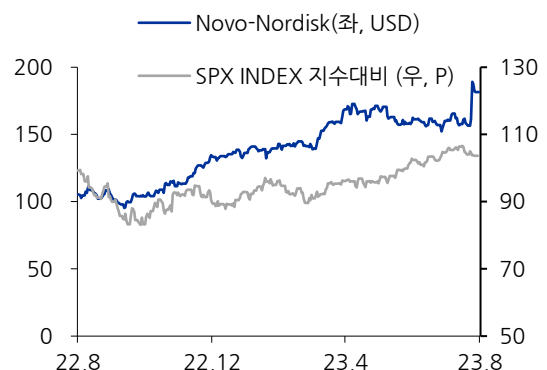
현지명	NOVO-NORDISK
한글명	노보 노디스크
시가총액(조원)	546
설립연도	1923
설립자	한스 크리스티안 하계돈
본사 위치	덴마크 Bagsvaerd
현 CEO	라스 프루어가르드 예르겐센

52주 최고/최저(USD)	192.2/95.0		
배당수익률(23E, %)	1.3		
주요주주 지분율(%)			
JENNISON ASSOCIATES	0.68		
르네상스 테크	0.55		
FISHER ASSET MANAGEMENT	0.44		
	1M	6M	YTD
주가상승률(%)	13	27	41

고지사항

본 자료는 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공만을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료의 내용은 오차가 발생할 수 있으며, 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 따라서, 투자 결정은 전적으로 투자자 본인의 판단과 책임하에 하시기 바랍니다.

12월 결산	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액(십억 DKK)	122	127	141	177
영업이익(십억 DKK)	52	54	59	75
당기순이익(십억 DKK)	39	42	48	56
EPS(원)	16.41	18.05	20.79	24.51
증감률(%)	2.8	10.0	15.2	17.9
PER(배)	23.6	23.6	35.4	38.3
ROE(%)	71.2	69.7	71.2	72.0
PBR(배)	15.8	15.6	23.5	25.3
EV/EBITDA(배)	15.8	16.6	26.2	26.0



1. LVMH(TLO: LVMH.TI)을 넘보는 Novo Nordisk(CPH: NOVO-B)

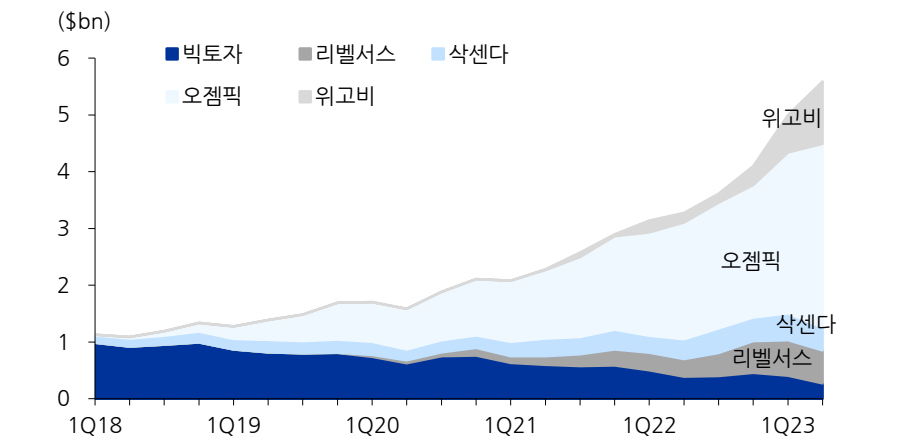
노보 노디스크
 시가총액 \$410bn,
 EU 시총 2위.
 글로벌 제약사 시총 3위

덴마크 대표 기업인 노보 노디스크 주가는 연초 대비 41% 상승, EU 에서 시총 기준 가장 큰 그룹인 LVMH(Moet Hennessy Louis Vuitton) 과 10% 차이로 두 번째 기업으로 등극함. 글로벌 제약사 중에는 시가총액 기준으로 일라이 릴리와 J&J 뒤를 이어 3 위로 올라섬. GLP-1 agonist 기전의 당뇨/비만 치료제들의 글로벌 판매 호조에 기인함. 동 기전 당뇨치료제는 처방액 기준 전체 당뇨 시장의 10% 수준이며, 비만 치료제 시장은 초기 성장 단계로 2030년까지 35%yoy 성장률이 예상됨에 따라 노보 노디스크의 실적 성장은 지속될 전망

