Eli Lilly & Co (LLY : NYSE)

SMIC 2023년 11월 17일

Try Lilly for a Really Pretty Body

당신의 계좌를 살찌울 마법의 약

EV/EBITDA-rNPV Method로 도출한 $745.2를 목표주가로 제시한다. 지구인의 다이어트 고민을 해결해줄 마법의 약은 넘쳐나는 수요 속에서 날개를 달 준비를 하고 있다. 동사의 비만치료제 마운자로(젭바운드)는 전세계 사람들의 뱃살과 싸워 이겼고, 홀쭉해지는 사람들의 뱃살과 다르게 동사 주주의 계좌는 나날이 살찌는 중이다.

당뇨 치료제로 개발된 GLP-1 유사체는 부작용 없는 비만치료제가 되었고, 비만치료제는 블록버스터 신약을 넘어 필수재로 등극할 예정이다. 동사의 파괴적인 제품과, 폭발할 주가를 같이 확인해보자.

Point1. 인생은 살 쪘을 때와 안 쪘을 때로 나뉜다

날씬해보이고자 하는 인류의 욕구는 영원불변하다. 의약품임과 동시에 소비재적 성격을 지닌 비만치료제는 그 어느때보다 큰 전방시장을 마주할 것이다. GLP-1이 쏘아올린 '큰' 공인 비만치료제가 장악할 시장수요의 크기를 가늠해보자. 더불어 비만치료제의 급여화와 경구형 제형의 개발이라는 예고된 모멘텀은 폭발적인 Q증가를 가져온다.

Point2. Winner Takes It All, 비만치료제도 그렇다

시장은 냉정하고, 품질과 가격을 기점으로 기회는 독점적으로 주어진다. 개화하는 비만치료제 속 동사의 Zepbound는 게임체인저로 등장, 압도적인 효과를 바탕으로 출격 준비를 마쳤다. 동사는 지금, 그리고 앞으로도 경쟁우위를 타사에게 내어줄 생각이 없다. 앞으로를 책임질 다중작용제와 경구형 제형의 포텐셜과 뛰어난 공급능력까지 확인하여 동사가 당신의 다이어트 고민을 책임질 Top-Pick임을 알아보자.

IS

(단위: $ Mil)	2020	2021	2022	~3Q23	4Q23	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Revenue	**24,540**	**28,318**	**28,541**	**24,771**	**9,593**	**34,363**	**48,009**	**66,866**	**89,320**	**104,945**	**118,679**	**128,750**	**137,569**	**147,710**	**157,506**
YoY(%)	*9.9%*	*15.4%*	*0.8%*	*0.0%*	*20.4%*	*20.4%*	*39.7%*	*39.3%*	*33.6%*	*17.5%*	*13.1%*	*8.5%*	*6.8%*	*7.4%*	*6.6%*
Cost of sales	5,483	7,313	6,630	5,294	2,396	7,690	10,744	14,964	19,989	23,485	26,559	28,813	30,786	33,056	35,248
Gross margin	19,057	21,006	21,912	19,477	7,197	26,673	37,265	51,903	69,331	81,459	92,120	99,938	106,783	114,654	122,258
GPM(%)	*77.7%*	*74.2%*	*76.8%*	*78.4%*	*75.0%*	*77.6%*	*77.6%*	*77.6%*	*77.6%*	*77.6%*	*77.6%*	*77.6%*	*77.6%*	*77.6%*	*77.6%*
SG&A	12,999	14,649	14,784	15,406	4,442	19,849	23,918	32,785	43,343	50,690	57,148	61,884	66,031	70,800	75,406
Operating Income	**6,058**	**6,357**	**7,127**	**4,070**	**2,754**	**6,825**	**13,347**	**19,117**	**25,988**	**30,769**	**34,971**	**38,053**	**40,752**	**43,855**	**46,852**
OPM(%)	*24.7%*	*22.4%*	*25.0%*	*17.3%*	*28.7%*	*19.9%*	*27.8%*	*28.6%*	*29.1%*	*29.3%*	*29.5%*	*29.6%*	*29.6%*	*29.7%*	*29.7%*
Interest, net	(327)	(314)	(269)	(219)	1	(217)	(217)	(217)	(217)	(217)	(217)	(217)	(217)	(217)	(217)
Other income	1,499	113	(52)	194	65	259	259	259	259	259	259	259	259	259	259
Income before income taxes	7,230	6,156	6,806	4,046	2,821	6,867	13,389	19,159	26,030	30,811	35,013	38,095	40,793	43,896	46,894
Income tax expense	1,036	574	562	474	330	805	1,569	2,245	3,050	3,610	4,102	4,463	4,780	5,143	5,494
Net Income (loss)	**6,194**	**5,582**	**6,245**	**3,572**	**2,490**	**6,062**	**11,820**	**16,915**	**22,980**	**27,201**	**30,911**	**33,632**	**36,014**	**38,753**	**41,400**
NPM(%)	*25.2%*	*19.7%*	*21.9%*	*13.3%*	*26.0%*	*17.6%*	*24.6%*	*25.3%*	*25.7%*	*25.9%*	*26.0%*	*26.1%*	*26.2%*	*26.2%*	*26.3%*

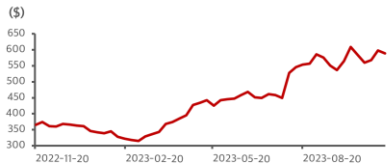
Rating

Overweight

목표주가: $745.2
현재주가: $588.8
상승여력: 26%

12M 주가추이

시가총액 $5,589.1 억



B/S Data(TTM)

자산 총계	$548.1 억
부채 총계	$436.6 억
자본 총계	$111.5 억

Earning Data

추정 EPS(24F)	$12.54
Consensus EPS(24F)	$12.08
Implied PER(24F)	46.95x
Consensus PER(24F)	47.85x

주요 주주

Lilly Endowment	10.53%
Vanguard Group	7.43%
Blackrock	6.92%

SMIC 4 팀

팀장 47 기 김진형
팀원 47 기 강승지
47 기 박주형
48 기 양지영
48 기 이승민

CONTENTS

1. 비만치료제: 전례 없는 블록버스터 신약 - 산업분석 03

2. 일라이릴리: 블록버스터 제약 회사 - 기업분석 07

3. 당신의 영원한 아름다움을 위해, Eli Lilly - 투자포인트 10

Point 1. 아름다움, 몸에 양보하세요 10

Point 2. 다이어트 고민은 릴리에게 맡기세요 16

5. 매출추정 22

6. Valuation - SOTP (rNPV) Method 27

7. Appendix 33

비만치료제: 전례 없는 블록버스터 신약 - 산업분석

빅 파마들의 시가총액 역사 추이를 들여다보면, 시대별 블록버스터 신약이 보인다. 일라이릴리와 노보노디스크의 추이를 볼 때 **'비만치료제'가 작금의 주인공**임은 반박할 여지가 없다. 특히나 전례 없는 상승폭은 이전 블록버스터 신약의 여파보다 더 큰 파장을 몰고 올 시장이 개화하고 있음을 방증한다. 비만치료제가 왜 폭발적 수요 기대를 한 몸에 받을 수밖에 없는지 알아보고, 어떠한 역사적 흐름을 통해 작금의 블록버스터 신약으로 거듭나게 되었는지 파헤쳐보자.

1.1. 건강과 아름다움을 모두 주는 약

두 마리 토끼를 모두 잡은 신약 등장

비만치료제는 건강과 아름다움이라는 인간의 욕망을 모두 충족시키는 약이라는 점에서 다른 블록버스터 신약보다 더 큰 수요 증가를 기대하게 한다. 즉, 단순히 질병을 치료하는 의약품이 아니다. 일종의 소비재로서 미용에도 기여할 수 있기에 **업사이드가 무한한 마켓을 타깃**한다.

건강을 주는 약 ① 비만은 위험한가

'건강'의 측면에서 먼저 살펴보자. 매년 최소 280만 명 이상이 비만으로 인해 **사망**하고, 제2형 당뇨병, 심혈관 질환 등의 **합병증**이 유발되고 있다. 또한 제2형 당뇨병의 46%, 허혈성 심장 질환의 23%가 비만에 기인한다. 더욱이 비만 환자의 치매 발병 위험은 정상 대비 31% 높다. 이러한 위험성을 고려했을 때, 의약품으로서 비만치료제의 수요는 사라지지 않을 것이다.

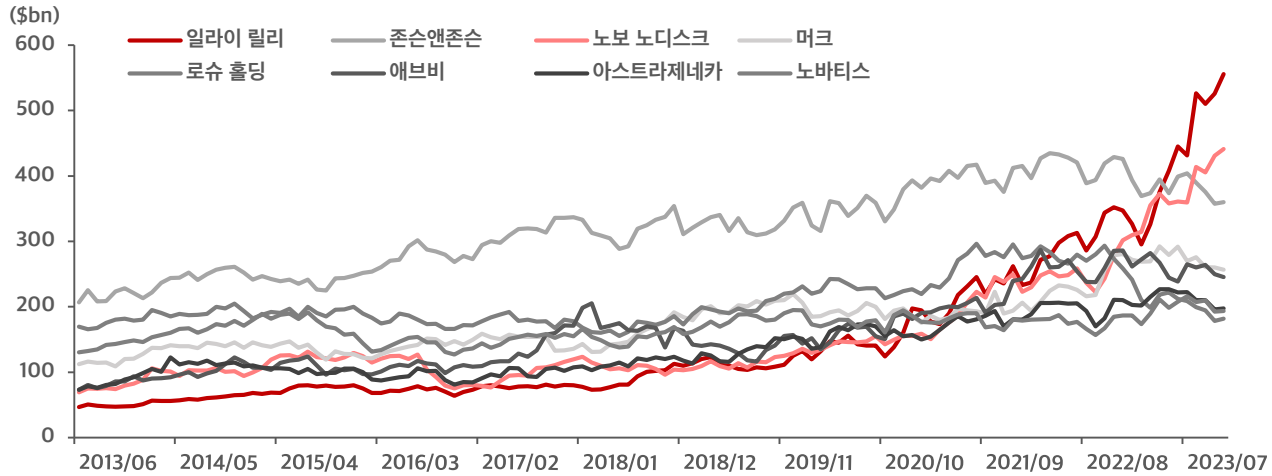
건강을 주는 약 ② 비만은 질병인가

최근 의학계에서 비만을 **질병으로 보는 인식**이 강화된 점도 의약품으로 비만치료제를 찾는 이들의 수요를 증폭시킬 것이다. 실제 13년 미국 의학협회에서 공식적으로 비만을 질병으로 인정한 이래, 주요 의료 기관들도 동일한 움직임을 보이고 있다. 기존 보험업계가 비만 치료를 필수적인 의료행위로 인정하지 않았었다는 점에서 이러한 변화는 **급여 적용에 기여**할 것으로 기대된다. 즉, 건강을 충족하려는 증대된 욕망이 정책에도 영향을 끼쳐 시장의 성장을 가속화할 것이다.

아름다움을 주는 약

여기에 **'아름다움'**에 대한 욕망을 채워주는 약이라는 점이 특별함을 배가한다. BMI 30 이상의 정량적 비만 인구가 아니더라도, 더 아름다워지고 싶은 이들까지 치료제에 손을 뻗는다. 실제 유명인들이 소셜미디어로 후기를 밝히며 전세계적인 각광을 받기도 했다. 당시의 폭발적 반응은 치료제가 아름다워지고 싶은 인간의 욕망을 제대로 저격했음을 시사한다. 아름다움의 수요가 존재하는 이상, 비만치료제의 **수요 증가세가 꺾일 가능성은 전무하다.**

도표 1-1. 빅 파마 시가총액 추이



출처: Investing.com, SMIC 4팀

1.2. 게임체인저 GLP-1

비만치료제는 GLP-1 전과 후로 나뉜다.

비만치료제 시장의 역사를 알기 전에, **GLP-1**에 대해 짚고 넘어가보자. 비만치료제 시장은 GLP-1이라는 호르몬 발견 전과 후로 나뉘며, 동사와 노보노디스크가 비약적인 성장을 거둘 수 있게 된 일등공신이라 칭해도 과언이 아니다. 그렇다면 GLP-1이 과연 무엇이고, 어떤 방식으로 비만치료에 활용되고 있는지 설명하도록 하겠다.

GLP-1 혈당 조절+식욕 억제

우리가 음식을 먹으면 GLP-1이라는 호르몬이 분비되는데, 몸 곳곳을 돌아다니며 신호 전달을 담당하는 수용체를 자극한다. 그 결과 **혈당을 조절**해주는 인슐린 분비가 촉진되는 것이다. 또한 이 호르몬은 음식물이 위에서 머무르는 시간을 늘려 포만감을 유도하고, **식욕을 억제**함으로써 비만치료의 효과를 지닌다. 그러나 안타깝게도 **반감기**(절반으로 분해될 때까지 걸리는 시간)가 **2분**인 탓에 얼마 지나지 않아 효과를 잃게 된다.

