

(Analyst) 김승민 sm.kim.a@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

NVO US · 글로벌 제약/바이오 · 미국

# 노보 노디스크

## We go high with 위 고 비

Not Rated

Refinitiv 평균목표주가

USD 119.08

상승여력

3.8%

현재주가(24/1/31)

USD 114.74

|              |          |             |        |          |        |            |       |
|--------------|----------|-------------|--------|----------|--------|------------|-------|
| 다우존스 산업평균(p) | 4,845.65 | 시가총액(십억USD) | 388.20 | 시가총액(조원) | 516.54 | 유통주식수(백만주) | 4,458 |
|--------------|----------|-------------|--------|----------|--------|------------|-------|

### Report summary

#### 글로벌 제약/바이오 탐픽 유지

노보는 12개월 선행 P/E 33x 수준에 거래되고 있다. 릴리를 제외한 빅파마들의 평균은 15x 수준으로, 높은 밸류에이션 프리미엄을 받고 있다. 100조원 이상으로 기대되는 거대 비만 시장의 개척자, 향후에도 20% 수준의 성장이 기대되기 때문이다.

릴리 첩바운드가 미국 허가를 받으며 경쟁에 대한 우려가 존재한다. 첩바운드 초기 처방은 위고비 초기 처방 속도보다 더 빠르다. 그러나 우리가 여러 번 언급했듯, 노보와 릴리는 경쟁자지만 없었던 시장을 새로 만들어 가는 동반자다. 노보 혼자 시장을 만드는 것보다 릴리와 함께 만들어 나가는 것이 시장을 더욱 빨리 키운다. 폭발적으로 발생하는 수요를 충족시킬 공급 이슈 해결이 더 중요하다. 노보는 인하우스 캐파를 빠르게 확장하고 있고, 올해 4번째 CMO도 가동 예정으로 작년보다 원활한 공급을 기대할 수 있다. 단기 주요 R&D 이벤트로는 위고비의 심혈관 혜택(SELECT) 적응증 확대 승인이 있다.

### Key data

#### Price performance



| (%)  | 1M   | 6M   | 12M  |
|------|------|------|------|
| 절대주가 | 10.9 | 42.4 | 65.4 |
| 상대주가 | 9.2  | 34.9 | 39.1 |

| 결산기 (12월)    | 2021  | 2022  | 2023  | 2024F | 2025F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억DKK)  | 141   | 177   | 232   | 281   | 333   |
| 영업이익 (십억DKK) | 59    | 75    | 103   | 126   | 152   |
| 영업이익률 (%)    | 41.7  | 42.3  | 44.2  | 44.8  | 45.6  |
| 순이익 (십억DKK)  | 48    | 56    | 84    | 101   | 122   |
| EPS (DKK)    | 10.37 | 22.22 | 18.62 | 22.54 | 27.32 |
| ROE (%)      | 71.2  | 72.0  | 88.1  | 82.1  | 79.1  |
| P/E (배)      | 35.4  | 38.3  | 37.4  | 34.4  | 28.4  |
| P/B (배)      | 23.5  | 25.3  | 29.2  | 25.6  | 20.1  |

주: 공시 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 노보 노디스크, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

### 4Q23 리뷰

4Q23 매출액 659억DKK(+37% YoY), 영업이익 268억DKK(+57% YoY), 조정 EPS 4.91DKK(+63% YoY)으로 컨센서스를 +4%, +5%, +6% 상회하는 호실적을 기록했다. 희귀 질환부문이 46억DKK(-6% YoY)을 기록하며 역성장했으나, 당뇨 부문 378억 DKK(+33% YoY)으로 고성장을 이어갔고, 비만 부문 112억DKK(+105% YoY)을 기록하며 폭발적인 성장을 보였다.

주요 성장 아이템은 당뇨 부문에서 GLP-1 오젠퍹(semaglutidie) +77% YoY, 라이벨 서스(oral semaglutide) +46% YoY, 비만 부문에서 위고비(semaglutide) +293% YoY다. 위고비 4Q23 매출액은 96억DKK(약 1.8조원), 2023년 매출액은 313억 DKK(약 6조원)이다. 미국 시장에서 1월 처방 수(147K) 기준으로 위고비 점유율 63%, 릴리 쥬바운드 25%이다.

### 2024년 실적 전망

24년 가이드스 매출액 +18~26% 성장, 영업이익 +21~29% 성장을 제시했다. 가이드 스의 폭이 넓은 이유는 GLP-1(오젠퍹, 쥬바운드)의 판매 호조와 공급 부족 때문이다. 현재 노보 24년 매출액 컨센서스 성장률은 21%다. 공급 이슈가 해결된다면 현재 시장 기대치보다 호실적이 기대된다.

24년 Capex 가이드스는 약 450억 DKK로 작년 260억 DKK 대비 +73% 증가했다. 노보에게는 여전히 오젠퍹/위고비 수요를 맞추기 위한 공급캐파 확장이 최우선 과제다. 23년에는 미국 생산라인을 1개에서 3개로 확장했는데, 24년에도 비슷한 수준의 확장이 나타날 것으로 예상된다.

### 2024년 R&D 주요 이벤트

노보는 Weekly GLP-1 위고비 외에도 후속 파이프라인을 다수 개발하고 있다. Amylin agonist ‘Cagrilintide’와 위고비(sema)의 고정조합인 CagriSema를 임상3상 중이고, 올 하반기 데이터 발표가 예상된다. CagriSema는 임상1상에서 20주차 -17% 수준의 체중 감량 효과를 달성했기 때문에 릴리 쥬바운드 동등 혹은 이상의 체중감량 가능성이 있다.

위고비의 심혈관질환 혜택 라벨 확장에 대한 FDA 결정이 올 상반기 예정되어 있고, 오젠퍹의 말초동맥질환(PAD) 임상시험(STRIDE) 데이터, 당뇨병 및 만성콩팥병 환자 대상 임상(FLOW), 라이벨서스의 심혈관질환(CVOT) 임상시험(SOUL CVOT) 데이터가 올해 예정되어 있다. 대사이상성지방간염(MASH) 적응증 임상(ESSENSCE) 시험도 진행중인데, 올 하반기 결과 발표가 예상된다. Weekly 인슐린(icodec) 신약 파이프라인도 가지고 있는데, 올 하반기 허가가 예상된다.