위고비®
 SELECT 임상,
 심혈관 질환 경감
 효과 발표,
 17% 상승

8 월 10 일 2 분기 실적 발표 후 주가는 1% 하락하였는데, 매출액 및 영업이익이 각각 34%yoy, 35%yoy 상승했음에도 불구하고 높아진 시장의 컨센서스를 소폭 하회하였기 때문임. 주력 제품인 오젠펙 및 위고비의 수요가 기하급수적으로 증가하면서 공급 부족 문제가 여전히 해결되지 못했기 때문. 그러나 실적발표 전 심혈관 질환 환자에 대한 위고비의 효과를 발표하며 이미 17%나 상승하였음.

도표 1. 노보 노디스크 GLP-1 RA 치료제 매출액 추이 (2018~2023.2Q)



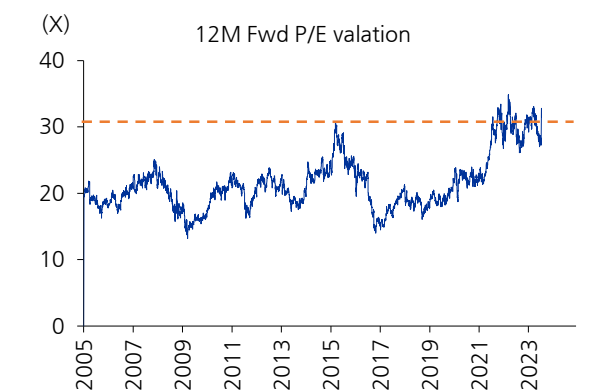
자료: 노보 노디스크, 유진투자증권

도표 2. 노보 노디스크 시가총액 추이(2000 년~)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 3. 노보 노디스크 P/E valuation (2005 년 ~)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

2. 2Q23 실적 Review: 30%를 상회하는 이익 성장

매출액 및 영업이익 각각 2Q23 잠정 매출액 및 영업이익은 79억 달러(+34%yoy), 35억 달러(+33%yoy)로 고성장함. 매출 총이익률 86%, 영업이익률 44%를 기록함

GLP-1 RA 제품 매출 및 이익 고성장은 GLP-1 RA 기전의 당뇨병 치료제(오젠포픽, 리벨서스 합산 +50%yoy)와 비만 치료제들(삭센다, 위고비 합산+189%yoy) 매출 증가가 성장을 견인함. 다만 수익성은 전년 동기 및 전분기 대비 각각 1%pt, 3%pt 하락하였는데, 이는 임상 증가에 따른 비용 증가에 기인함

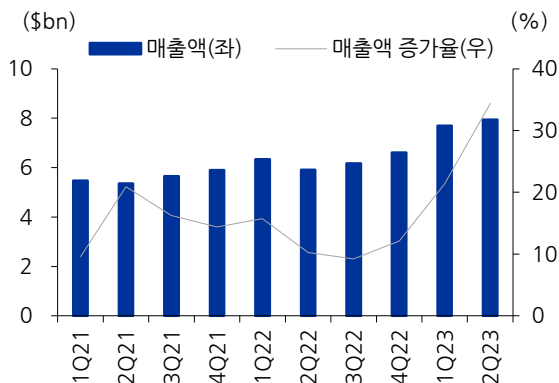
2023년 매출액 및 영업이익 각각 노보 노디스크는 1분기 실적 발표(4월 13일)에서 2023년 실적 가이드를 상향 조정한데 이어 2분기 실적 발표(8월 10일)에서도 상향 조정함. 2023년 매출액 및 영업이익은 각각 27~33%, 31~37% 성장할 전망

도표 4. 노보 노디스크 분기별 실적 추이 (2022.1Q~2023.2Q)