GLP-1 유사체 당뇨/비만 치료제로!

즉 GLP-1이 체내에 오래 머물러야 비만 치료의 효과가 생기는 것이기에, 기업들은 이 호르몬을 모방한 **'GLP-1 유사체'**를 투입하는 방식을 고안한다. 이 유사체는 자연 상태의 호르몬의 구조를 약간 바꾼 것으로, **늘어난 반감기**를 지니고 있다. 이러한 GLP-1 유사체는 혈당을 조절한다는 점에서 처음에는 **당뇨치료제**로 등장했고, 동일 성분의 다른 이름의 **비만치료제**로 활용되고 있다.

1.3. 블록버스터 신약으로 거듭나기까지

핵심은 3 박자, 안전성/편의성/효용성

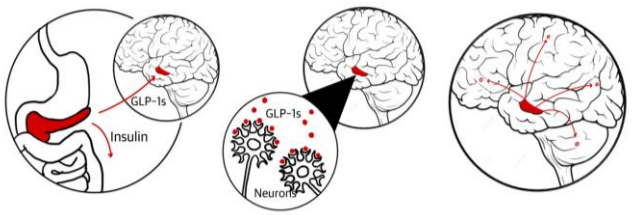
비만치료제는 오늘날의 블록버스터 타이틀을 달기까지 인고의 시간을 견뎠다. 사람들이 **안전성, 편의성, 효용성**이 높은 치료제를 찾을 것이라는 점은 자명하며, 실제 비만치료제는 세 가지를 모두 강화하는 방향으로 발전해왔다. GLP-1 이전의 비만치료제와, 이후의 삭센다, 위고비, 젭바운드를 순서대로 살펴보고, 그러한 흐름을 이어 나갈 미래의 방향성까지 알아보자.

(1) 부작용 가득, 시장 퇴출 수난시대

부작용 때문에 줄줄이 퇴출

GLP-1 이전 비만치료제는 **부작용**에 의해 그야 말로 수난의 시대를 겪었다. 90년대에 처음 등장한 치료제는 **중추신경계**에 작용해 실제로는 배가 고프지만 이를 느끼지 못하도록 해 식사량을 조절하는 기전을 지니고 있었다. 이에 심각한 부작용을 야기해 많은 제품들이 시장에서 퇴출당한다. 레둑스, 리덕틸, 큐시미아라는 치료제는 **심장발작, 심장마비** 등을 유발했고, 아콤플리아와 벨빅은 각각 **정신질환과 암 유발**이라는 부작용을 초래해 판매 중단 처분을 받았다.

도표 1-2. GLP-1 메커니즘



출처: SMIC 4팀

도표 1-3. GLP-1 이전 비만치료제

치료제		레둑스	리덕틸	제니칼	아콤플리아	벨빅	큐시미아	콘트라브
유통 기간		96~97	97~10	99~	06~09	12~20	12~	14~
투약 경로		💊	💊	💊	💊	💊	💊	💊
결과	기간	52주	44주	52주	36주	52주	56주	56주
	치료군	-14.2kg	-4.0%	-3.9%	-4.7kg	-6.4kg	-14.5kg	-6.4%
판매 여부		❌	❌	-	❌(유럽)		❌(유럽)	-
부작용		심장질환	심장마비	소화기질환	정신질환	암 유발	심장질환	구토, 두통 등

출처: 각 사, SMIC 4팀

부작용에 비해 효과가 미미

한편 부작용이 미미해 퇴출 당하지 않았더라도 **효능에 한계**가 있었다. 제니칼의 경우 소화기에 경미한 부작용만을 유발한다고 판단되었으나, -3.9% 감량 효과만을 지니고 있었다. 콘트라브 역시 구토, 두통 등의 비교적 경미한 부작용을 지녔지만, -6.4% 감량 효과에 그쳤다. 즉, 부작용을 감수하면서까지 복용하기에는 효용성 측면에서 매력도가 떨어졌다.

(2) 안전성 UP, 삭센다

GLP-1 을 통한 부작용 ↓

부작용이라는 치명적인 약점 탓에 두려움을 야기하던 비만치료제는 이제 없다. 전술한 **GLP-1 유사체**를 통해 열린 새로운 챕터는 **'안전성'**이라는 필수적인 요건을 강화하게 되었다. 가장 먼저 GLP-1을 활용한 비만치료제는 17년 FDA 승인을 받은 노보노디스크의 **'삭센다'**로, 처음에는 당뇨치료제(빅토자)로 출시된 바 있다.

매일 맞는 건 좀 고민되는데…

삭센다는 반감기가 **13시간**으로 늘어난 GLP-1 유사체(리라글루타이드)를 성분으로 지닌다. 체중 감량 효과는 **-9.2%**로, 이전보다 좋아졌으나 아직은 짧은 반감기 탓에 **매일 피하주사**를 맞아야만 했다. 아무리 안전성이 높아지고 어느 정도 효과가 있더라도, 매일 주사를 맞는 일은 번거롭기 마련이다. 이러한 한계 탓에 삭센다는 치료제를 고민하던 이들의 마음에 제동을 걸었다.

(3) 편의성 UP, 위고비

일주일에 한번만 맞으면 된다고?

이에 반감기를 늘림으로써 **'편의성'**을 확보하고자 하는 흐름이 이어졌다. 노보노디스크는 투약 주기를 일주일에 한 번으로 늘린 **'위고비'**로 21년 FDA 승인을 받는다. 새로운 GLP-1 유사체(세마글루타이드)를 통해 반감기를 **165시간**으로 늘리고, 감량 효과도 **-15%**로 개선한 것이다. 해당 성분 역시 당뇨치료제(오젬픽)로 먼저 출시되었고, 비만치료제로는 주사 제형의 위고비뿐만 아니라 경구 제형인 '리벨서스'로도 출시되고 있다.

3 박자를 갖추자 드러난 수요 폭발

편의성에 약간의 효용성 개선까지 더해지자, **당시 시장의 반응은 폭발적**이었다. 일론 머스크 등의 유명인이 언급하며 전세계인의 이목을 끌었던 비만치료제가 바로 이 위고비이다. 실제 위고비 출시 당시의 처방 건수는 기존의 삭센다와 비교했을 때 **비약적인 증가** 추이를 보였다. 최근에는 수요가 공급을 초과해 신규 환자 유입을 제한하기까지 하고 있다. 시장의 이러한 반응은 비만치료제가 안전성, 편의성, 효용성의 **3박자를 갖추어 나갈 때** 얼마나 **큰 수요**와 마주하게 되는지를 여실히 보여준다.

도표 1-4. 일론 머스크의 위고비 후기

출처: 일론 머스크 트위터

도표 1-5. 위고비, 삭센다 미국 주간 처방 건수

출처: Symphony Health Solutions, SMIC 4팀

(4) 효용성 UP, 젭바운드

3 박자는 기본, 효과 UPGRADE

기존의 효용성만으로도 폭발적 수요를 마주했으나 **더 강력한 '효용성'**을 등에 업은 주인공이 남았으니, 바로 일라이릴리의 **'젭바운드'**이다. 22년 동일 성분의 당뇨치료제(마운자로)가 먼저 출시되었고, 비만치료제(젭바운드)는 23년 FDA 승인을 받아 연말에 출시될 예정이다.

How? 이중 작용제

젭바운드의 체중 감량 효과는 무려 **-22.5%**에 이른다. 이는 이전과는 달리 **이중 작용제**(터제파타이드)를 통해 치료 효과를 높인 점에 기인한다. 이중 작용제란, **이중의 경로**로 수용체를 활성화하여 단일일 때보다 더 복잡하고 강력한 치료 효과를 나타내는 작용제를 말한다. 쉽게 말해 과거 위고비가 단일 수용체만을 활성화해 GLP-1의 효과만을 이용할 수 있었다면, 젭바운드는 GIP라는 호르몬의 효능까지도 활용할 수 있게 되었다.

GLP-1 에 GIP 까지

여기서 등장하는 **GIP** 역시 인슐린 분비에 관여하는 호르몬으로, GLP-1에 더해졌을 때 추가적인 혈당 개선 효과를 가져온다. 결국 젭바운드는 이중의 경로로 동시에 치료하게 되면서 **더 강력한 치료 효과**를 가지게 된 것이다. 이러한 이중 작용제의 경우 **개발이 어려운데**, 해당 경쟁력은 투자포인트에서 더 자세히 후술하도록 하겠다.

(5) 차세대 게임체인저, 경구제와 삼중 작용제

아직도 주사/효과가 아쉽다면?

비만치료제의 성장은 아직 끝나지 않았다. 3박자를 모두 갖춘 비만치료제 앞에서도 **여전히 주사**가 꺼려지거나 더 높은 **효용성**을 원하는 사람들이 있을 것이기 때문이다. 이러한 이들의 수요까지도 가져오기 위해 제약 업체들은 더 나은 경구용 제품과 삼중 작용제를 활용한 제품 연구에 박차를 가하고 있다.

경구제와 삼중 작용제로 해결될 것

경구제형은 주사제형보다 환자의 접근이 쉬울 뿐만 아니라, 복약 순응도가 높아 더 많은 환자들을 타깃으로 할 수 있다. 또한 **삼중 작용제**는 인슐린 분비에 관여하는 GLP-1/GIP/GCG라는 호르몬 수용체에 작용해 효용성을 한층 더 높인다. 동사의 경우 두 가지 방향의 제품 개발 모두에 총력을 기울이고 있다. 차세대 게임체인저에 관한 동사의 경쟁력은 [투자포인트 1,2]를 통해 더 자세히 후술할 것이다.

도표 1-6. GLP-1 이후 비만치료제

비만치료제	당뇨치료제	GLP-1 유사체	런칭 시기	투약 경로	투약 주기	치료군 결과(기간)	비만치료제 가격
삭센다	빅토자	리라글루타이드	2015.04		1일 1회	-9.2%(56주)	$1,349
위고비	오젬픽	세마글루타이드	2021.06		주 1회	-14.9%(68주)	$1,349
젭바운드	마운자로	터제파타이드	2023.11~12		주 1회	-22.5%(72주)	$1,060

출처: 각 사, SMIC 4팀

일라이릴리: 블록버스터 제약 회사 - 기업분석

전례 없는 블록버스터 신약의 등장은 제약 산업 역사에 한 획을 그었고, 뒤늦게 흐름에 편승하려는 기업들은 줄을 섰다. 그러나 연구개발 및 임상이 필요한 산업 특성상, 경주에서 선두가 속도를 늦추지 않는다면 당장 순위를 뒤집기는 어렵다. **게임체인저를 손에** 쥐고 끊임없이 **신성장 동력**까지 찾고 있는 **블록버스터 제약 회사**, 일라이릴리를 소개한다.

2.1. 블록버스터 신약을 손에 쥔 자

당뇨/비만 부문에 집중해야 하는 이유

현재 동사는 크게 당뇨/비만, 항암, 면역, 뇌질환의 사업부문을 지니고 있다. 이중 **당뇨/비만 부문**의 비중은 현재 **56%**에 해당하며, 특히나 당뇨치료제 **마운자로의 yoy 매출 증가율은 652%**에 육박한다. 즉, 향후 매출 비중은 해당 부문 위주로 재편될 것이라 예상할 수 있다. 따라서 수많은 파이프라인 중 **당뇨/비만 부문에 초점**을 맞추어 동사를 파헤쳐보도록 하겠다.

(1) 대사치료제 명가의 내공

잘하는 데에는 다 이유가 있다

동사는 100년 전 세계 **최초로 인슐린 상용화**에 성공해 당뇨병 치료 역사에 한 획을 그은 명가이다. 최초의 당뇨병 치료제(일레틴)를 시작으로 휴물린, 휴마로그 등의 인슐린을 끊임없이 개발해왔다. **세기에 걸쳐 쌓아온 내공**을 바탕으로 명실상부 세계 최고의 당뇨/비만 치료제를 만드는 기업으로 거듭나게 된다.

(2) 게임체인저는 이미 손바닥 안에

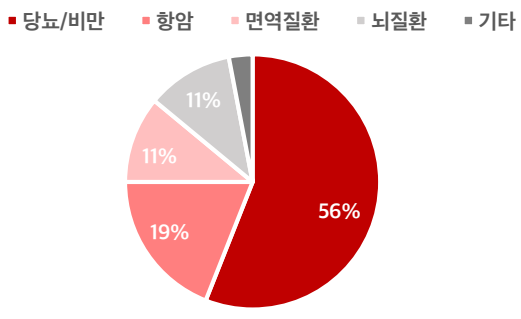
동사의 GLP-1 의약품

전술하였듯이, 현재 당뇨/비만치료제 시장의 게임체인저는 의심할 여지없이 **GLP-1**이다. 동사는 현재 [도표 2-3.]에 보이는 총 다섯 가지의 기전을 바탕으로 GLP-1 의약품을 보유 혹은 개발 중에 있다. 그중 FDA 승인까지 모두 통과한 제품은 이미 출시한 당뇨치료제 **'트루리시티'와 '마운자로'**, 출시가 임박한 비만치료제 **'젭바운드'**이다.