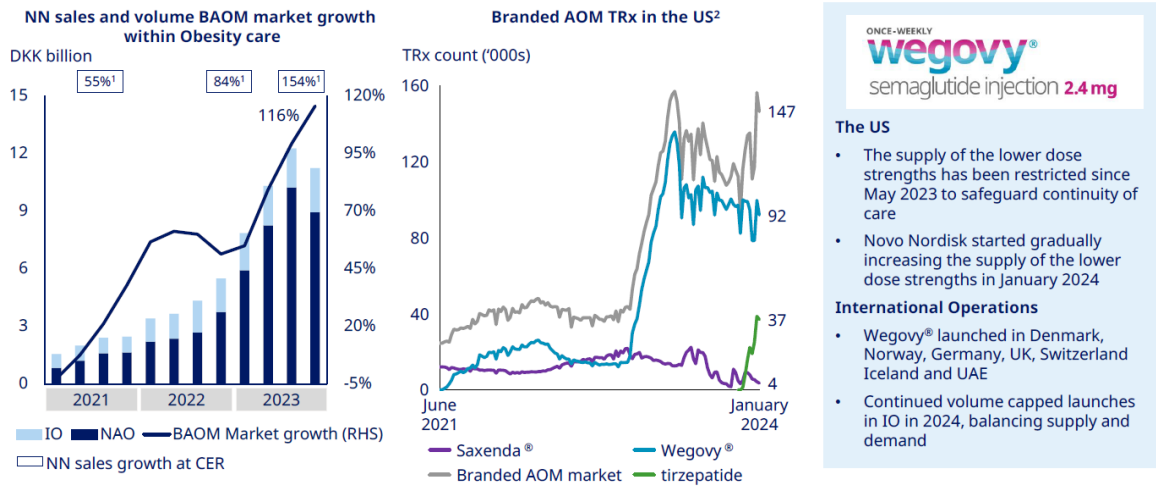
한편, 이번 실적 발표에 새로 등장한 파이프라인은 GLP-1/GIP 이중작용제다. Weekly GLP-1/GIP는 임상1상 완료되어 올 상반기 데이터 발표 예정이고, Monthly GLP-1/GIP 임상1상도 시작했다고 밝혔다. 릴리와 경쟁하기위한 신규 인크레틴 계열 후보물질을 계속해서 임상단계로 올리고 있다.

### 밸류에이션 및 향후 전망

노보는 12개월 선행 P/E 33x 수준에 거래되고 있다. 릴리를 제외한 빅파마들의 평균은 15x 수준으로, 높은 밸류에이션 프리미엄을 받고 있다. 100조원 이상으로 기대되는 거대 비만 시장의 개척자, 향후에도 20% 수준의 성장이 기대되기 때문이다.

릴리 쥬바운드가 미국 허가를 받으며 경쟁에 대한 우려가 존재한다. 쥬바운드 초기 처방은 위고비 초기 처방 속도보다 더 빠르다. 그러나 우리가 여러 번 언급했듯, 릴리와 노보는 경쟁자지만 없었던 시장을 새로 만들어 가는 동반자다. 노보 혼자 시장을 만드는 것보다 릴리와 함께 만들어 가는 것이 시장을 더욱 빨리 키운다. 폭발적으로 발생하는 수요를 충족시킬 공급 이슈 해결이 더 중요하다. 노보는 인하우스 캐파를 빠르게 확장하고 있고, 올해 4번째 CMO도 가동 예정으로 작년보다 원활한 공급을 기대할 수 있다. 단기 주요 이벤트로는 위고비의 심혈관 혜택(SELECT) 적응증 확대이다.

그림 1. 위고비 처방 성과



자료: Novo Nordisk, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 2024년 R&D 마일스톤

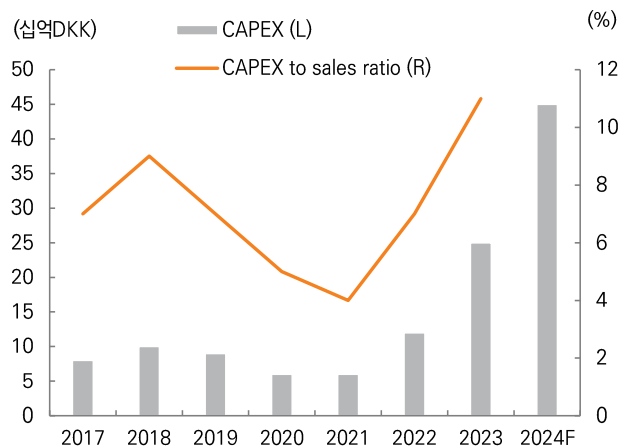
| Project                                | Q4 2023              | H1 2024              | H2 2024                          |                                    |
|--|----------------------|----------------------|----------------------------------|------------------------------------|
|  |                      |                      | Clinical milestones <sup>1</sup> | Regulatory milestones <sup>1</sup> |
| <b>Diabetes care</b>                   |                      |                      |                                  | EU/JP/CN/US decision               |
| Icodec                                 |                      |                      |                                  |                                    |
| IcoSema                                |                      | Phase 3 results      |                                  |                                    |
| FLOW kidney outcomes trial             |                      | Phase 3 results      |                                  |                                    |
| STRIDE                                 |                      |                      | Phase 3 results                  |                                    |
| SOUL CVOT                              |                      |                      | Phase 3 results                  |                                    |
| OW GLP-1/GIP                           |                      | Phase 1 results      |                                  |                                    |
| OM GLP-1/GIP                           |                      | ✓ Phase 1 initiation |                                  |                                    |
| <b>Obesity care</b>                    |                      |                      |                                  |                                    |
| SELECT                                 |                      | US decision          |                                  | EU/CN decision                     |
| STEP HFpEF                             | ✓ Phase 3 results    | ✓ EU/US submission   |                                  |                                    |
| STEP OA                                | ✓ Phase 3 results    |                      |                                  |                                    |
| Cagrisema                              |                      |                      |                                  | Phase 3 results                    |
| Oral Amycretin                         | ✓ Phase 1 results    |                      |                                  |                                    |
| <b>Rare Disease</b>                    |                      |                      |                                  |                                    |
| Mim8                                   |                      | Phase 3 results      |                                  |                                    |
| <b>CV &amp; Emerging Therapy Areas</b> |                      |                      |                                  |                                    |
| VAP-1i                                 | ✓ Phase 1 initiation |                      |                                  |                                    |

자료: Novo Nordisk, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 노보 노디스크 위탁생산 사이트 추정

| CMO                    | 소재          | 내용                         |
|------------------------|-------------|----------------------------|
| 1. 카탈란트                | 브뤼셀, 벨기에    | 위고비 Fill-and-Finish        |
| 2. 써모피셔 (자회사 파테온)      | 노스캐롤라이나, 미국 | 위고비 Fill-and-Finish        |
| 3. 카탈란트                | 인디애나, 미국    | 위고비 Fill-and-Finish        |
| 4. PCI Pharma Services | (미국, 유럽 등)  | 위고비 Assembly-and-Packaging |