(단위: \$ mn)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	증감율 y-y
매출액	6,338	5,905	6,165	6,607	7,694	7,935	+34%
매출총이익	5,295	5,036	5,191	5,472	6,514	6,787	+35%
영업이익	2,887	2,632	2,731	2,347	3,605	3,491	+33%
순이익	2,143	1,906	1,949	1,867	2,856	2,839	+49%
매출총이익률(%)	84	85	84	83	85	86	+0%pt
영업이익률(%)	46	45	44	36	47	44	-1%pt
순이익률(%)	34	32	32	28	37	36	11%pt

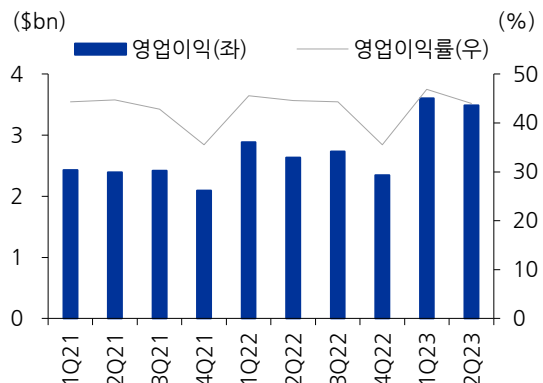
자료: 노보 노디스크, 유진투자증권

도표 5. 노보 노디스크 매출액 및 증가율 추이



자료: 노보 노디스크, 유진투자증권

도표 6. 노보 노디스크 영업이익, 영업이익률 추이



자료: 노보 노디스크, 유진투자증권

3.2 분기 오젠포픽 매출액 40 억 달러, 위고비 10 억 달러 상회

신규 처방 환자 기준
오젠포픽® M/S 44.5%
마운자로® 17.0%,
오젠포픽® 2023 예상
매출액 120 억 달러
상회

[당뇨병 치료제 부문] 시장 점유율은 32.7%이며 GLP-1 RA 제품 내 점유율은 54.1%. 당뇨병 치료제 시장에서 GLP-1 RA 제품 점유율은 처방전 기준 5%에 그쳐 향후 매출 증가는 지속될 전망. 미국 내 신규 처방 환자들 기준 오젠포픽, 경쟁약 마운자로의 점유율은 각각 44.5%, 17%. 오젠포픽 2분기 매출액은 32 억 달러, 상반기 60 억 달러로 각각 53%yoy, 58%yoy 증가함(총 매출액의 39% 비중). 2023년 매출액은 120 억 달러를 상회할 전망. 리벨서스(경구용)는 2019년 말 출시 후 4년 차인 2023년 2분기 매출액 6 억 달러를 기록함.

위고비® 매출액
10 억달러 상회,
2023년 예상 매출액
40 억 달러 상회 전망

[비만 치료제 부문] 위고비(주 1 회 SC) 2 분기 매출액은 10 억 달러를 상회(+532%y-y)하면서 상반기 누적 매출액 17.9 억 달러를 기록함(총 매출액의 11% 비중). 위고비의 2023년 매출액은 40 억 달러를 상회할 전망. 삭센다(1 일 1 회 SC)도 2 분기 매출액은 4 억 달러(+18%y-y)로 여전히 성장하고 있음

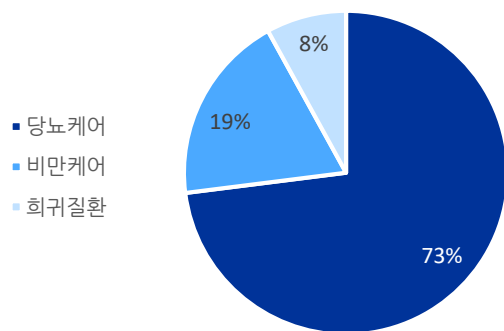
[희귀질환 부문] 6 억 달러(-22%y-y)로 혈우병 치료제 시장의 경쟁 심화에 매출 감소가 지속됨

도표 7. 노보 노디스크 주요 부문별 및 제품별 매출액 추이

(단위: \$ mn)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	증감율 yy
총매출액	6,193	6080	6,713	7,086	7,863	7,935	+31%
1. 당뇨 케어	4,901	4774	5,323	5,562	6,033	5,828	+22%
(1) GLP-1 (오젠포픽)	2,567 (1,773)	2833 (2114)	3,296 (2,415)	3,588 (2,501)	3,950 (2,894)	4,081 (3,230)	+44% (+53)%
(2) 인슐린	2,204	1819	1,910	1,869	1,976	1,650	-9%
2. 비만 케어	501	537	638	809	1,155	1,506	+180%
위고비	207	174	170	360	672	1,099	+532%
3. 희귀질환	790	769	753	715	674	601	-22%