마운자로를 보면 젭바운드의 미래가 보인다

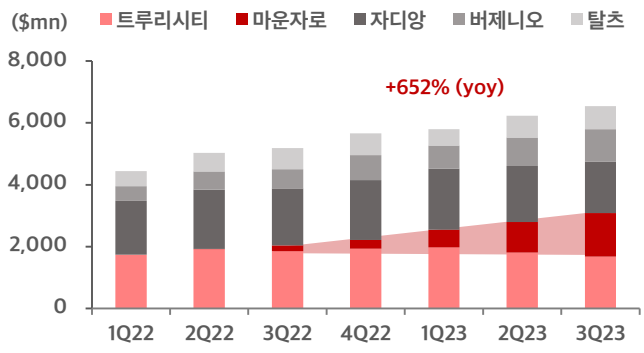
22년 **마운자로 출시 당시의 처방 증가세**는 젭바운드 출시가 야기할 폭발적 반응을 짐작하게 한다. [도표 2-3.]에서 트루리시티나 오젬픽(노보노디스크의 당뇨치료제) 출시 당시의 처방 증가세와 비교했을 때 비약적으로 증가한 것을 확인할 수 있다. 현재 마운자로가 허가 외 처방, 즉 오프라벨 방식으로 비만 환자들에게 처방되고 있다는 점에서, 오로지 비만 치료 목적으로 출시될 **젭바운드는 이보다 더 큰 파장**을 불러일으킬 것이다.

도표 2-1. 동사 부문별 매출 비중



출처: 동사, SMIC 4팀

도표 2-2. 동사 주력 제품 매출 추이



출처: 동사, SMIC 4팀

경구제와 삼중 작용제 개발 중

더 나아가 차세대 게임체인저를 얻고자 경구용과 삼중 작용제 개발에 힘쓰고 있다. **경구용 성분(올포글리프론)**을 개발해 당뇨/비만 부문 모두에서 임상 3상을 앞두고 있다. 또한 젭바운드에 안주하지 않고, **삼중 작용제(레타트루타이드)** 개발까지 꾀하고 있다. 비만 부문만을 타겟으로 한 해당 성분은 임상 2상에서 무려 **-24%**라는 감소효과를 보였다.

적극적 인수로 포트폴리오 강화

한편 **적극적인 인수**를 통해서도 당뇨/비만 치료제 포트폴리오를 강화해 나가고 있다. 일례로 23년 버사니스 인수를 통해 확보한 **'비마그루밥'**은 근육량을 유지하면서 체지방을 감소시키는 물질이다. 현재 임상 2상이 진행 중이며 기존 비만치료제의 단점을 보완한다는 측면에서 유망하다. 즉, 동사는 향후의 게임체인저도 손에 쥐고자 끊임없는 노력을 하고 있다.

2.2. 차세대 블록버스터를 노리며

신약 개발도 게을리하지 않는다

동사는 과거의 영광과 현재의 눈부신 실적에 안주하지 않고 **신약 개발**에도 노력을 기울이고 있다. 실제 매년 매출의 **약 25%**를 R&D에 투자하고 있으며, 임직원 중 **24%**(9,400여명)가 신약 개발 업무에 참여하고 있다. 물론 확실한 매출 성장은 대부분 당뇨/비만 부문에서 발생할 것이나, **미래의 성장 동력**을 계속해서 찾는다는 점은 긍정적이다.

알츠하이머병 신약 개발 중

그 사례로 24년 1분기에 FDA 승인 기대를 바탕으로 주목을 받고 있는 물질, **'도나네맙'**이 있다. 이 물질은 치매의 일환인 **알츠하이머병 신약** 후보물질로, 그 원리를 간단히 살펴보자. 알츠하이머병 환자들의 체내에는 일반인보다 '아밀로이드 베타'라는 단백질이 더 많다. 그리고 이 단백질이 모여 신경 네트워크를 방해하는 물질(플라크)이 형성되는데, 치료는 이 플라크를 제거하는 방식으로 이루어진다.

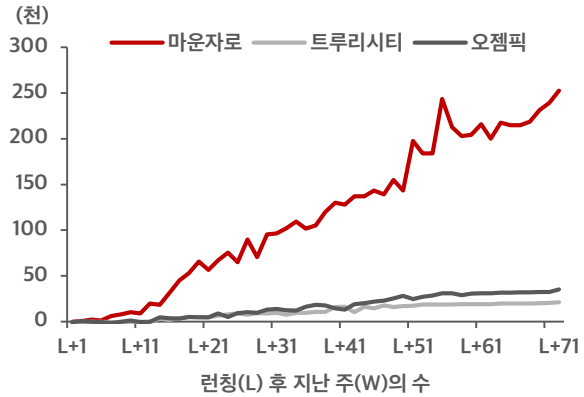
도나네맙에 주목해야 하는 이유 ① 효용성

도나네맙에 주목해야 하는 이유는 바로 해당 약이 기존의 약들보다 플라크를 효과적으로 제거하는 데에 있다. 임상 3상 결과에서 해당 약은 인지 및 기억 능력 저하를 **35%** 늦추는 것으로 밝혀졌다. 아직 시장 내 FDA 승인을 받은 약은 두 개(아두카누맙, 레카네맙)로, 이러한 약들보다 **더 좋은 효용성**을 지닌다는 점은 매력적이다.

② 시의성

물론 FDA 승인 이후 처방이 활성화되기까지는 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 그러나 현재의 블록버스터 신약도 이러한 개발 노력의 결과로 얻은 수확임을 고려해야 한다. 즉, **최종 승인을 목전에 둔 현시점**, 중장기적인 관점에서 유의 깊게 지켜볼 필요가 있다.

도표 2-3. 마운자로, 트루리시티, 오젬픽 출시 후 처방 수



출처: 동사, SMIC 4팀

도표 2-4. 동사 GLP-1 의약품

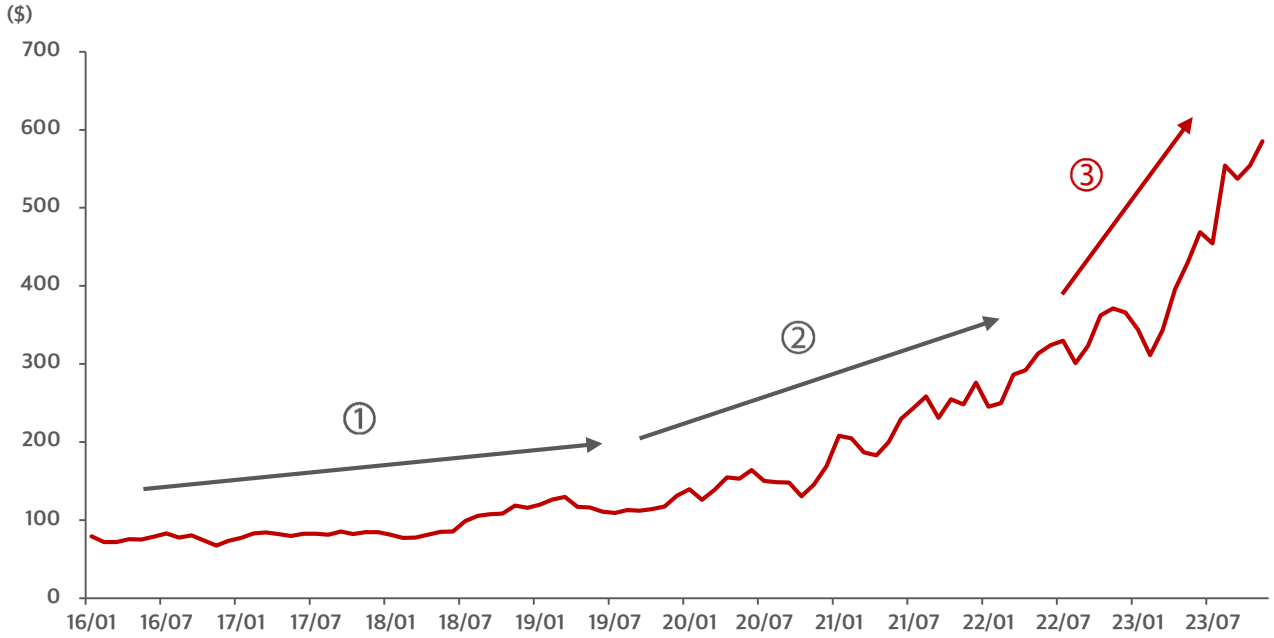
성분명	작용 기전	현재 임상 단계	투약 경로	치료군 결과(기간)
터제파타이드	GLP-1/GIP	젭바운드 출시 예정		-22.5%(72주)
마즈두타이드	GLP-1/GCG	임상 3상(2024)		- 11%(12주)
레타트루타이드	GLP-1/GIP/GCG	임상 3상(2026)		-24.2%(48주)
올포글리프론	GLP-1	임상 3상(2025)		-14.7%(36주)

출처: 동사, SMIC 4팀

2.3. 주가를 통해 보는 블록버스터 신약의 위력

DRIVER
: 수요 증대의 기대감

동사의 가장 직접적인 주가 드라이버는 **'수요 증대의 기대감'**이다. **긍정적인 임상 실험 결과 및 FDA 승인 소식**에 주가가 오르는 것이 대표적인 사례이다. 또한, 약에 대한 **유명인들의 후기**가 주가 상승에 영향을 미친 것도 같은 맥락 하에 해석할 수 있다. 이러한 소식들은 결국 약의 안전성, 편의성, 효용성 개선을 시장에 보이는 것이고, 해당 약을 **더 많은 이들이 찾게 될 것**이라는 기대감으로 직결된다. 이제 동사의 차트를 세 구간으로 나누어 더 구체적으로 파악해보자.



비만치료제 등장 전
: 완만한 기울기

① 20년 이전, 큰 이벤트가 없어 동사의 주가 곡선은 **비교적 완만한 기울기**를 유지해왔다. 그러다가 ② 코로나 발발과 함께 동사의 각종 제품들이 주목받으며 **소폭으로 오르기 시작**한다. 가령 20년 중순 **코로나 치료제** 관련 긍정적인 임상 결과가 발표될 때 주가는 상승하는 모습을 보였다. 21년에는 **알츠하이머병 신약**의 긍정적인 임상 결과로 주가 상승을 보이기도 한다.

비만치료제 등장 후
: 가파른 기울기

한편 ③ **작금의 가파른 모양세**를 만들어낸 약은 블록버스터 신약, **'비만치료제'**이다. 가령 22년 10월 마운자로가 FDA 패스트트랙으로 지정되자 주가가 큰 폭으로 상승한 바 있다. 또한 23년 11월 젭바운드가 FDA로부터 승인을 받았을 때에도 큰 상승폭을 보였다.

기울기의 차이는
마켓 차이를 방증

②와 ③ 모두 약에 대한 수요 증대의 기대감과 관련 있음에도 불구, **기울기의 차이**를 보인 이유는 무엇일까? ③에서 더 큰 폭으로 상승한 이유는 비만치료제의 **폭발적 수요 증대에 대한 공감대** 형성에 기인한다. 코로나 치료제, 알츠하이머병 신약 등은 환자들을 위한 의약품이나, 비만치료제는 다르다. 결국 기울기의 차이는 **건강과 아름다움**을 모두 주는 특별한 블록버스터 신약의 **무한한 마켓을 방증**한다고 볼 수 있다.

폭발적 수요 증대를
확인할 시간

결국 현시점 주가 상승의 KEY는 **비만치료제의 수요 증대에 대한 기대감**으로, 앞으로의 주가의 향방은 '기대보다 수요가 더 증가하는가'에 달렸을 것이다. 따라서 이어질 [투자포인트]에서는 비만치료제의 매스 마켓 속에서 수요가 왜 기하급수적으로 늘어나 그 수혜를 동사가 받을 수밖에 없는지 보이도록 하겠다.

당신의 영원한 아름다움을 위해, Eli Lilly - 투자포인트

당신의 꿈은 어디까지인가? 비만치료제는 누구나 쉽게 아름다운 몸을 가지는 세상을 꿈꾼다. 비만치료제는 인간의 본성을 자극하며 시장의 한계를 허물고 새로운 형태로 사람들의 삶 속에 침투하고 있으며, 동사는 비만치료제 제약회사가 맞이한 거대한 성장 기회의 가장 앞단에 서있다.

Top-Down의 흐름으로, 기존의 의약품 시장에서 Level-up된 비만치료제 시장과 함께, 그 위에서 이루어질 동사의 무한질주를 확인한다. **Point1.**에서는 비만치료제가 맞이한 시장 침투 가능성과 추가적인 마켓 업그레이드 요인을 살펴보고, **Point2.**에서는 동사가 다른 비만치료제 제약회사들과의 경쟁 속에서, 우월한 Top-pick이 될 수밖에 없음을 살펴보겠다.