그림 3. 노보 노디스크 2023F 설비투자 가이드런스



주: 공식발표 기반이 아닌 보도자료 기반으로 예상되는 파트너십  
 자료: Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 노보 노디스크 생산 스케줄 및 인하우스 캐파 증설 발표

| 주요 생산시설                 | 생산 스케줄           | 최근 캐파 증설 계획 |   |   |
|-------------------------|------------------|-------------|---|---|
|                         |                  | 날짜          | 구분  | 투자 규모 및 내용                              |
| Bagsvaerd, 덴마크          | 2024년 프로젝트 완료 예정 | 2022.11.22  | 파이프라인 개발 위한 API   | DKK 5.4B (약 \$744M) 투자해 기존 시설 확장        |
| Kalundborg, 덴마크         | 2027년 완공 예정      | 2021.12.13  | API, 일부 경구/주사제 패키징  | DKK 17B (약 \$2.58B) 투자. 3개의 신규 생산 시설 건설 |
|                         |                  | 2022.05.25  | 및 조립 설비   | DKK 1B (약 \$145M) 추가 투자                 |
| Måløv, 덴마크              | -                | 2021.02.28  | 라이벨수스 생산 캐파 확장  | DKK 500M (약 \$80M) 투자                   |
| 더럼, 노스캐롤라이나             | 2022년 가동 개시      | 2019.08.06  | 2형당뇨병 치료제 경구제 생산  | 2019년 Purdue Pharma로부터 인수               |
| 클레이트, 노스캐롤라이나 (DAPI-US) | 2021년 가동 개시      | 2015.08.26  | API, IFP (Injectable Finished Products)                   | \$1.8B 투자 (2016년 착공)                    |
|                         |                  | 2018.02.08  |   | \$65M 투자"                               |
| Hillerod, 덴마크           | 2029년 가동 예정      | 2023.06.12  | 심각한 만성질환 후기 단계 제품 포트폴리오 API 생산. CKD, NASH, HFpEF, AATLD 등 | DKK 15.9B (약 \$2.3B) 투자해 증설             |

자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 4Q23 실적 리뷰

(백만DKK, %, DKK)

|        | 4Q22   | 3Q23   | 4Q23   |        |         | 성장률 |     |
|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-----|-----|
|        |        |        | 발표치    | 컨센서스   | vs.컨센서스 | YoY | QoQ |
| 매출액    | 48,092 | 58,731 | 65,863 | 63,159 | 4.3     | 37  | 12  |
| 매출총이익  | 39,830 | 49,018 | 55,849 | 53,007 | 5.4     | 40  | 14  |
| 매출총이익률 | 82.8   | 83.5   | 84.8   | 83.9   | 0.9     | 2   | 1   |
| 영업이익   | 17,087 | 26,913 | 26,766 | 25,524 | 4.9     | 57  | -1  |
| 영업이익률  | 35.5   | 45.8   | 40.6   | 40.4   | 0.2     | 5   | -5  |
| 당기순이익  | 13,592 | 22,478 | 21,963 | 20,747 | 5.9     | 62  | -2  |
| EPS    | 3.02   | 5.00   | 4.91   | 4.63   | 6.2     | 63  | -2  |

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 4Q23 주요 의약품 실적

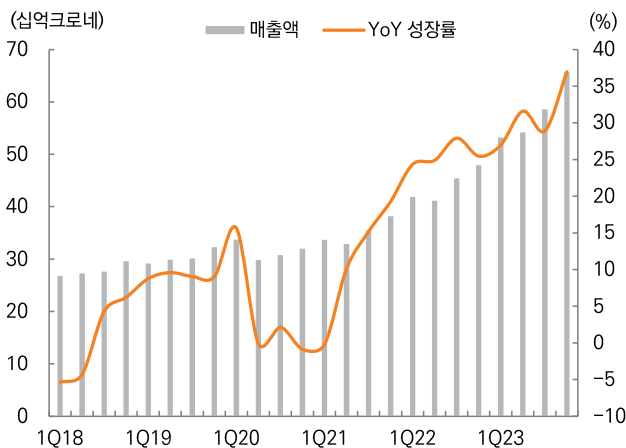
(백만DKK, %)

| 브랜드(적응증)                | 4Q22          | 3Q23          | 4Q23          |               |              | 성장률        |           |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|------------|-----------|
|                         |               |               | 발표치           | 컨센서스          | vs.컨센서스      | YoY        | QoQ       |
| <b>당뇨 부문</b>            | <b>37,751</b> | <b>42,574</b> | <b>50,063</b> | <b>46,162</b> | <b>8.5</b>   | <b>33</b>  | <b>18</b> |
| GLP-1                   | 24,352        | 30,635        | 37,761        | 33,818        | 11.7         | 55         | 23        |
| Ozempic(GLP-1 당뇨)       | 16,976        | 23,912        | 30,065        | 26,289        | 14.4         | 77         | 26        |
| Rybelsus(oral GLP-1 당뇨) | 4,053         | 4,496         | 5,910         | 5,188         | 13.9         | 46         | 31        |
| Victoza(GLP-1 당뇨)       | 3,323         | 2,227         | 1,786         | 2,061         | -13          | -46        | -20       |
| Fast Acting Insulin     | 4,471         | 3,808         | 4,142         | 4,020         | 3.0          | -7         | 9         |
| NovoRapid(속효성 인슐린)      | 3,966         | 3,234         | 3,508         | 3,529         | -0.6         | -12        | 8         |
| Long-Acting Insulin     | 3,902         | 3,692         | 3,726         | 3,596         | 4            | -5         | 1         |
| Tresiba(기저 인슐린)         | 2,247         | 1,910         | 1,916         | 1,950         | -1.8         | -15        | 0         |
| Levemir(기저 인슐린)         | 959           | 984           | 1,024         | 799           | 28           | 7          | 4         |
| Xultophy(Insulin+GLP1)  | 696           | 798           | 786           | 847           | -7.2         | 13         | -2        |
| <b>비만 부문</b>            | <b>5,488</b>  | <b>12,255</b> | <b>11,229</b> | <b>13,285</b> | <b>-15</b>   | <b>105</b> | <b>-8</b> |
| Saxenda(GLP-1 비만)       | 3,042         | 2,607         | 1,615         | 2,520         | -35.9        | -47        | -38       |
| Wegovy (GLP-1 비만)       | 2,446         | 9,648         | 9,614         | 10,630        | -10          | 293        | 0         |
| <b>희귀질환 부문</b>          | <b>4,853</b>  | <b>3,902</b>  | <b>4,571</b>  | <b>5,296</b>  | <b>-13.7</b> | <b>-6</b>  | <b>17</b> |

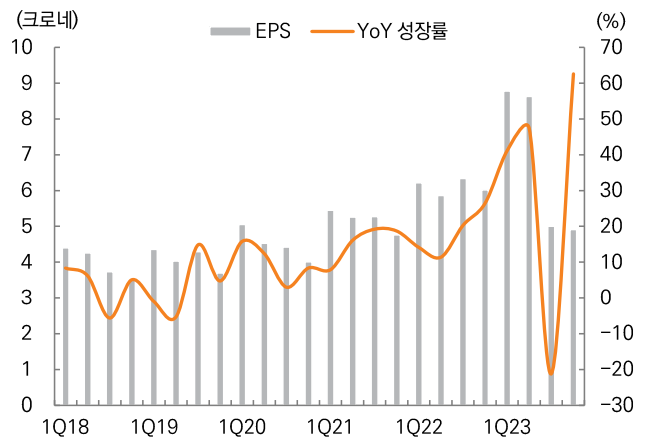
자료: 노보 노디스크, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 분기 매출액 추이