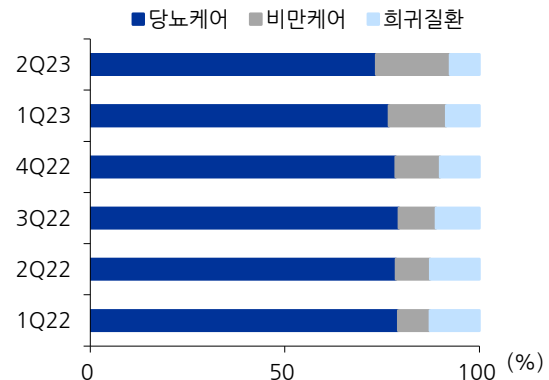
자료: 노보 노디스크, 유진투자증권

도표 8. 노보 노디스크 매출액 구성 (2023.1H)



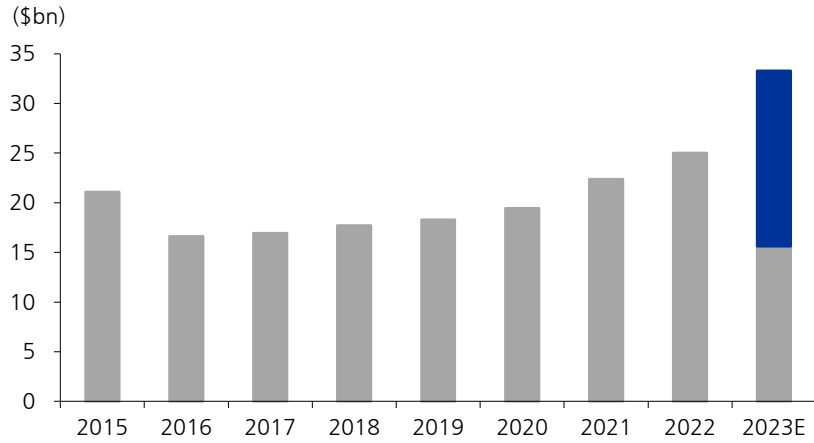
자료: 노보 노디스크, 유진투자증권

도표 9. 노보 노디스크 사업부문별 매출 비중 추이



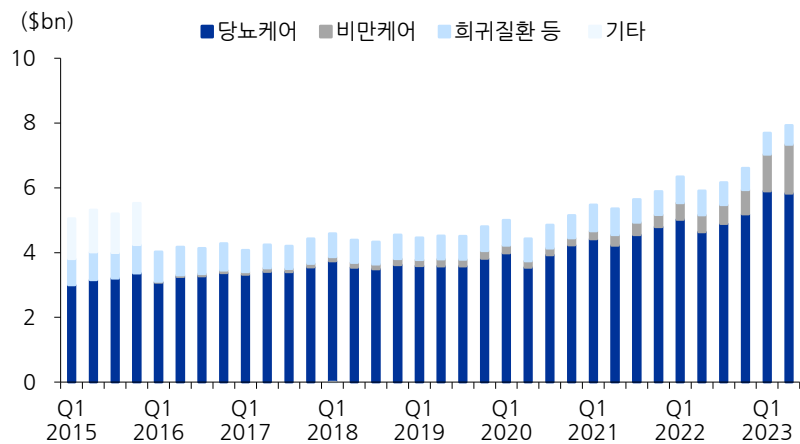
자료: 노보 노디스크, 유진투자증권

도표 10. 노보 노디스크 연간 매출액 추이 (2018~2023E)