Point 1. 아름다움, 몸에 양보하세요

TV 속 연예인의 아름다운 몸을 쉽게 가질 수 있는 세상이 오면 어떨까? 동사도 그러한 앞날을 꿈꾼다. 질병을 찾아가는 일반치료제와 달리 비만치료제는 사람들의 본능을 자극하여 수요를 이끌고 있으며, 이는 제약회사인 동사에게 기존과는 전혀 다른 전방 시장을 가져다 주고 있다. 동사 전방의 메가 트렌드를 확인하고, 추가적인 성장 여력을 확인하며 투자의 기회를 찾아가보자.

3.1. 아름다운 몸을 사는 시대.

인간의 기본적 본성
아름다움 추구

비만치료제는 아름다움을 입는 시대에서 **아름다운 몸을 사는 시대**로의 전환을 이끌 것이다. **"아름다움"의 추구**는 **인간의 기본적인 본성**이다. 팬데믹으로 전세계가 얼어붙었던 20년에도 미국의 외과적 성형수술이 YoY 15.89% 증가하였던 사실은 인간 내면의 강한 미적 욕구를 보여준다.

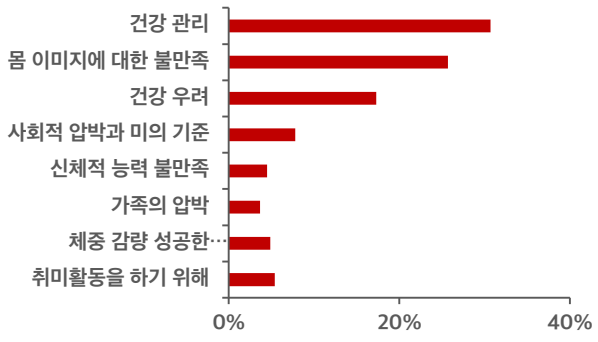
그 중에서도
아름다운 몸

사람들은 특히 **육체의 아름다움**을 원한다. 지난해 미국에서 가장 많이 시행된 외과 성형 수술은 지방흡입술이며(21.48%), 복부성형술(11.03%)은 세번째였다. 또한 미국의 비만인들은 체중감량의 이유를 묻는 설문에서, 건강 관리에 이어 몸 이미지에 대한 불만족(2위, 26%)과, 사회적 압박과 미의 기준(4위, 8%)이라고 응답했다. 인간의 본성적인 욕구는 "아름다운 몸"을 향하는 것이다.

아름다움을 잃어가는
사람들

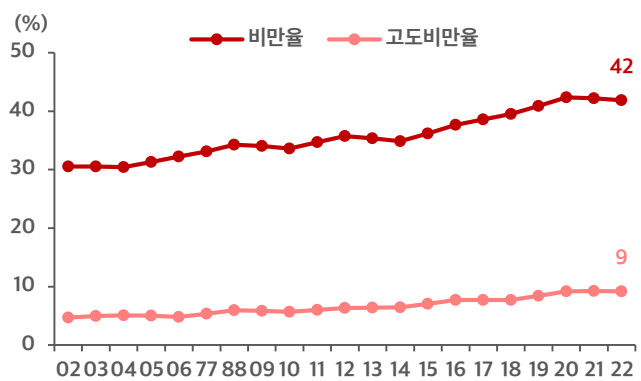
그러나 **사람들은 점점 아름다움을 잃어**가고 있다. 22년 미국의 성인 비만율은 10년 전보다 7%p 증가하였으며(41.9%), 35년에는 미국 전체 성인 인구 중 58%가 비만일 것이라 예측된다. 육체적 아름다움을 향한 미적 욕구와 달리 세상은 점점 무거워지고 있는 아이러니 속에서, 비만치료제는 시대를 뒤바꿀 해답을 내놓았다.

도표 3-1. 미국인 체중감량 동기



출처: The Burrow, SMIC 4팀

도표 3-2. 미국 비만율 및 고도비만율 추이



출처: National Institute of Health, SMIC 4팀

3.2. 의약품 시장을 넘어 거대한 미용 시장으로

비만치료제, 질병치료제인가?

그동안 비만치료제는 질병치료제라는 틀 안에 갇혔고, 그 꿈은 제한되었다. 시장에는 다양한 비만치료제가 존재해왔으나, 효과 부족과 발암 등의 부작용으로 인해 큰 기대를 받지 못했다. 그러다 혈당 억제 기능을 가진 GLP-1 유사체가 식욕 억제에도 효능이 있음이 밝혀지며, GLP-1 기반의 비만치료제가 게임체인저로 떠올랐다. 그러나 게임이 이루어지는 놀이터는 동사의 꿈을 담기에 너무 작았다. 비만치료제는 비만이라는 질병을 해결하는 "의약품"일 뿐이었다.

비만치료제는 사실 미용 소비재

그러나 **상상의 한계는 허물**어졌으며, **꿈은 현실화의 초입**에 들어섰다. 그동안 빅파마들의 블록버스터 의약품은 적응증을 지닌 위험군으로 그 사용처가 한정되었다. 암환자가 아닌 사람에게 항암제를 투여할 수는 없는 노릇이기 때문이다. 그러나 동사의 비만치료제는 다른 의약품과 달리 건강에 대한 욕구뿐만이 아닌 예뻐지기 위한 욕구도 충족시킬 수 있다. 따라서 동사는 지금껏 기존 의약품에서는 보지 못했던 형태로, **질병 치료제 시장의 한계를 넘어 미용 소비재 시장까지 침투**할 것이며, 이는 동사의 주가를 계속해서 **Level-up**시킬 것이다.

3.3. 인간의 본성을 자극할 "신의 물질", GLP-1

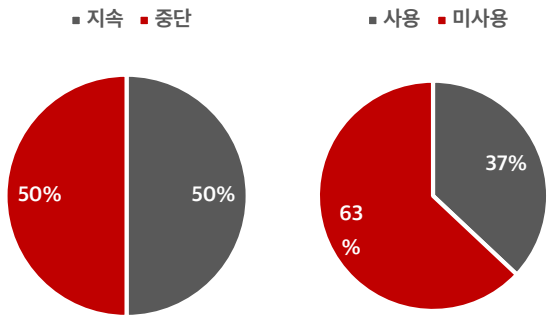
게임체인저, GLP-1

우리 몸을 아름답게 만들어줄 **신의 물질**, 바로 **GLP-1**이다. 오늘의 다이어트 결심은 내일로 이연됨을 우리는 이미 경험을 통해 알고 있다. 실제로 미국 헬스장 신규 멤버십의 50%는 의지 부족으로 6개월 내에 해지된다. 그래서 우리는 돈을 주고 "아름다움"을 사기 시작했고, 그 대상은 명품이었다. 실제로 한 연구에서 BMI와 쥬얼리 소비 WTP는 중요한 상관관계를 지니는 것으로 나타났다. 그러나 아름다운 몸을 갖추기는 어렵고 돈을 주고 명품을 사자니 근본적 욕구가 해결되지 않는다. 만약 **"명품 몸매"를 구매**할 수 있다면 어떨까? GLP-1은 새 시대의 서막을 열고 있다.

빠르게 혹은 더 많이

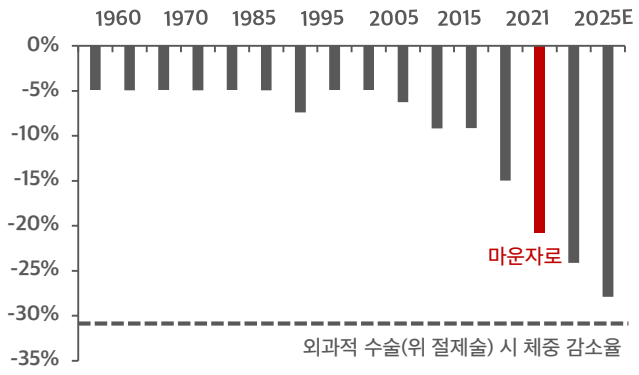
GLP-1가 인간의 근본적 욕구를 해소할 수 있는 건 **강력한 효능 덕분**이다. GLP-1과 만나기 이전의 비만치료제는 오랜 투약 기간에도 겨우 5~9% 정도의 체중 감량 효과만을 보였고, 소비자들의 기대는 금세 실망으로 바뀌었다. 그러나 비만치료제는 GLP-1과 만나 인간의 욕망을 해결할 열쇠로 단숨에 주목받았다. GLP-1 기반 비만치료제로서의 첫 포문을 연 노보의 위고비는 약 15%의 체중감량 효과를 지니며, 동사의 마운자로는 이보다 더 뛰어난 **20% 이상의 체중감량 효과**를 보인다. 수술로만 가능하던 효과(>30%)에까지 성능이 근접해지며, 사람들은 진정한 의미에서 **"빠르게" 또는 "많이"** 자신이 **원하는 체중 감량**에 성공할 수 있게 되었다.

도표 3-3. 6개월 내 헬스 지속/중단 비율 및 멤버십 사용율



출처: GVMarketing, SMIC 4팀

도표 3-4. 비만치료제 체중 감소율 증가 추이



출처: 업계 자료, SMIC 4팀

3.4. 지갑 다이어트? 상관없다. 내 뱃살 다이어트를 위해서라면.

충분한 WTP, 현실화 될 기대

비관론자들은 비만치료제의 가격을 보며 수요를 걱정하지만, 비만치료제는 시장의 우려를 말끔히 씻어낼 것이다. 이미 지난 2000년, 비만인 3,549명을 대상의 한 연구는 사람들이 효과적인 감량이 가능한 비만치료에 평균월소득($1,585)의 2배인 월 3,280달러의 WTP를 지닌다는 놀라운 결과를 발표한 바 있다. 연구 시점과 측정의 엄밀성을 감안하더라도, 이 결과는 오래전부터 사람들이 **비만치료제를 뜨겁게 욕구**해왔음을 보여준다. 이제 그토록 꿈꿔온 미래가 대중을 마주할 준비를 마쳤고, 대중들은 홀쭉해질 뱃살을 기대하며 홀쭉해질 지갑을 기꺼이 감내할 것이다.

소득 수준↑
→ 구매력 ↑

약 $1,000/월의 가격에 달하는 비만치료제는 **고소득층**에게 우선적으로 접근하고 있으며, 이들은 **안정적으로 비만치료제의 미용 목적 수요를 이끌어** 나갈 것이다. 미국 뉴욕주의 경우 소득이 낮은 사우스 브롱크스 지역에서 GLP-1 처방을 받은 환자 중 73%가 당뇨병 환자였던 반면, 부유층 지역인 어퍼 이스트 사이드에서는 당뇨병 환자가 27%에 불과했다. 이는 부유층은 경우 비만치료제의 높은 약가에도 불구하고 체중 감량을 위해 기꺼이 지갑을 열었음을 의미한다.

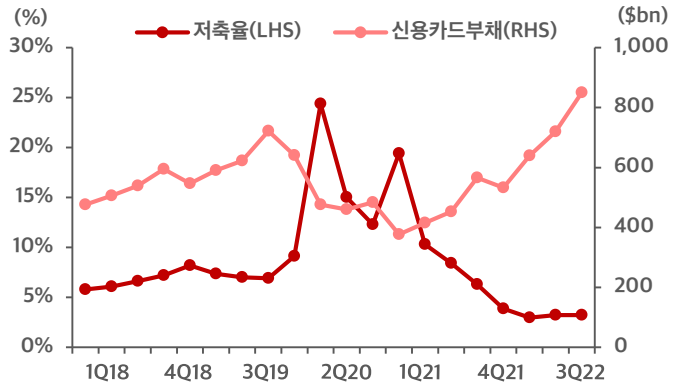
빚을 내서라도 비만치료제 산다

비만치료제의 가격은 **인간의 본성을 막을 수는 없으며, 더 많은 사람의 지갑을 열게 할 것**이다. 작년의 기억을 되짚어보자. 22년 미국의 저축률은 3.0%을 기록하며 14년만에 최저점을 찍었고, 카드부채잔고는 전고점을 향해 달려갔다. 반면 LVMH의 미국 매출액은 역사적인 고점을 기록하였다. 펜데믹 극복 후 대면 접촉의 증가 속에서, 명품은 아름다움을 향한 욕구를 자극했고, 그로 인해 사람들은 덜 아끼고 더 빌렸던 것이다. 그런데 비만치료제는 육체적 아름다움을 향한 인간의 근원적 본성을 자극한다. 소폭 상승했던 **저축률이 다시 하락세**로 돌아오고 **카드 부채는 전고점을 돌파**한 올해, 동사의 **마운자로가 역사적인 판매량을 기록**하고 있음은 분명히 심상치 않다.