그림 5. 분기 EPS 추이

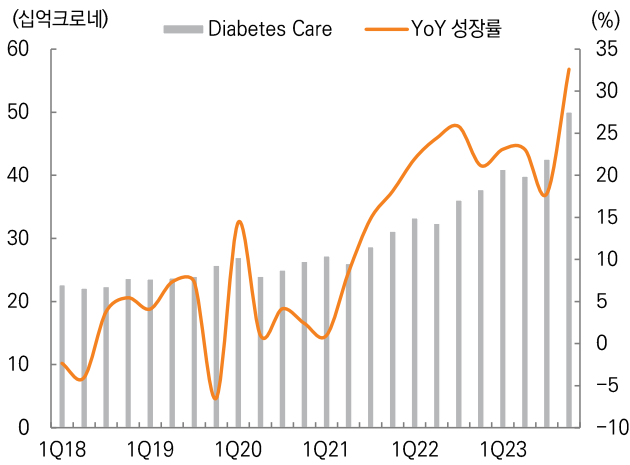


자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터



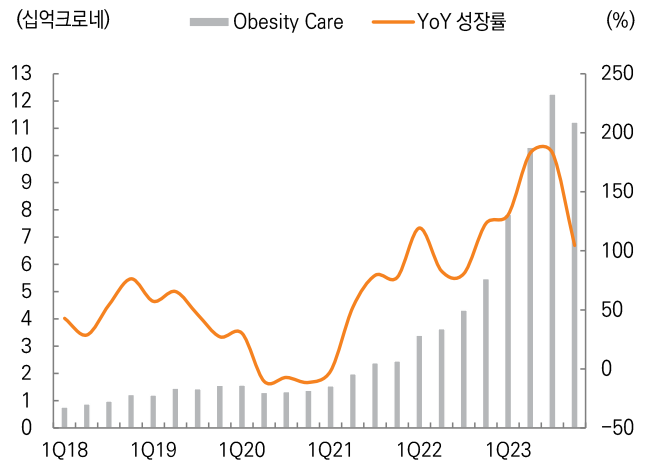
자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 당뇨 부문 매출 추이



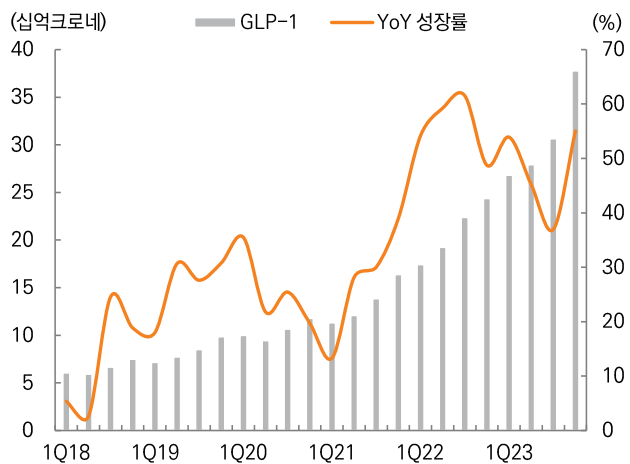
자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 비만 부문 매출 추이



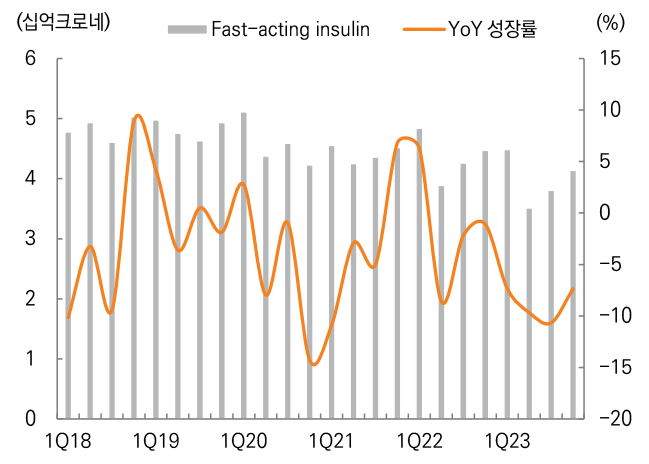
자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. GLP-1(당뇨) 매출 추이



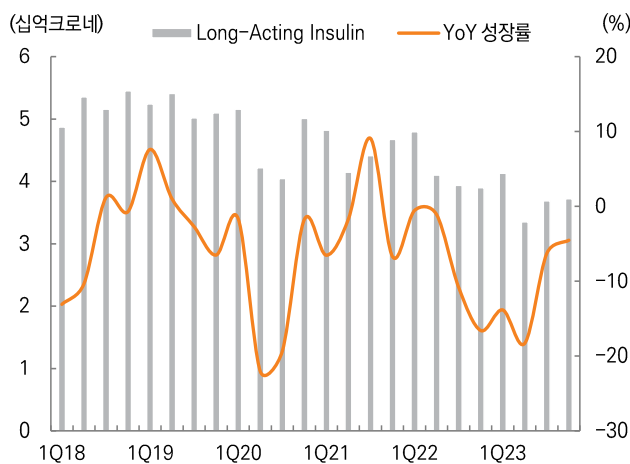
자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 속효성 인슐린 분기 매출 추이



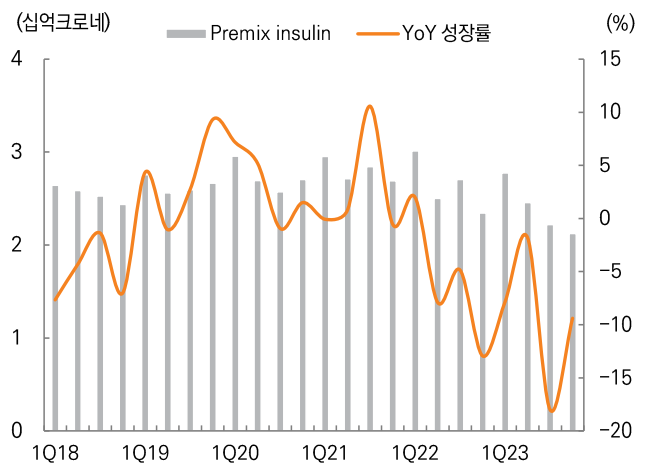
자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 장기지속 인슐린 분기 매출 추이



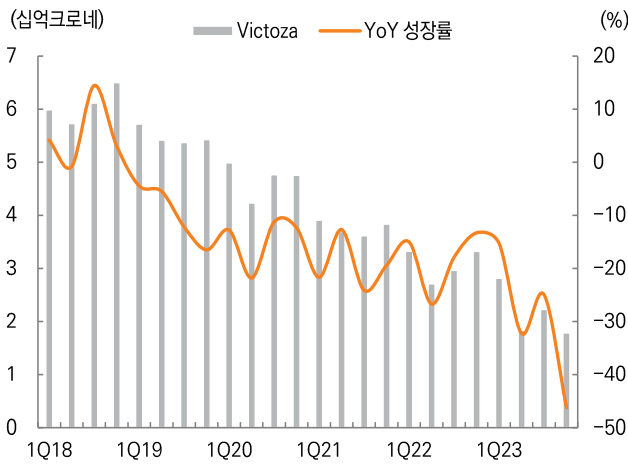
자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 프리믹스 인슐린 분기 매출 추이