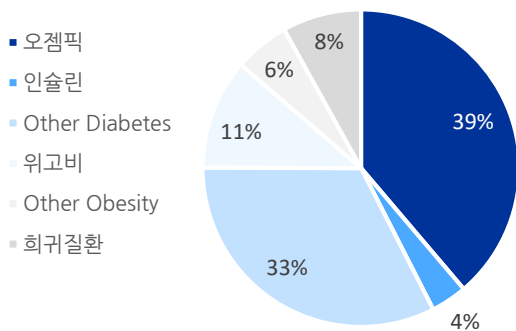
자료: 노보 노디스크, 유진투자증권

도표 11. 노보 노디스크 부문별 매출액 추이 (2018~2023.1Q)



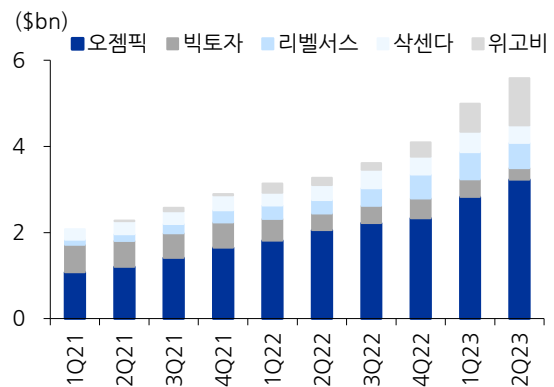
자료: 노보 노디스크, 유진투자증권

도표 12. 노보 노디스크 매출액 구성 (2023.1H)



자료: 노보 노디스크, 유진투자증권

도표 13. 노보 노디스크 주력제품 매출 추이



자료: 노보 노디스크, 유진투자증권

4. 당뇨와 비만에서 대사성 질환으로 타겟 영역 확장

<p>GLP-1 RA 치료제 first-mover</p>	<p>노보 노디스크는 용량 증가, 제형 변화, 적응증 확대, 기전 추가 등을 위해 공격적인 임상을 진행하며 GLP 1 RA 계열에서 입지를 강화하고 있음 오젠평, 리벨서스, 위고비의 특허만료는 미국 2032년, 유럽 2031년으로 파악됨</p>
<p>경구형 제형 2023년 하반기 FDA 승인 예상</p>	<p>주사제형인 비만 치료제 위고비의 경구형 제형은 임상 3상(세마글루타이드 50mg)에서 유효성을 확보하여 2024년 출시될 것으로 기대. Cagrisema(당뇨 및 비만 치료제, Cagrilintide 와 세마글루타이드 복합제)와 경구용 아미크레틴 (amycretin, 비만치료제)도 각각 임상 3상, 임상 1상(2022년 2분기 시작) 중. Cagrisema는 20주 임상 1상에서 17%의 체중 감량 효과를 보이며 안전성과 내약성을 확인함. 경구용 주 1회 세마글루타이드 임상 1상도 진행 중.</p>
<p>듀얼 아고니스트 임상 2상 시작</p>	<p>당뇨 치료를 타겟한 듀얼아고니스트 기전의 GLP-1/GIP 파이프라인은 4분기 임상 2상이 시작될 예정</p>
<p>심혈관, 당뇨병성 망막증, 심장질환, NASH, 알츠하이머 치료제로 임상 중</p>	<p>GLP-1 RA 세마글루타이드는 당뇨병/비만에서 적응증을 확장하여 심혈관 질환, 당뇨병성 망막증, NASH, 알츠하이머 치료에서 효과성을 확인하는 임상도 진행 중.</p>

도표 14. 노보 노디스크 R&D 마일스톤

Project	Clinical milestones ¹			Regulatory milestones ¹	
	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	US submission	EU submission
Diabetes care	Oral semaglutide (25/50mg)			US submission	EU submission
	Cagrisema T2D			Phase 3 initiation	
	OW GLP-1/GIP				Phase 2 initiation
SemaDapa		✓ Phase 1 results			
Obesity care	Oral semaglutide (50 mg)	✓ Phase 3 results		US submission	EU submission
	SELECT CVOT		✓ Phase 3 results		
	STEP HFpEF	✓ Phase 3 results		US/EU Submission	
	PYY 1875	✓ Phase 1/2 results			Phase 3 results (T2D)
Oral Amycretin				Phase 1 results	
Rare disease	Sogroya® (Somapacitan)	✓ EU/JP approval (GHD)			
Other serious chronic diseases	Ziltivekimab (HFpEF)	✓ Phase 3 initiation			