덜 먹고 덜 사
→ 비만치료제 소비 여력 증가

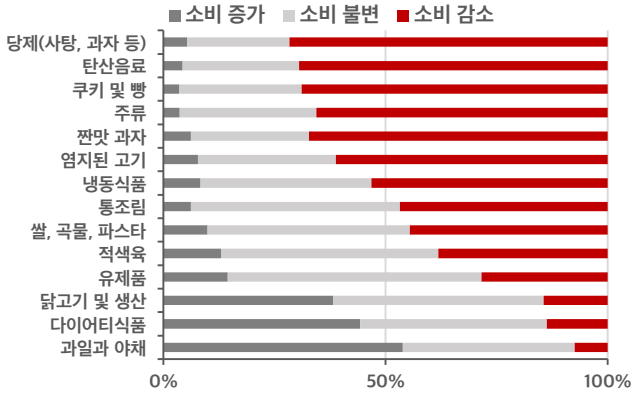
비만치료제는 사람들의 **소비 믹스와 생활 습관을 변화**시킬 것이며, 이는 **비만치료제를 향한 추가적인 구매 여력**으로 다시 이어질 것이다. 모건스탠리에 따르면 비만치료를 받은 환자는 전체적으로 식사량이 21% 줄었으며 항목별로는 과일/야채와 다이어트 식품, 닭고기/생선을 제외한 모든 항목에서 소비 감소세를 기록하였다. 또한 디 아틀레틱에 따르면 GIP-1을 처방 받은 환자는 흡연과 음주 등 중독적 소비가 줄어들었다. 게다가 체중 감소는 장기적으로 관절염과 심장질환 등의 비만 합병증을 줄여 막대한 건강 관리비용을 감소시킬 것이다. 이러한 소비 변화는 사람들의 가계부를 재편할 것이며, 빈자리는 비만치료제의 구매 여력 상승 기회로 이어질 것이다.

도표 3-5. 미국 저축율과 신용카드부채 추이



출처: Fred, SMIC 4팀

도표 3-6. 비만치료제 주입 후 식품 소비 변화



출처: Morgan Stanley, SMIC 4팀

3.5. 전세계로 향하는 꿈

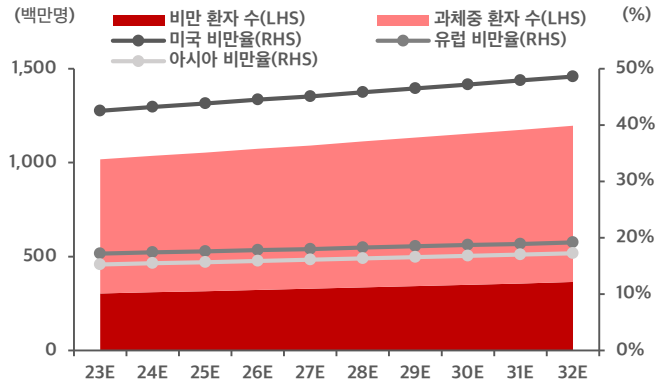
만국 공통의 본성 아름다움

아름다움은 만국 공통의 본성이며, **더욱 더 무거워질 지구**는 비만치료제의 꿈을 더욱 넓힐 예정이다. 전세계인의 52%가 체중 감량의 노력하고 있듯 세계는 아름다움을 꿈꾸지만, 성인비만인구는 20년 8.13억명에서 35년 15.32억명에 달할 예정이다. 세계적인 비만 트렌드는 아직 동사의 미국 중심인 비만치료제 시장에 강력한 추가 수요를 불러일으킬 것이다. 후술하겠지만, 이미 릴리와 노보는 수조원대의 캐파 증설 계획을 연속해서 내놓으며, 전세계적인 비만치료제 시장 성장을 맞이할 본격적인 준비에 박차를 가하고 있다. 게다가 미국 외 지역의 GLP-1 약가는 보통 미국의 30% 정도 수준에 불과하며, 이는 비만치료제의 침투에 긍정적으로 작용할 것이다.

이미 온라인에서는 전세계적 관심 폭발

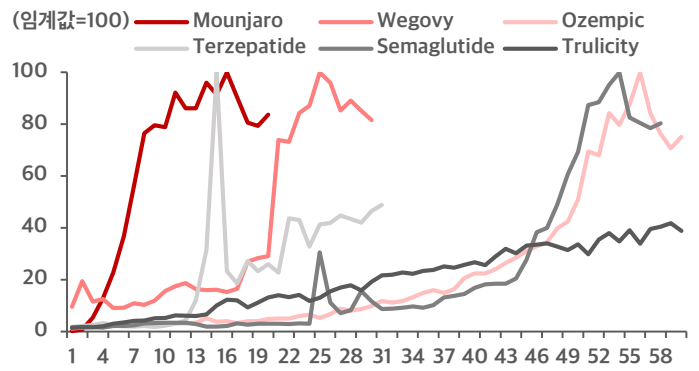
이미 국경의 제약이 없는 **온라인 공간에서는** GLP-1기반의 **비만치료제에 대한 폭발적인 관심이 증명**되었다. 지난해 10월, 일론머스크는 Twitter에서 다이어트 성공 비결을 묻는 질문에 "단식, 그리고 위고비"라 답했고, 그 후 이틀 동안 노보의 주가는 5.78% 상승했다. Tiktok의 #Ozempic #Wegovy 해시태그 검색량은 20억건에 달했으며, 동사의 마운자로는 1년 먼저 출시된 위고비(26개월)보다 빠르게(16개월) 구글 트렌드 임계값 100에 도달하며 높아진 시장의 관심을 증명했다. 이렇게 높아진 관심도를 바탕으로 **비만치료제는 거대한 수요 속으로 침투**해 나갈 것이다.

도표 3-7. 유럽 및 동북아시아 비만 인구 추이



출처: WOF, SMIC 4팀

도표 3-8. 비만 및 당뇨치료제 구글 트렌드



출처: Morgan Stanley, SMIC 4팀

3.6. 첫번째 Q Driving 모멘텀 - 약값은 싼 게 장땡, 공공보험 적용

비싸지만 공공보험은 안되는 비만치료제

살도 빼주고 건강까지 챙겨주는 비만치료제가 연일 **완판 행진**을 이어가고 있는 가운데, 미국 내 **공공보험** 적용 가능성까지 수면 위로 떠오르며 "만인의 비만약"으로 거듭날 전망이다. 당뇨 치료제인 오젬픽의 21년 평균 가격은 월 **831달러**이지만 의료보험 적용 후 소비자가 부담하는 금액은 월 **66달러**로 한결 가볍다. 반면 비만치료제로 쓰이는 위고비의 가격은 월 **1,300달러**로 더 비싸지만 사보험이 없는 소비자는 그 비용을 온전히 떠안는다. 그 이유는 무엇일까?

과거의 비만치료제 : 안전성 우려

이는 아이러니하게도 약물의 **안전성**에 대한 우려 때문이다. GLP-1 이전에 비만치료제로 널리 쓰이던 펜플루라민과 펜터민 등의 **식욕억제제**는 생명을 위협하는 고혈압과 심장질환을 **부작용**으로 야기했다. 이에 따라 미국의 65세 이상 노인을 대상으로 하는 건강보험인 **메디케어(Medicare)**는 03년부터 체중 감량 치료에 대한 보험 적용을 법으로 금지하고 있으며 현재까지 이어진 것이다.

현재의 비만치료제 : 심혈관 질환 치료

하지만 GLP-1이 그 시대를 바꾸었다. 동사의 **삼중 작용제(레타트루타이드)** 임상 2상 결과, 투약 시 콜레스트롤이 30%, 이완기 혈압이 5~10mmHg 감소하여 **심혈관질환을 예방**하는 모습을 보였다. 또, 노보노디스크 심혈관 질환 위험을 **20%**나 줄이는 연구 결과를 발표하였다. 고혈압과 심장질환까지 개선하는 마법의 비만치료제가 등장하며 보험 적용을 금지할 **명분**은 사라졌다.

TROA 2023 발의 법 개정의 신호탄

미국 의회 역시 구시대적인 메디케어를 손보기 위해 칼을 꺼내 들었다. 톰 카퍼 상원의원을 포함한 4명의 의원이 23년 7월 **'The Treat and Reduce Obesity Act of 2023(TROA)'**를 상·하원에 제출, 비만/과체중이면서 하나 이상의 동반 질환을 가지고 있는 개인에게 의약품 보험 혜택을 제공하는 법안을 발의하였다.

실보다 득이 많은 보험 적용

그렇다면 미국 **정부** 입장에서도 비만치료제에 대한 보험 혜택을 주는 것이 이득일까? 결론부터 말하자면 **"YES"**이다. 비만치료제로 보험 적용 범위 확대 시 장기간 동안 비용이 발생하게 되지만 동시에 심혈관 질환과 같은 비만 합병증이 감소하여 치료 비용이 부분적으로 **상쇄**되며 **생산 가능 인구가 늘어나는 효과**가 발생하기 때문이다. 더불어 [도표 3-9.]에서 볼 수 있듯, 나날이 증가하는 비만 환자의 의료비 지출액 역시 해소 가능하다.

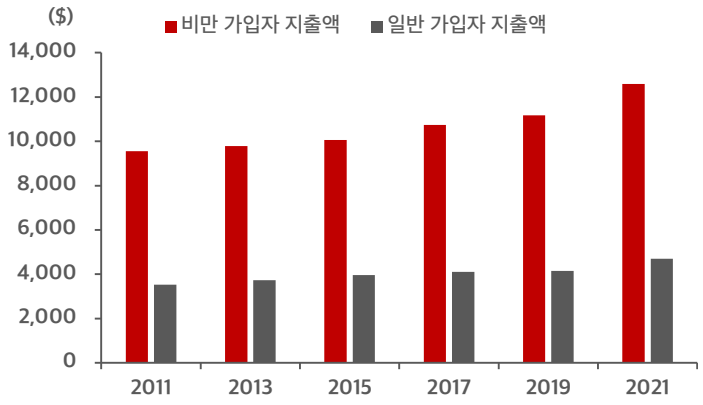
조건부 보험 적용, 합리적인 시나리오

이제 **비용**을 따져보자. 비만이 있는 메디케어 대상자의 **10%**에게 비만치료제 보험 혜택을 제공할 때 발생하는 비용은 연간 약 **270억 달러**이며 이는 전체 메디케어 지출의 **18.5%**에 해당한다. 기존에 비만이 있는 메디케어 대상자에게 지출되는 메디케어 예산이 비만이 아닌 메디케어 대상자보다 평균적으로 연간 **2,018달러** 더 많은 것으로 고려하면 비만이라는 질병을 치료함으로써 **절감**되는 메디케어 비용은 연간 **131억 달러**로 추정되며, 비만 환자 중 **조건부**로 보험 혜택을 적용한다면 적용 범위 확대는 충분히 가능한 시나리오라고 판단된다.

메디케이드는 이미 확대 중

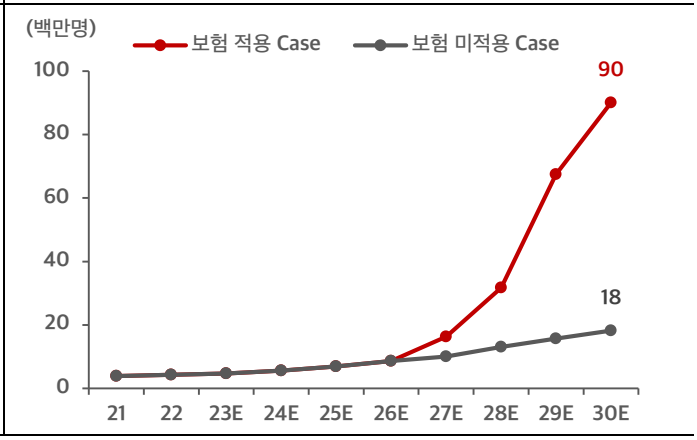
이러한 움직임 속에서 저소득층에게 제공되는 미국 의료보험인 **메디케이드(Medicaid)** 역시 비만치료제까지 적용 범위가 확대되고 있다. 메디케이드는 주(State)별로 보험 적용 여부를 결정하는데, 현재 캘리포니아주를 포함한 **10개** 주에서 비만치료제에 대한 메디케이드 혜택을 보장하고 있으며 추가적으로 **8개** 주에서 보장 범위 확대를 고려하고 있다. 이에 따라, 메디케이드의 GLP-1 지출액은 19년부터 22년까지 **647%**라는 폭발적인 성장세를 보였으며, 추가적인 보장 범위 확대에 따라 지속적으로 증가할 전망이다.

도표 3-9. 비만 가입자와 일반 가입자의 연간 의료비 지출액



출처: KBB, SMIC 4팀

도표 3-10. 보험 적용 여부에 따른 처방 건수



출처: 업계 자료, SMIC 4팀

보험 적용으로 달라질 성장 기울기

의회, 기업, 소비자가 추구하는 **방향성**이 일치하는 상황에서 전문가들은 **27년**부터 보험 적용을 전망하며, FDA 승인 의약품 대부분에 대해 보험을 보장하는 메디케어의 기조로 보아 비만치료제로의 보장 범위 확대는 **필수적**이다. 그리고 이러한 변화는 비만치료제 시장의 **"성장 기울기"**를 바꿀 폭발적인 **모멘텀**이다.