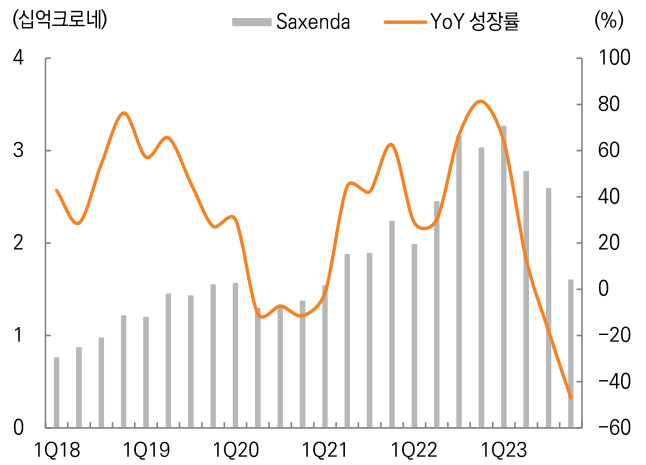
자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 빅토자(liraglutide, 1일 GLP-1 당뇨) 분기 매출 추이



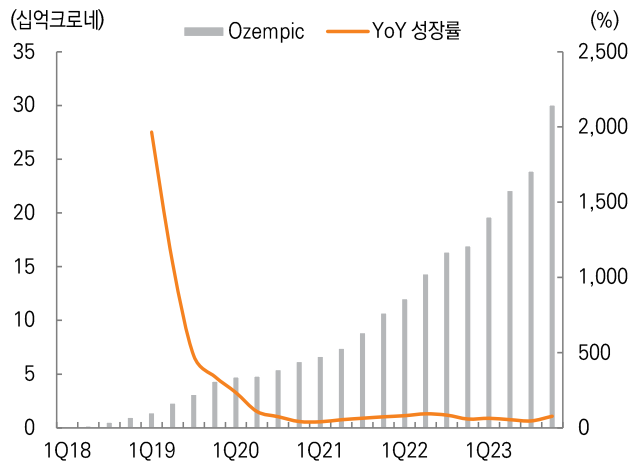
자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 삭센다(liraglutide, 1일 GLP-1 비만) 분기 매출 추이



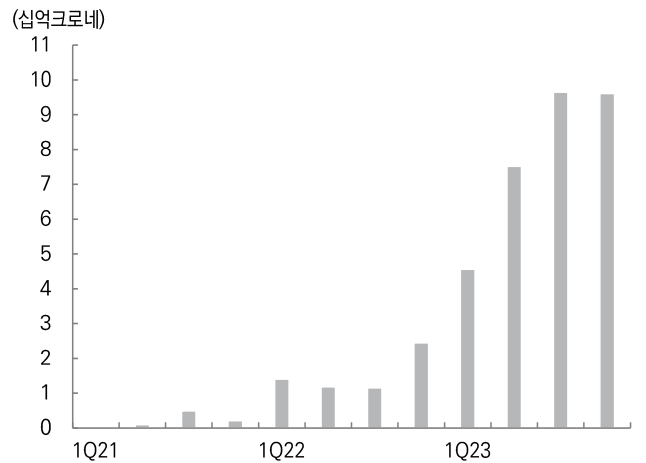
자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 오젠펙(sema, 1주 GLP-1 당뇨) 분기 매출 추이



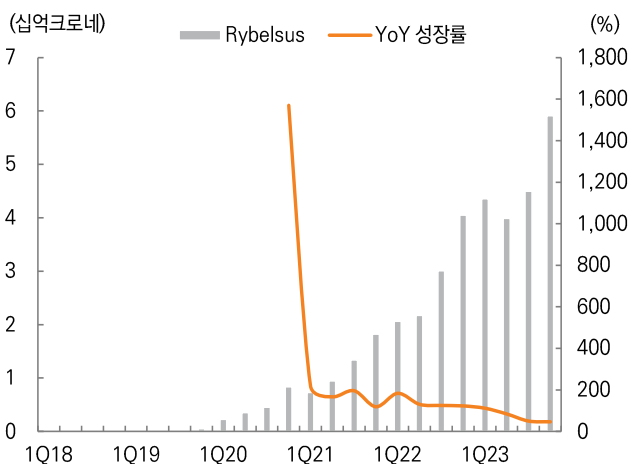
자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 위고비(sema, 1주 GLP-1 비만) 분기 매출 추이



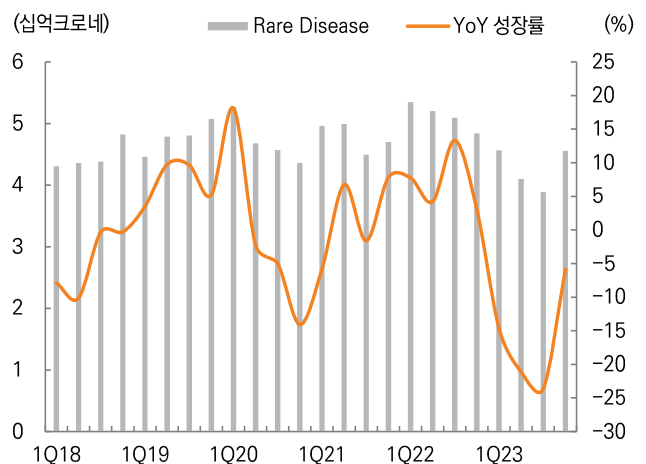
자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 라이벨수스(oral sema, 1일 GLP-1 당뇨) 분기 매출 추이



자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 희귀질환 분기 매출 추이



자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

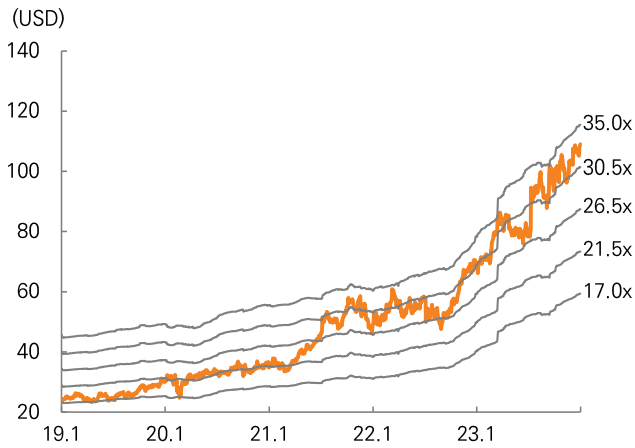
(백만DKK, %, 달러)