자료: 노보 노디스크(2023.2Q Earnings Release IR book) 유진투자증권

5. 생산시설 및 M&A 및 현황

기하급수적으로 증가하는 수요에 대응하여 2 번째 CMO 와 계약

노보 노디스크는 2023 년 초 위고비의 미국 시장 출시 이후 폭증하는 수요에 대응해 초기 투여하는 환자들 수요를 조절하겠다고 밝힌 바 있음. 또한 오젠퍹 및 위고비의 수요 급증에 따른 공급 부족 현상을 해결하기 위해 2 번째 CMO 와 계약을 함. 금번 실적 발표에서는 경구용 세마글루타이드의 임상 3 상에서 유효한 결과를 발표한 후 2023 년 하반기에 FDA 승인 신청을 할 예정이나 공급 능력을 감안해서 출시 일정을 조절할 것을 밝힘.

신기전 비만치료제 캐나다 비상장 기업 Inversago 인수

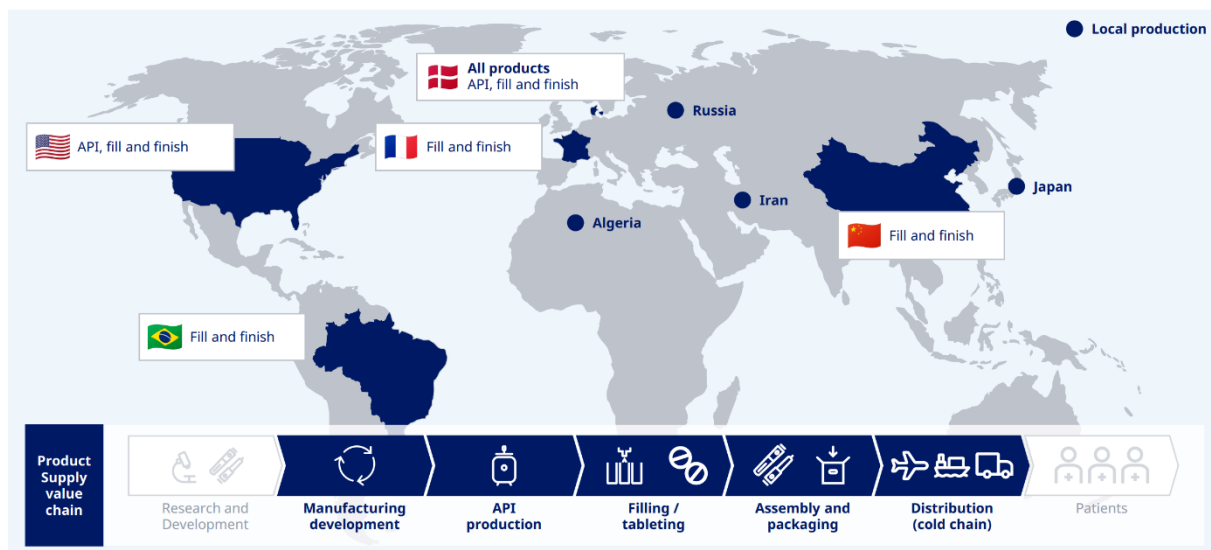
노보 노디스크는 2 분기 실적 발표와 함께 비만 등 대사성 질환의 새로운 치료제를 개발 중인 Inversago Pharma(비상장, 캐나다) 인수를 발표함(인수금액 10.75 억 달러). Inversago Pharma 는 비만, 당뇨 및 대사장애 치료를 위해 지방 조직, 장내 소화관, 신장, 간, 췌장 등 말초 조직에서 대사 및 식욕 조절에 관여하는 수용체 단백질인 CB1 을 저해하는 경구용 CB1 inverse agonist 기전의 INV-202(임상 1b)을 개발 중.