소비자들에게 중요한 보험 적용 여부

설문조사에 따르면 비만치료제 투약을 원하는 사람 중 **27%**만이 보험 혜택 없이도 비만치료제 투약 의사를 밝혔으며, 현재 노보노디스크의 비만치료제를 처방 받은 환자의 **80%**가 사보험을 통해 월 25달러를 지불하고 있다. 이는 비만치료제 투약을 결정할 때 보험 보장이 매우 큰 영향을 미친다는 것을 방증하며, 공공보험인 메디케어와 메디케이드의 보장 범위 확대는 동사 Q의 폭발적인 성장을 이끌 **촉매**이다. [도표 3-10.]에서 볼 수 있듯 공공보험이 적용된 30년에는 전체 비만 환자의 **50%**가 약물치료를 받을 것으로 예상된다.

저렴한 약가로 보험 수혜 노리는 동사

보험 적용의 수혜와 낮은 약가를 통해 시장 과점을 노리는 **동사**에 주목하자. 동사는 젭바운드의 약가를 월 1,060달러로 책정, 노보노디스크의 위고비(월 1,349달러)보다 **21%** 저렴한 낮은 약가로 공공보험 적용 대상 선정이 기대된다. 더불어 투자포인트 Point 2.에서 후술하겠지만, 동사는 사보험을 통한 파격적인 **약가 지원 프로그램**을 진행하며 비만 환자들을 두 팔 벌려 맞이하고 있다.

3.7. 두번째 Q Driving 모멘텀 - 따끔할 필요 없는 알약

살도 빼주는데 편하기까지 하다면?

살을 빼고 싶더라도 일주일에 한번 따끔거리는 주사제를 자기 배에 꽂는 것은 거부감이 들 수 있다. 이러한 **"편의성"** 문제는 현재 피하주사(SC)만 시판되어 있는 GLP-1 비만치료제의 단점으로 꼽힌다. 이는 당뇨병 치료제에서도 관찰할 수 있다. 노보노디스크가 18년 **주 1회** 투여하는 당뇨 치료제 **오젬픽**을 출시한 뒤 기존 표준 치료제로서 꾸준히 성장하던 **빅토자(일 1회 투여)** 매출이 하락하기 시작하였으며, 시장은 오젬픽으로 **재편**되었다.

유의미한 플레이어는 동사와 노보뿐

[도표 3-11.]에서 볼 수 있듯, 여러 빅파마가 **경구용(Oral) 비만치료제**를 개발하고 있으며, 경구용으로 편의성까지 챙긴 비만치료제는 또 한번의 **Q 증가 모멘텀**을 맞이할 전망이다. 여러 빅파마가 새로운 금광을 노리며 임상에 뛰어들었지만 임상 Phase로 보았을 때 유효한 플레이어는 동사, 노보노디스크, 화이자 3개 업체뿐이며, 이중 가장 앞서 있는 플레이어는 단연 **동사와 노보노디스크다**이다.

경구 시장 26 년에 개화

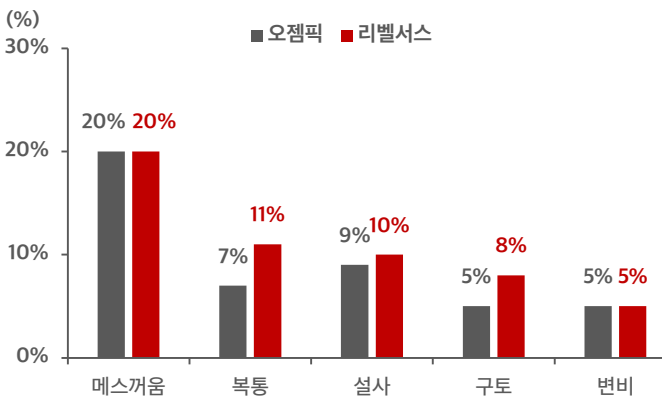
노보노디스크는 위고비와 같은 물질의 경구용 버전 치료제에 대한 임상 3상을 마쳐서 연내 FDA 신청이 예정되어 있고, 동사는 25년 하반기에 올포글리프론(orforglipron)의 3상 종료가 예정되어 있다. FDA 신청부터 승인까지 1.5년이 소요됨을 감안하면 **26년**부터 비만치료제에 편의성이 더해진 경구용 약물이 본격적으로 판매될 예정이다.

도표 3-11. 경구용 비만치료제 연구 현황

업체	제품명	투약경로	임상 Phase
노보노디스크	**고용량 리벨리서스**	**경구**	**3상 완료**
일라이릴리	**오포글리프론**	**경구**	**3상**
화이자	다누글리프론	경구	2상
암젠	AMG786	경구	1상
노보노디스크	세마다파	경구	1상
일동제약	ID110521156	경구	1상

출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

도표 3-12. 오젬픽(SC), 리벨서스(Oral) 부작용



출처: 노보노디스크, SMIC 4팀

효과는 동일 부작용은 비슷 편의성은 대박

믿기 어렵겠지만 이런 경구용 비만치료제가 편한데 좋기까지 하다. 동사와 노보노디스크 모두 -15%에 달하는 체중 변화율을 보였으며, 이는 체중 변화율 -14.9%를 보이는 **위고비**와 같은 수치이다. 또한, [도표 3-12.]에서 볼 수 있듯 당뇨치료제로 쓰이는 오젬픽(SC)과 리벨서스(Oral)의 **부작용**에 큰 차이가 없다. 이는 경구용 약물로도 주사형 만큼의 **효능과 안전성**을 확보할 수 있음을 증명한다.

76.5%가 경구 선호

그렇다면 경구용 약물이 비만치료제 시장에 어떤 변화를 가져올까? 미국과 영국에서 600명의 참가자를 대상으로 실시한 연구에 따르면 **76.5%**의 참가자가 경구용을 선호하였으며 나머지 **23.5%**가 피하주사를 선호하였다. 주사제와 경구용 약물이 편의성에서 큰 차이를 보이는 것은 당연한 결과이며, 3배를 넘는 선호도 차이는 경구용 약물의 등장이 얼마나 큰 **티켓 파워**를 가지는지 체감하게 해준다.

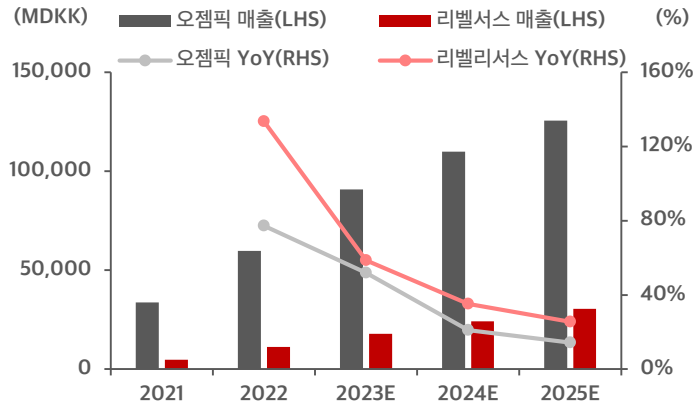
비만치료제 시장을 견인할 경구 약물

실제 같은 약물이지만 **제형**만 다른 GLP-1 당뇨 치료제 **오젬픽(SC)과 리벨서스(Oral)**를 통해 경구용 약물 출시가 가지는 파급효과를 알아보자. [도표 3-13.]에서 볼 수 있듯, 리벨서스는 출시 이후 주사제인 오젬픽의 매출 성장률을 상회하고 있으며, 당뇨 치료제 시장의 성장을 가속화하고 있다.

"편함"이 가지는 월등한 티켓파워

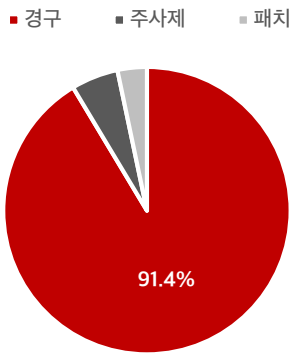
"치료"의 목적만 존재하는 당뇨 치료제 보다 "치료"와 "미용"의 욕구를 모두 충족시켜주는 비만치료제에서 **투약 편의성**의 역할이 더 클 것으로 생각된다. 이처럼 소비재에 가까울수록 효능보다 편의성에 무게를 두는 경향성은 사전 피임약 시장에서도 찾아볼 수 있다. [도표 3-14.]에서 볼 수 있듯, 더 늦게 출시되었지만 편의성이 월등히 뛰어난 경구 피임약이 혈관주사제와 패치 약물을 제치고 전체 시장의 **91.4%**를 점유하고 있다. 이와 같이 경구용 비만치료제도 출시 이후 비만치료제 시장의 성장을 견인할 것으로 전망되며, 32년 기준 글로벌 비만치료제 시장에서 약 25%의 MS를 차지할 것으로 전망된다.

도표 3-13. 오젬픽(SC), 리벨서스(Oral) 매출액 추이



출처: 노보노디스크, SMIC 4팀

도표 3-14. 경구용 피임약 MS



출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

노다지 금광 속 1등 광부는 누구?

건강함과 아름다움이라는 인간의 **본능적 욕구**를 충족시켜줄 수 있는 블록버스터 약물 비만치료제는 전세계적인 수요와 함께 폭발적으로 성장하고 있다. 여기에 공공보험 적용과 경구용 출시라는 두 가지 **모멘텀**은 "성장 기울기"를 한층 더 업그레이드시킬 매력적인 **촉매**이다. 이제 노다지 금광 속에서 동사가 **1등** 광부인 이유와 앞으로도 시장의 Top-pick일 이유를 살펴보자.

Point 2. 다이어트 고민은 릴리에게 맡기세요

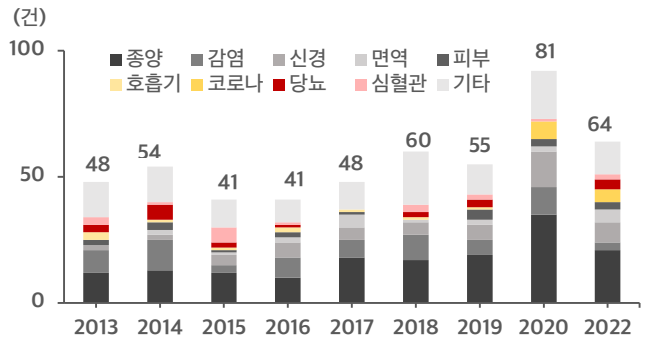
비만치료제 시장은 **황금알을 낳는 거위**로, 시대를 재편할 **블록버스터**다. 거대한 시장의 왕으로 군림할 동사의 굳건한 지위를 확인하기위해 해당 시장은 후발주자 진입이 어려운 **과점시장**이며, 동사가 **탑플레이어**임을 알아본다. 동사는 **공급**측면에서도 착실히 준비해 비만치료제 시장의 수혜를 여실히 누릴 것이다. 지구인의 다이어트 고민을 동사가 어떻게 해결하는지 알아보자.

3.8. 우연이 만들어 준 비만치료제 시장: 진입장벽 ↑

역전된 상황: 릴리와 노보의 과점

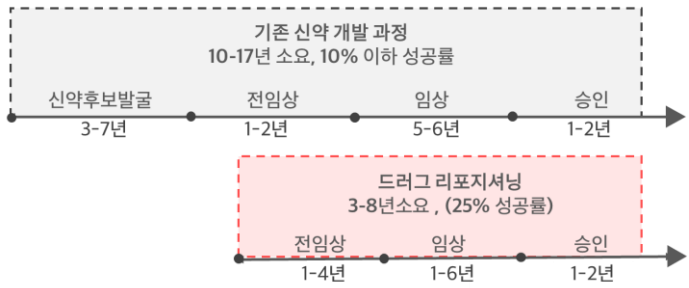
비만치료제는 당뇨치료제 개발과정에서 **'우연히'** 등장한 황금알이며, 그 '우연함'은 **'과점'**이라는 비만시장의 근본적인 생태를 구성한다. 비만치료제의 절대강자인 동사와 노보는 각 사의 당뇨치료제 **마운자로(릴리), 오젬픽(노보)**의 사용자 사이에서 탁월한 체중 감량 효과를 확인했고, 각각 **젭바운드(릴리)**, **위고비(노보)**의 이름으로 비만치료제를 시장에 선보였다. 릴리와 노보는 과거에서부터 꾸준히 당뇨라는 우물을 팠고, 비만치료제라는 새로운 시장의 '우연한' 수혜를 얻었다. 반면 [도표 3-15.]에서 보이듯 다른 빅파마는 그간 종양, 감염질환, 면역과 같은 치료 영역에 집중한 파이프라인을 구성해 비만 및 당뇨치료제에서는 아기 걸음마 수준이다.