|                     | 1Q23          | 2Q23          | 3Q23          | 4Q23          | 1Q24F         | 2Q24F         | 3Q24F         | 4Q24F         | 2021           | 2022           | 2023           | 2024F          | 2025F          |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>          | <b>53,367</b> | <b>54,300</b> | <b>58,731</b> | <b>65,863</b> | <b>64,573</b> | <b>66,474</b> | <b>70,962</b> | <b>74,438</b> | <b>140,800</b> | <b>176,954</b> | <b>232,261</b> | <b>280,205</b> | <b>331,464</b> |
| YoY 성장률             | 27.0          | 31.6          | 28.9          | 37.0          | 21.0          | 22.4          | 20.8          | 13.0          | 10.9           | 25.7           | 31.3           | 20.6           | 18.3           |
| <b>당뇨 부문</b>        | <b>40,949</b> | <b>39,880</b> | <b>42,574</b> | <b>50,063</b> | <b>45,981</b> | <b>46,329</b> | <b>48,740</b> | <b>51,395</b> | <b>113,197</b> | <b>139,548</b> | <b>173,466</b> | <b>193,681</b> | <b>216,319</b> |
| YoY 성장률             | 23.1          | 23.1          | 17.8          | 32.6          | 12.3          | 16.2          | 14.5          | 2.7           | 10.5           | 23.3           | 24.3           | 11.7           | 11.7           |
| Long-Acting Insulin | 4,133         | 3,354         | 3,692         | 3,726         | 3,822         | 3,301         | 3,479         | 3,552         | 18,064         | 16,741         | 14,905         | 17,592         | 18,714         |
| YoY 성장률             | -13.8         | -18.3         | -6.3          | -4.5          | -7.5          | -1.6          | -5.8          | -4.7          | -2.0           | -7.3           | -11.0          | 18.0           | 6.4            |
| Tresiba             | 2,179         | 1,747         | 1,910         | 1,916         | 2,017         | 1,700         | 1,831         | 2,047         | 9,729          | 9,353          | 7,752          | 7,678          | 7,725          |
| YoY 성장률             | -15.0         | -23.0         | -16.0         | -14.7         | -7.4          | -2.7          | -4.1          | 6.9           | 8.5            | -3.9           | -17.1          | -1.0           | 0.6            |
| Premix insulin      | 2,776         | 2,456         | 2,219         | 2,123         | 2,666         | 2,467         | 2,284         | 2,398         | 11,203         | 10,562         | 9,574          | 9,972          | 10,181         |
| YoY 성장률             | -7.8          | -1.8          | -18.0         | -9.4          | -4.0          | 0.4           | 2.9           | 12.9          | 2.5            | -5.7           | -9.4           | 4.2            | 2.1            |
| NovoMix             | 1,805         | 1,470         | 1,355         | 1,214         | 1,588         | 1,373         | 1,270         | 1,363         | 9,492          | 7,673          | 5,844          | 5,643          | 5,381          |
| YoY 성장률             | -24.0         | -17.7         | -28.6         | -24.7         | -12.0         | -6.6          | -6.3          | 12.3          | -1.5           | -19.2          | -23.8          | -3.4           | -4.6           |
| Ryzodeg             | 971           | 986           | 864           | 909           | 1,062         | 1,083         | 1,026         | 1,095         | 1,711          | 2,889          | 3,730          | 4,298          | 4,804          |
| YoY 성장률             | 52.4          | 37.9          | 7.1           | 24.5          | 9.4           | 9.9           | 18.8          | 20.5          | 32.5           | 68.8           | 29.1           | 15.2           | 11.8           |
| Fast-acting insulin | 4,488         | 3,511         | 3,808         | 4,142         | 4,205         | 3,476         | 3,689         | 3,804         | 17,687         | 17,463         | 15,949         | 15,229         | 14,878         |
| YoY 성장률             | -7.3          | -9.7          | -10.7         | -7.4          | -6.3          | -1.0          | -3.1          | -8.1          | -3.4           | -1.3           | -8.7           | -4.5           | -2.3           |
| NovoRapid           | 3,970         | 3,064         | 3,234         | 3,508         | 3,586         | 2,946         | 3,049         | 3,207         | 15,939         | 15,460         | 13,776         | 12,811         | 12,197         |
| YoY 성장률             | -8.6          | -9.1          | -14.4         | -11.5         | -9.7          | -3.9          | -5.7          | -8.6          | -5.8           | -3.0           | -10.9          | -7.0           | -4.8           |
| GLP-1               | 518           | 447           | 574           | 634           | 544           | 486           | 589           | 548           | 1,748          | 2,003          | 2,173          | 2,223          | 2,415          |
| YoY 성장률             | 4.2           | -13.4         | 18.4          | 25.5          | 5.0           | 8.7           | 2.7           | -13.6         | 26.2           | 14.6           | 8.5            | 2.3            | 8.6            |
| Victoza             | 26,811        | 27,925        | 30,635        | 37,761        | 33,311        | 35,216        | 37,525        | 40,026        | 53,597         | 83,371         | 123,132        | 144,728        | 166,156        |
| YoY 성장률             | 53.9          | 45.2          | 37.0          | 55.1          | 24.2          | 26.1          | 22.5          | 6.0           | 17.6           | 55.6           | 47.7           | 17.5           | 14.8           |
| Ozempic             | 2,815         | 1,836         | 2,227         | 1,786         | 2,028         | 1,416         | 1,530         | 1,291         | 15,054         | 12,322         | 8,664          | 6,465          | 4,993          |
| YoY 성장률             | -15.3         | -32.3         | -24.9         | -46.3         | -27.9         | -22.9         | -31.3         | -27.7         | -19.7          | -18.1          | -29.7          | -25.4          | -22.8          |
| Rybelsus            | 19,640        | 22,101        | 23,912        | 30,065        | 25,379        | 27,731        | 29,298        | 30,730        | 33,705         | 59,750         | 95,718         | 113,168        | 129,975        |
| YoY 성장률             | 63.2          | 54.0          | 45.9          | 77.1          | 29.2          | 25.5          | 22.5          | 2.2           | 58.9           | 77.3           | 60.2           | 18.2           | 14.9           |
| Human Insulin       | 2,012         | 1,967         | 1,626         | 1,989         | 1,881         | 1,843         | 1,591         | 1,691         | 4,838          | 11,299         | 18,750         | 24,102         | 30,235         |
| YoY 성장률             | -13.0         | 6.3           | -20.8         | 1.0           | -6.5          | -6.3          | -2.1          | -15.0         | 158.3          | 133.5          | 65.9           | 28.5           | 25.4           |
| <b>비만 부문</b>        | <b>7,842</b>  | <b>10,306</b> | <b>12,255</b> | <b>11,229</b> | <b>12,923</b> | <b>15,025</b> | <b>16,986</b> | <b>18,851</b> | <b>8,400</b>   | <b>16,864</b>  | <b>41,632</b>  | <b>68,705</b>  | <b>96,926</b>  |
| YoY 성장률             | 130.5         | 182.9         | 183.0         | 104.6         | 64.8          | 45.8          | 38.6          | 67.9          | 49.8           | 100.8          | 146.9          | 65.0           | 41.1           |
| Saxenda             | 3,279         | 2,788         | 2,607         | 1,615         | 2,505         | 2,232         | 2,093         | 1,918         | 7,597          | 10,676         | 10,289         | 8,561          | 6,502          |
| YoY 성장률             | 64.1          | 13.2          | -17.9         | -46.9         | -23.6         | -19.9         | -19.7         | 18.8          | 35.5           | 40.5           | -3.6           | -16.8          | -24.0          |
| Wegovy              | 4,563         | 7,518         | 9,648         | 9,614         | 10,926        | 13,721        | 15,707        | 17,775        | 803.0          | 6,188.0        | 31,343         | 59,665         | 87,779         |
| YoY 성장률             | 225.0         | 536.6         | 733.9         | 293.0         | 139.5         | 82.5          | 62.8          | 84.9          | 670.6          | 406.5          | 90.4           | 47.1           |                |
| <b>희귀질환 부문</b>      | <b>4,576</b>  | <b>4,114</b>  | <b>3,902</b>  | <b>4,571</b>  | <b>4,508</b>  | <b>4,181</b>  | <b>4,088</b>  | <b>4,174</b>  | <b>19,203</b>  | <b>20,542</b>  | <b>17,163</b>  | <b>17,388</b>  | <b>17,892</b>  |
| YoY 성장률             | -14.7         | -21.2         | -23.6         | -5.8          | -1.5          | 1.6           | 4.8           | -8.7          | 1.5            | 7.0            | -16.4          | 1.3            | 2.9            |
| <b>매출총이익</b>        | <b>45,185</b> | <b>46,444</b> | <b>49,018</b> | <b>55,849</b> | <b>54,730</b> | <b>56,496</b> | <b>59,972</b> | <b>62,611</b> | <b>117,142</b> | <b>148,506</b> | <b>196,496</b> | <b>237,194</b> | <b>281,586</b> |
| 매출총이익률              | 84.7          | 85.5          | 83.5          | 84.8          | 84.8          | 85.0          | 84.5          | 84.1          | 83.2           | 83.9           | 84.6           | 84.7           | 85.0           |
| YoY 성장률             | 1.3           | 0.3           | -0.9          | 2.4           | 0.1           | -0.6          | 1.3           | -0.8          | -0.4           | 0.9            | 0.8            | 0.1            | 0.4            |
| <b>영업이익</b>         | <b>25,007</b> | <b>23,888</b> | <b>26,913</b> | <b>26,766</b> | <b>30,171</b> | <b>30,309</b> | <b>32,242</b> | <b>31,991</b> | <b>58,644</b>  | <b>74,809</b>  | <b>102,574</b> | <b>125,433</b> | <b>150,904</b> |
| 영업이익률               | 46.9          | 44.0          | 45.8          | 40.6          | 46.7          | 45.6          | 45.4          | 43.0          | 41.7           | 42.3           | 44.2           | 44.8           | 45.5           |
| YoY 성장률             | 30.6          | -1.3          | 3.4           | 14.4          | -0.3          | 3.6           | -0.8          | 5.8           | -2.3           | 1.5            | 4.5            | 1.4            | 1.7            |
| <b>당기순이익</b>        | <b>19,814</b> | <b>19,428</b> | <b>22,478</b> | <b>21,963</b> | <b>24,333</b> | <b>24,475</b> | <b>26,006</b> | <b>25,777</b> | <b>47,757</b>  | <b>55,525</b>  | <b>83,683</b>  | <b>100,693</b> | <b>120,592</b> |
| 순이익률                | 37.1          | 35.8          | 38.3          | 33.3          | 37.7          | 36.8          | 36.6          | 34.6          | 33.9           | 31.4           | 36.0           | 35.9           | 36.4           |
| YoY 성장률             | 39.4          | 45.9          | 56.0          | 61.6          | 22.8          | 26.0          | 15.7          | 17.4          | 2.2            | -7.5           | 14.8           | -0.3           | 1.2            |
| <b>EPS</b>          | <b>8.78</b>   | <b>8.63</b>   | <b>5.00</b>   | <b>4.91</b>   | <b>5.52</b>   | <b>6.04</b>   | <b>5.88</b>   | <b>5.73</b>   | <b>20.74</b>   | <b>12.22</b>   | <b>18.62</b>   | <b>22.51</b>   | <b>27.60</b>   |
| YoY 성장률             | 41.2          | 47.3          | -21.1         | 62.6          | 25.8          | 39.7          | 17.5          | 16.7          | 15.2           | 17.8           | 52.4           | 20.9           | 22.6           |