RNAi 치료제 개발 기업인 Dicena, RNAi R&D 연구센터 설립

2020 년부터 다이서나, 코비디아 테라퓨틱스(Covidia Therapeutics), 포마 테라퓨틱스(Forma Therapeutics, Nasdaq:FMTX) 등을 인수함. 특히 다이서나의 RNAi 를 이용한 NASH 치료제 개발 파이프라인을 31 억 달러에 인수하였는데 현재 임상 1 상 진행 중. 2023 년 3 월에는 RNAi 연구개발 및 임상을 확대하기 위해 보스톤에 대규모 연구시설을 설립함

도표 15. 노보 노디스크 생산 시설 현황

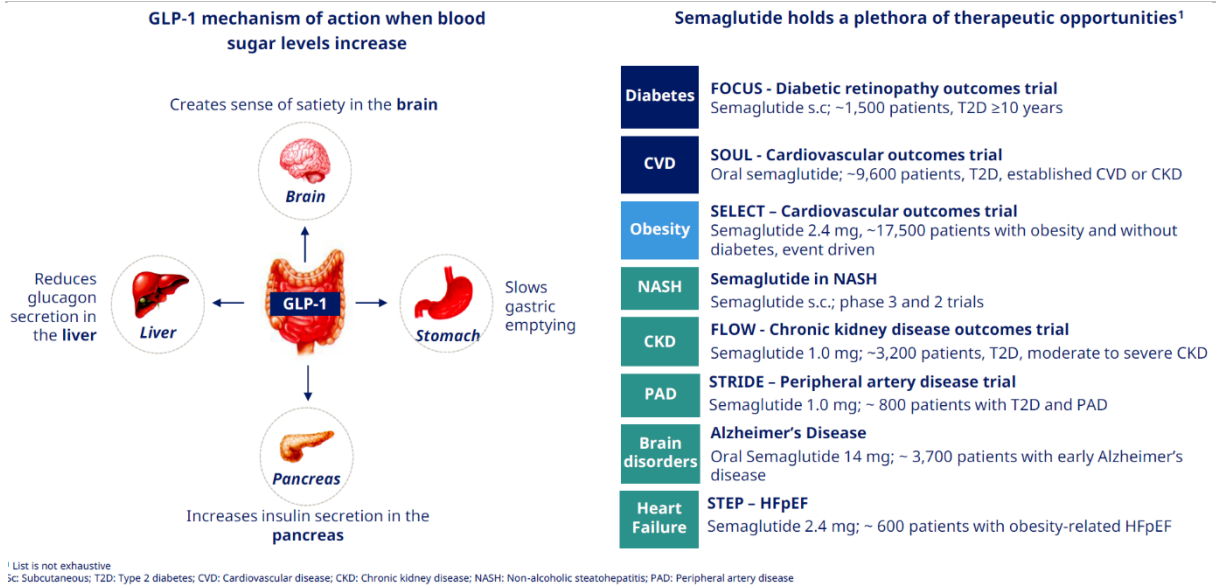
Novo Nordisk has a global manufacturing setup



API: Active Pharmaceutical Ingredient
 자료: 노보 노디스크(2023.2Q Earnings Release IR book) 유진투자증권

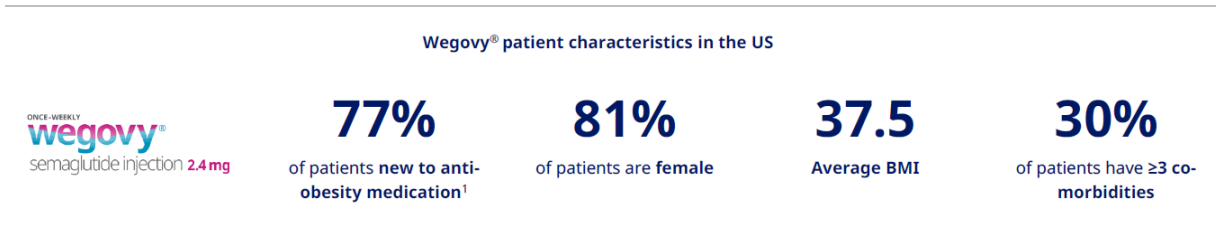
Appendix. GLP-1 agonist 기전 및 위고비® 처방 환자 구성

도표 16. GLP-1 effect dependent on blood glucose level



자료: 노보 노디스크(2023.1Q Earnings Release IR book) 유진투자증권

도표 17. 미국 내 위고비® 처방 환자 구성



자료: 노보 노디스크(2023.2Q Earnings Release IR book) 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.06.30 기준)