도표 3-15. 치료영역별 신규후보물질 승인 수(13년-22년)



출처: IQVIA, SMIC 4팀

도표 3-16. 기존 신약 개발 vs 드러그 리포지셔닝



출처: SMIC 4팀

게임이 안되는 후발주자

비만치료제의 양대산맥이 주름잡는 시장에서 **후발주자**는 **시간과 비용** 측면에서 명함조차 내밀기 어려운 상황이 되었다. 동사가 빠르게 비만치료제로 확장할 수 있었던 배경에는 **드러그 리포지셔닝**을 통한 의약품 개발시간 및 비용축소에 있다. [도표 3-16.]에서 확인할 수 있듯, 드러그 리포지셔닝이란 개발완료된 기존약물이나 신약후보물질이 다른 질병에도 효과를 보이는 것을 의미한다. 제약사는 이를 통해 후보물질발굴-전임상-임상1상의 세 단계를 쉽게 진행할 수 있어 **개발기간을 5-7년** 단축할 수 있으며, **개발비용** 또한 **50-60%**로 낮다. 릴리는 당뇨에서 우연히 발견한 기회를 통해 신약개발의 리스크는 줄이고 높은 수익을 즐기지만, 후발주자는 리포지셔닝이 가능한 기존 당뇨약이나 후보물질이 없는 상황으로 시간, 비용 측면에서 뒤쳐져 있다.

후발주자의 실패

후발주자들은 자체적으로 개발 혹은 M&A를 통해 확보한 신약후보물질을 내세우며 비만치료제 경주에 참여하고 있으나, 다양한 문제상황에 직면하고 있다. **베링거(Beringer)**와 **알티뮨(Alttimune)**은 각각 23년 6월, 23년 3월 임상 2상 결과를 발표했으나 [도표 3-17.]에서 보이듯 부작용에 의한 임상중단비율이 모두 24%를 넘어서 안정성 논란이 불거졌다. 아스트라제네카 역시 목표치에 미달하는 효능, 치명적인 부작용으로 보유하던 GLP-1 작용제 임상후보 두 개를 23년 4월, 23년 6월에 폐기했다. [도표 3-17.]처럼 **암젠, 바이킹** 등의 플레이어가 진입하나 임상 진행속도나 효능이 모두 동사에 비해 뒤쳐진다.

도표 3-17. 피하주사제형 효용 비교

기업	일라이릴리	노보노디스크	벨링거/질랜드	얄티뮨	암젠	바이킹
임상후보물질	터제파타이드	세마글루타이드	서보두타이드	펨비두타이드	AMG-133	VK2735
물질기전	GLP-1/GIP	GLP-1	GLP1/GCG	GLP-1/GCG	GLP-1/GIP	GLP-1/GIP
임상명 및 *진행도	SURMOUNT-1	STEP 1	NCT04667377	Momentum(Ph2)	NCT04478708	VK2735
효능	72주, 주1회: 15.0% (5mg), 19.5% (10mg), 22.5% (15mg)	68주, 주1회: 14.9% (5mg)	48주, 주1회: 10.4% (5mg), 12.1% (10mg)	24주, 주1회: 6.3% (5mg), 8.4% (10mg), 9.7% (15mg)	12주, 월1회: 7% (5mg), 14.5% (10mg)	4주, 주1회: 5.6% (5mg), 6.0% (10mg)
임상중단비율	3.60%	3.90%		24.20%		

*임상진행도: 임상1상 / 임상2상 / 임상3상 / 승인

출처: NEMJ, FDA, SMIC 4팀

3.9. 지금: 릴리의 승부수, Zepbound

Why Eli Lilly?

후발주자는 거대한 비만치료제 시장 파이의 부스러기라도 건져보기 위해 진입하지만 동사의 적수가 되지 못하며, 거대한 파이는 선두주자들의 몫임이 자명하다. 그리고 무엇보다 동사는 지금, 그리고 앞으로도 경쟁사 노보노디스크에 비해 매력적인 투자처이다. 이를 보이기 위해 **'지금'** 시장을 선도하는 동사의 치료제의 경쟁력을 확인하고, 동사가 **'앞으로'**의 비만치료제 시장의 로드맵인 제형변경과 다중 작용제의 시대에서도 선도를 달리고 있음을 알아보도록 하자.

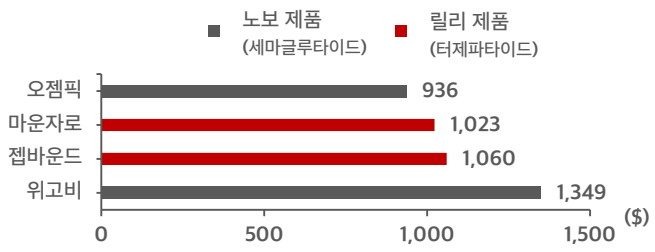
게임체인저 젭바운드 등장

릴리의 비만치료제는 **젭바운드**(Zepbound)는 규제당국의 승인을 받으며 비만치료제의 '게임체인저'의 시작을 알렸다. 23년 11월 8일 동사는 미국 FDA와 영국 MHRA로부터 **터제파타이드** 성분의 당뇨치료제 '마운자로'를 비만에도 '젭바운드'라는 상품명으로 각각 확대 승인받았다. 이는 21년 6월부터 판매가 시작된 노보의 **위고비**(성분명: 세마글루타이드)의 대항마로, **23년 말부터 미국에서 시판**될 예정이다.

Why Zepbound?
(1)이중작용제: 효능↑
(2)20%낮은 가격

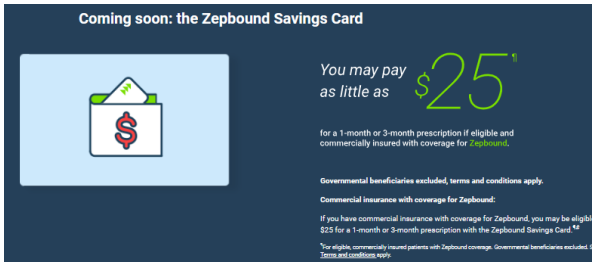
젭바운드는 **가격과 효능** 측면에서 경쟁약물인 노보의 위고비를 능가한다. [도표 3-17.]에서 보이듯 동사의 뛰어난 체중감량효과는 젭바운드가 **최초**의 **GLP-1/GIC 이중작용제**인 반면 위고비는 GLP-1 단일 수용체 작용제라는 점에 기인한다. 두개의 약물(작용제)를 하나로 합쳐 부작용은 줄이면서도 -22.5%(72주)라는 뛰어난 치료효과를 가져올 수 있기 때문이다. 가격 측면에서도 젭바운드는 위고비 대비 약 20% 정도 낮은 가격인 $1,060에 젭바운드를 공급하고 있다. 또한 접근성을 높이기 위해 민간건강보험 가입자 대상으로 1~3개월 처방에 대해 25달러의 환자부담 적용 및 비보험자 대상으로는 50% 할인 정책을 펼치며 비만치료제 시장을 선점해 나가고 있다.

도표 3-18. 비만약 가격 비교



출처: 언론종합, SMIC 4팀

도표 3-19. 젭바운드 할인 정책



출처: Eli Lilly, SMIC 4팀

훨훨 날아갈 젭바운드

현재까지 가장 앞선 비만치료제의 '**젭바운드**'의 처방량은 기록적일 것이며, 과거 비만치료제 판매 데이터는 그 기대감을 뒷받침한다. 동사 마운자로의 처방데이터로 젭바운드의 폭발적인 인기를 가늠해보자. 젭바운드 출시 이전 오프라벨 비만치료제로 활용된 **마운자로는 5개월**만에 50만건 처방마크를 달성했으며, 이는 **위고비 25개**월을 상회하는 수준이다. 뿐만 아니라 같은 성분이라도 '비만약'이라는 **정식 꼬리표**를 달았을 때 높은 판매효과를 기록하며, 이는 노보의 위고비(다이어트치료제)가 오젬픽(당뇨치료제)에 비해 약 15개월 빨리 50만건 처방데이터를 기록한 데서 확인할 수 있다. 이제 전세계인은 젭바운드에게 '다이어트 비법'을 찾아나설 것이다.

3.10. 앞으로의 시대에서도 릴리는 Winner

앞으로도 잘할 Player, 릴리

젭바운드의 출시와 함께 동사는 '지금' 시장을 선두하는 위너가 되었고, 앞으로의 비만약치료제 시장의 과제도 착실히 준비해나가고 있다. 비만치료제 시장의 남은 과제는 **다중작용제 개발**을 통한 효능 및 부작용 개선과, **제형변경**을 통한 편의성 증대에 있다. 동사는 그 두 과제에서도 승부수를 던질 준비를 하고 있다. 이제 그 두 로드맵을 나누어 살펴보자.

(1) Task 1: 단일작용제에서 다중작용제로!

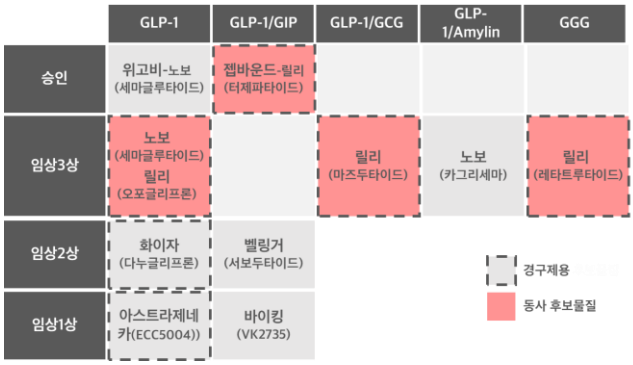
다중작용제의 꿈

비만치료제 시장은 **GLP-1**을 기반으로 **이중, 삼중작용제**의 시장을 꿈꾸고 있으며, 전술했듯 동사는 최초로 다중작용제 비만치료제 승인에 성공하며 앞서나가고 있다. 다중치료제는 더 강력한 치료효과를 가져오나 그만큼 개발 과정이 복잡하고 어렵다. 이에 [도표 3-20.]에서 보이듯 현재 승인받은 다중작용제는 동사의 터제파타이드가 유일하다. 반면 다른 플레이어는 임상1,2상에 머물러 있다. 가령, **바이킹의 GLP-1/GIP이중 작용제**는 임상1상을 진행중이며, 체중감량효과 역시 10% 미만으로 동사의 이중작용제(22.5% 감량효과)에 비해 현저히 떨어진다.

릴리의 삼중작용제 레타트루타이드

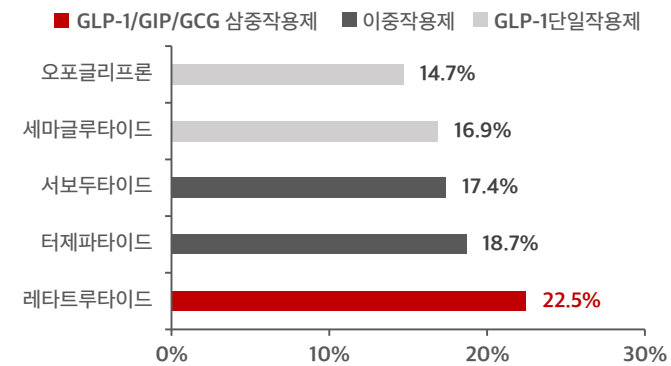
반면 동사는 비만치료제 시장의 과제에 부응, 이중 작용제를 넘어 **삼중작용제**에서도 압도적인 타임라인과 효과를 보여주고 있다. 동사의 GLP-1/GIC/GCG 삼중작용제인 **'레타트루타이드**(Retatrutide)는 임상2상에서 **24.2%**라는, 비만대사수술에 필적하는 체중감소율을 보여주었다. 성공적인 임상2상을 바탕으로 임상3상에 돌입했으며, **25년 3월에** 임상3상 결과를 발표할 예정이다. 노보는 레타르투타이드에 필적할 경쟁후보물질로 위고비의 성분인 세마글루타이드와 카글릴린타이드가 활용된 '**카그리세마(Cagrisema)**'를 내세우고 있으나 임상 2상 결과 체중감소효과는 **15.6%**로 동사에 비해 떨어지며, 임상 3상 결과가 25년 10월에 발표되어 FDA승인 신청 시기도 동사에 비해 늦다. 레타트루타이드는 마운자로, 위고비의 성공을 가져온 터제파타이드의 성공을 이어받아 26년 하반기 출시되어 젭바운드의 뒤를 이어받을 것이다.

도표 3-20. 주요 비만 후보물질 개발 현황



출처: 각 사, SMIC 4팀

도표 3-21. 단일, 이중, 삼중작용제 효능 비교



출처: Nature, SMIC 4팀

(2) Task 2: 피하주사에서 경구제로!

두번째 과제 경구제 개발

비만치료제가 갖는 의약품 및 소비재적 성격은 대중화된 거대 시장을 가져오며, 전술했듯 그 어떠한 신약보다 사용자의 **복용편의성**이 중요하다. 이에 비만치료제 시장이 제시하는 두 번째 과제는 주사제 형태의 GLP-1제재를 **경구화**하여, 주사제로 얻지 못했던 신규 수요를 불러오는 데 있다. 제약사 입장에서도 냉장보관이 필요하지 않고 제조비용이 저렴한 경구용 치료제는 매력적이다.