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

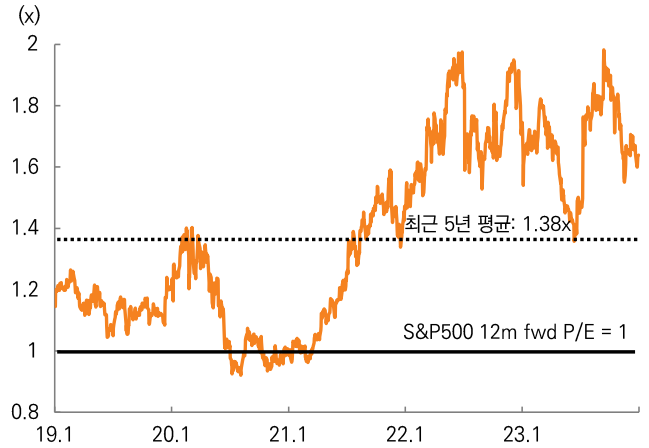


그림 18. 노보, 12개월 선행 P/E Band



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 노보, 시장(S&P 500) 대비 밸류에이션 프리미엄



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 글로벌 대형 제약사 Valuation Table

(백만달러, x)

| 기업        | 시가총액<br>(십억달러) | 매출액    |        | 영업이익   |        | 순이익    |        | ROE  |      | P/E  |      | P/B  |      | EV/EBITDA |      |
|-----------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|------|------|------|------|------|-----------|------|
|           |                | FY1    | FY2    | FY1    | FY2    | FY1    | FY2    | FY1  | FY2  | FY1  | FY2  | FY1  | FY2  | FY1       | FY2  |
| 유럽 대형 제약사 |                |        |        |        |        |        |        |      |      |      |      |      |      |           |      |
| 노보 노디스크   | 492            | 40,724 | 48,147 | 18,238 | 21,942 | 14,675 | 17,576 | 82.0 | 80.0 | 33.4 | 27.3 | 25.2 | 20.0 | 24.8      | 20.6 |
| 로슈        | 234            | 68,631 | 70,806 | 23,057 | 24,026 | 17,191 | 17,625 | 46.4 | 41.0 | 13.3 | 12.9 | 5.8  | 5.0  | 9.6       | 9.0  |
| 노바티스      | 245            | 47,631 | 49,550 | 16,527 | 17,841 | 14,637 | 15,573 | 25.7 | 28.9 | 15.0 | 13.5 | 4.2  | 4.2  | 13.3      | 12.3 |
| 아스트라제네카   | 208            | 45,800 | 50,551 | 14,981 | 16,488 | 11,352 | 12,797 | 25.1 | 27.4 | 18.3 | 16.2 | 5.3  | 4.8  | 14.1      | 12.1 |
| 사노피       | 127            | 47,230 | 50,504 | 13,983 | 13,865 | 11,017 | 10,714 | 12.8 | 12.2 | 11.4 | 11.9 | 1.5  | 1.4  | 8.4       | 8.2  |
| GSK       | 80             | 39,626 | 42,092 | 11,349 | 12,562 | 8,082  | 9,035  | 42.3 | 38.6 | 9.9  | 8.9  | 3.8  | 3.1  | 7.2       | 6.4  |
| 평균        |                |        |        |        |        |        |        | 39.0 | 38.0 | 16.9 | 15.1 | 7.7  | 6.4  | 12.9      | 11.4 |

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 4Q23 노보 노디스크 주요 파이프라인 현황

| 구분                           | 코드/성분명 - 임상명                            | 종류/기전                  | 적응증             | 임상 단계        | 비고  |
|------------------------------|---|------------------------|-----------------|--------------|---|
| 당뇨                           | NN1436 (Insulin Icodec)                 | 롱액팅 기저 인슐린 유사체         | 1형, 2형 당뇨병      | 허가신청         | <b>2H24 EU/US/CN/JP 허가 여부 발표 예정</b>         |
|                              | NN1535 (Icosema, Insulin Icodec + sema) | 롱액팅 기저 인슐린 유사체 + GLP-1 | 2형 당뇨병          | 임상3상         | 1H24 결과 발표 예정                               |
|                              | NN9924 (Oral semaglutide 25/50 mg)      | 롱액팅 경구용 GLP-1 유사체      | 2형 당뇨병          | 임상3상         | 4Q23 유럽 허가신청 완료                             |
|                              | Oral semaglutide 14.0 mg - SOUL         | 경구용 GLP-1              | 2형 당뇨병          | 임상3상         | <b>2H24 결과 발표 예정</b>                        |
|                              | Semaglutide 1.0 mg - FOCUS              | GLP-1                  | 당뇨망막병증          | 임상3상         |   |
|                              | CagriSema - REDEFINE 2                  | GLP-1/amylin           | 2형 당뇨병/비만       | 임상3상         |   |
|                              | NN9541 (OW GLP-1/GIP)                   | 경구용 GLP-1/GIP          | 2형 당뇨병          | 임상1상         | <b>1H24 결과 발표 예정</b>                        |
|                              | NN9650 (OM GLP-1/GIP)                   | 경구용 GLP-1/GIP          | 2형 당뇨병          | 임상1상         | 1H24 임상1상 개시                                |
|                              | NN9904 (Once weekly oral sema)          | GLP-1                  | 2형 당뇨병          | 임상1상         |   |
| 비만                           | CagriSema - REDEFINE 3                  | GLP-1/amylin           | 비만/심혈관질환        | 임상3상         |   |
|                              | NN9932 (Oral semaglutide 50mg)          | 롱액팅 경구용 GLP-1 유사체      | 비만              | 임상3상         | 4Q23 유럽 허가신청 완료                             |
|                              | NN9932 (Oral semaglutide 25mg)          | 롱액팅 경구용 GLP-1 유사체      | 비만              | 임상3상         | 1H24 OASIS 4 결과 예정                          |
|                              | NN9536 (Semaglutide SC 7.2mg)           | GLP-1                  | 비만              | 임상3상         | 24.09 1차 완료 예정<br>당뇨 동반 임상 10월 예정           |
|                              | Semaglutide 2.4 mg - SELECT CVOT        | GLP-1                  | 비만              | 허가검토         | 1H24 미국, 2H24 유럽/중국 허가 결과 발표 예정             |
|                              | INV-202                                 | CB1                    | 비만/대사질환         | 임상2상         | 24.07 1차 완료 예정<br>Inversago                 |
|                              | Subcutaneous amycretin                  | GLP-1/amylin           | 비만              | 임상1상         | 임상1상 개시 완료                                  |
|                              | Oral amycretin                          | GLP-1/amylin           | 비만              | 임상1상         | 4Q23 임상 결과 발표                               |
|                              | MASH                                    | NN9931 (Semaglutide)   | 롱액팅 GLP-1 유사체   | NASH         | 임상3상  |
| NN9500 (NNC0194-0499 + sema) |   | FGF-21/GLP-1           | NASH            | 임상2상         | 24.05 1차 완료 예정                              |
| NNC0194-0499 (30mg)          |   | FGF-21                 | NASH            | 임상1상         | 24.04 1차 완료 예정                              |
| NN9931 (Gilead in NASH)      |   | IL-6                   | NASH            | 임상2상         |   |
| NN6582                       |   | LXR(a) siRNA           | NASH            | 임상1상         | Dicerna                                     |
| NN6581                       |   | MARC1 siRNA            | NASH            | 임상1상         | Dicerna                                     |
| NN6561                       |   | VAP-1 저해제              | NASH            | 임상1상         | 4Q23 임상1상 개시 완료                             |
| 희귀 혈액 장애                     |   | NN7022 (Nedosiran)     | LDHA siRNA      | 고수산노증        | 허가(US)                                      |
|                              | NN7415 (Concizumab)                     | TFPI                   | 혈우병A/B          | 허가(JP)       | 유럽 허가신청 완료<br>미국 FDA CRL 수령                 |
|                              | NN7769 (Mim8)                           | FVIII-mimetic 이중항체     | 혈우병A            | 임상3상         | 1H24 결과 발표 예정                               |
|                              | NN7535 (Etavopivat)                     | PKR activator          | 낮적혈구병<br>β지중해빈혈 | 임상3상<br>임상2상 |   |
|                              | NN7533 (NDec/Eclipse)                   | THU-decitabine         | 낮적혈구병           | 임상2상         | EpiDestiny                                  |
| 희귀 내분비계 장애                   | NN8640 (Sogroya - QW GHD)               | 롱액팅 GHG                | 성장호르몬결핍         | 허가           | 유럽/일본/미국 허가                                 |
| 기타 중증                        | NN6535 (Semaglutide)- EVOKE             | GLP-1                  | 알츠하이머           | 임상3상         | 25.09 1차 완료 예정                              |
| 만성 질환                        | NN6018 (Ziltivekimab)                   | Anti IL-6              | 심혈관계            | 임상3상         | 2Q23 임상3상 개시 완료                             |
|                              | NN6019 (AATR-CM)                        | misTTR                 | ATTR 심근병        | 임상2상         |   |
|                              | NN6021 (belcesiran)                     | AAT siRNA              | AAT 간질환         | 임상2상         | Dicerna                                     |
|                              | FLOW (Semaglutide 1.0 mg)               | GLP-1                  | 만성콩팥병           | 임상3상         | 1H24 결과 발표 예정                               |
|                              | STRIDE (Semaglutide 1.0 mg)             | GLP-1                  | 말초동맥질환          | 임상3상         | <b>2H24 결과 발표 예정</b>                        |
|                              | STEP (Semaglutide 2.4 mg)               | GLP-1                  | 박출률 보전 심부전      | 임상3상         | <b>4Q23 3상 결과 발표<br/>1H24 EU/US 허가신청 완료</b> |

주: 주황색 강조는 임상진전 마일스톤 및 신규 도입 파이프라인, 파란색 강조는 개발 중단 또는 CRL 수령  
 자료: 노보 노디스크, 미래에셋증권 리서치센터

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.