동사의 뛰어난 경구제 후보물질

임상에 뛰어든 경구제 후보물질은 다수 존재하나, 동사를 제외한 다른 후보물질의 경쟁력은 낮다. 임상2상 진행 중인 **화이자의 다누글리프론**은 1일 2번 복용해야 하여, 1일 1회 복용이 요구되는 동사의 후보물질에 비해 편의성이 떨어질 뿐만 아니라 임상진입 시기로도 뒤쳐져 있다. **아스트라제네카**는 23년 11월 9일 중국의 에코진의 경구제 후보물질 ECC004에 대한 독점 라이선스를 구매해왔으나, 아직 임상 1상 진행중이며 24년에서야 2상에 진입할 예정이다. 반면동사의 경구제 후보물질 **오포글리프론**은 23년 9월에 임상2상 결과가 발표되었고, 최대 14.7%의 체중 감량 효과를 보였다. 임상 3상 발표는 25년 6월에 이뤄져 26년 하반기 출시를 목표로 하고 있다.

생산과 투약이 쉬운 오포글리프론

현재 상용화된 경구제형 비만치료제는 존재하지 않으며 동사의 **오포글리프론이** 27년부터 상용화될 경구제 시장을 이끌어갈 것이다. **임상3상**에 진입해 있는 후보물질은 동사와 노보의 세마글루타이드 후보물질이 유일하며, 오포글리프론은 **'비펩타이드'** 형태로 제조되어 **생산 및 투약** 편의성에서 앞서 있다. 노보의 경구제 후보물질 및 주사제 성분은 모두 **'펩타이드'**형태로 제조가 어렵고 생산 비용이 높다. 또한 펩타이드 형태의 동사 오포글리프론은 식이제한이 없으나, 비펩타이드의 노보 후보물질은 공복복용 원칙과 30분 이후부터 다른 음식물 및 약, 음료 섭취가 가능하여 동사에 비해 투약방식이 복잡하다. 비펩타이드 후보물질 오포글리프론은 다른 후보물질에 뛰어난 투약 편의성, 임상 타임라인, 용이한 생산공정을 통해 경구제 시장을 주도해나갈 것이다.

도표 3-22. **경구제형 임상후보물질 비교**

기업	일라이릴리	노보노디스크	화이자	아스트라제네카
임상후보물질	올포글리프론	새마글루타이드	다누글리프론	ECC004
물질기전	GLP-1	GLP-1	GLP-1/GIP	GLP-1
임상 진행도	25.06 3상 결과 발표	FDA 승인 신청	2상 환자모집 완료	1상 진행 중
투약방식	1일 1회	1일 1회	1일 2회	1일 1회
효능	14.7% (36주)	15.1% (68주)	5.4% (16주)	N/A

*임상진행도 임상1상 임상2상 임상3상 승인

출처: Evaluating Pharma,NEMJ, SMIC 4팀

3.11. 초과수요에도 재빠르게 대응하는 공급

공급도 문제없음

비만치료제 시장은 급부상하여 모든 이의 다이어트 고민을 해결, 그리고 그 중심에는 **넘쳐나는 수요**를 감당하기 위해 동서분주하는 동사가 있다. 폭발적인 수요의 증가 속, 비만치료제 양대산맥은 공급물량을 감당하기 위해 **대규모 설비투자와 증설**을 진행하고 있다. 단기적인 수요 -공급의 불균형은 시기별로 존재하겠으나, 동사는 시장의 요구에 빠르게 대응하여 생산시설을 확대해왔고, 앞으로의 시장에서도 비만치료제 황금기의 수혜를 온전히 받을 것이다.

치솟는 수요, 복잡한 공정

폭발적으로 치솟는 **비만약 수요와 복잡한 제조공정**은 22년 말 비만 및 당뇨치료제의 **공급부족**을 야기했다. 특히 릴리의 마운자로는 22년 6월 당뇨치료제로 출시가 되자마자 폭발적인 오프라벨 비만치료제 수요로 출시 6개월만에 FDA 공급부족 의약품에 등록되었다. 또한 시장에서 활용되는 비만치료제 성분 (터제파타이드(릴리), 세마글루타이드(노보))은 모두 아미노산이 복잡하게 연결된 펩타이드 형태로 제조과정이 복잡하며, GLP-1 유사체 1kg 생산에 **최대 16,000kg**의 화학물질이 투입되어 만은 시간과 비용이 필요하다. 비만치료제 시장은 이처럼 폭발적인 수요와 복잡한 공정의 어려움 속에서도 공급과제를 해결해야만 한다.

공급 부족 해결

동사는 **발빠른 공급 확대** 능력을 바탕으로 22년 말에 시작되었던 미국 내 공급 이슈를 빠르게 해소했다. 마운자로 생산에 기여하는 미국의 RTP공장의 상업생산 가동이 시작되며 마운자로 공급이 정상화되었고, 23년 10월에는 **약 10개월**만에 FDA의 공급부족 약물 리스트에서 해제되었다. 실제로 동사의 Capex는 22년 19억달러, 3Q23 누적 기준 24억달러이며 22년에서 23년 사이 동사의 생산캐파는 **약 2배가량 확장**된 것으로 추정된다. 공급물량이 늘어나 22년 말 공급부족으로 감소한 처방 수 증가율이 런칭 초기 수준의 모멘텀을 찾을 것으로 기대된다.

앞으로도 공격적으로 증설

젭바운드 출시로 촉발될 추가 수요에 대응하기 위해 동사는 현재까지도 증설을 위한 공격적인 투자를 단행하고 있다. 특히 11월 16일에는 **독일** 서부 지역 내 생산시설 착공을 위한 21억 7,000만달러의 Capex 투자 계획을 알렸다. 이는 [도표 3-23.]에서 보이듯 공격적인 기존 증설 계획에 더해져 동사의 공급여력을 확대할 것이다. 특히 **미국 RTP공장**은 올해 상업화 이후 27년에 모든 라인의 완전 가동을 앞두고 있으며, **콘코드 생산시설** 역시 RTP 공장만큼의 규모로 25년 완전 가동을 앞두고 있다.

도표 3-23. 동사 Capa 계획

주요 생산시설	생산 스케줄	최근 캐파 증설 계획		
		날짜	구분	투자규모
RTP, 노스캐롤라이나	현재 가동중 증설라인은 27년 가동	23.01.24	인크레틴 주사제	$450M $4B
콘코드, 노스캐롤라이나	25년 완전 가동	22.01.28	인크레틴 주사제	$1B 이상
인디애나	4월 말 착공	23.04.17 22.05.25	API, 유전자 치료제	$3.7B $2.1B
니머릭, 아일랜드	6월 착공	22.01.28	바이오 API	$435M

출처: 언론종합, SMIC 4팀

도표 3-24. 노보노디스크 Capa 계획

주요 생산시설	생산 스케줄	최근 캐파 증설 계획		
		날짜	구분	투자규모
Bahsvared, 덴마크	24년 완공	22.11.22	파이프라인 개발	$744M
Kalundborg, 덴마크	25-29년 점진적 증설	23.11.10 22.05.25 21.12.13	경구,주사제 패키징	$6B $145M $2.58B
Mal, 덴마크		21.02.28	리벨리서스 생산	$80M
더럼, 노스캐롤라이나	22년 가동	19.08.06	리벨리서스 생산	M&A
클레이튼, 노스캐롤라이나	21년 가동	18.02.08 15.08.26	API, IFP	$65M $1.8B

출처: 언론종합, SMIC 4팀

보완이 필요하다면 외주도 가능

꾸준히 성장하는 비만치료제 수요 속에서 동사는 굳건한 공급여력을 확보해나갈 것이다. 공격적인 자체 생산공장 증설 이외에도, 추가적인 공급여력이 필요한 경우 **외부 CMO**와도 손을 잡아 생산하는 전략을 계획하고 있다. 경쟁사 노보 또한 4곳의 생산시설 중 3곳이 위탁생산시설이며, GLP-1 작용제가 전세계적인 관심을 받음에 따라 위타생산시설의 경쟁력이 제고되어 비만치료제 제조사의 공급여력을 보탤 것이다. 자체생산시설의 확보와 위탁생산의 활용을 통해 동사는 대중화된 비만치료제 수요와 향후 급여 포함에 따른 Q증가를 감당할 수 있을 것이다. 27년에 개화할 경구제 시장에서도 전술했듯 동사는 다른 경쟁사 대비 제조공정이 간단하고 비용이 낮은 비펩타이드 작용제를 생산해내 공급 경쟁력을 갖출 것이다.

매출추정

상기 투자포인트를 종합하여 도출한 매출 추정 테이블은 다음과 같다. 글로벌 제약회사인 동사의 성격에 맞게 **약제별로 매출을 구분**하였으며, 동사의 가장 큰 성장동력이 **될 비만치료제의 매출을 중심으로 추정**하였다.

최종 매출 테이블 - Base Case

(단위: $mn)	2022	3Q누적	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
전체 매출	**28,541**	**24,771**	**34,363**	**48,009**	**66,866**	**89,320**	**104,945**	**118,679**	**128,750**	**137,569**	**147,710**	**157,506**
YoY (%)	*0.8%*		*20.4%*	*39.7%*	*39.3%*	*33.6%*	*17.5%*	*13.1%*	*8.5%*	*6.8%*	*7.4%*	*6.6%*
비만치료제 매출	-	-	-	13,595	30,098	49,965	65,345	83,411	97,911	106,169	115,919	125,036
YoY (%)	-	-	-		*121%*	*66%*	*31%*	*28%*	*17%*	*8%*	*9%*	*8%*
% of Sales	-	-	-	*28%*	*45%*	*56%*	*62%*	*70%*	*76%*	*77%*	*78%*	*79%*
터제파타이드(ZepBound)	-	-	-	13,595	30,098	49,965	62,754	73,383	80,060	85,170	91,264	96,648
올포글리프론(경구)	-	-	-	-	-	-	*1,990*	*4,870*	*9,584*	*10,196*	*10,925*	*11,570*
레타트루타이드(3중작용제)(종분)	-	-	-	-	-	-	*601*	*5,158*	*8,267*	*10,804*	*13,729*	*16,819*
당뇨치료제 매출	14,465	13,922	19,898	19,269	20,849	22,559	24,409	26,410	28,576	30,919	33,455	36,198
YoY (%)	*9.7%*		37.6%	-3.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
터제파타이드(마운자로)	483	2,958	4,769	2,900	3,138	3,395	3,673	3,975	4,300	4,653	5,035	5,447
기타 당뇨 치료제	13,982	10,964	15,129	16,370	17,712	19,164	20,736	22,436	24,276	26,266	28,420	30,751
항암제 매출	5,666	4,774	6,365	6,926	7,535	8,198	8,920	9,705	10,559	11,488	12,499	13,598
YoY (%)	*-1.3%*		*12.3%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*
면역계 매출	3,345	2,693	3,591	3,930	4,301	4,707	5,151	5,638	6,170	6,752	7,390	8,087
YoY (%)	*-0.5%*		*7.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*
신경계 매출	1,546	2,516	3,354	3,134	2,928	2,736	2,557	2,389	2,232	2,085	1,948	1,821
YoY (%)	*-18.6%*		*117.0%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*
기타 매출	3,520	866	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155
YoY (%)	*-14.8%*		*-67.2%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*

4.1. 비만치료제 매출 추정

비만치료제 매출은 **24년 젭바운드 출시**를 가정하여 비만치료제 시장규모를 구한 뒤 **M/S와 경구용 치료제, 3중작용제 출시 효과**를 반영하여 추정하였다.

(1) 비만치료제 시장 규모 추정

본 보고서는 비만치료제 시장규모를 **30년 1420억** 달러, **32년 1611억** 달러로 추정한다. 이는 지난 10월 발표된 시장예측기관 A의 예측치인 30년 기준 1000억 달러, 11월 발표된 시장예측기관 B의 예측치인 32년 기준 944억 달러를 상회하는 규모이다. 그러나 본 보고서의 추정은 32년 기준 미국비만인구 침투율을 10.4%로 가정한 수치로 보수적인 추정이라 봄이 합당하다.

비만치료제 시장규모 추정 테이블 - Base case

(단위: 백만명, $mn, %)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	CAGR	증가배수
전체시장규모	**8,546**	**33,987**	**60,196**	**83,275**	**104,589**	**122,304**	**133,433**	**141,950**	**152,107**	**161,079**	**38.58%**	***(x18.8)***
미국시장규모	7,692	21,429	35,423	47,777	59,146	68,697	74,736	79,433	85,013	90,046	31.44%	*(x11.7)*
미국 비만치료제 수요(인 기준)	0.98	2.64	4.37	6.20	8.08	10.09	12.19	14.40	16.65	19.05	39.05%	*(x19.4)*
비만인구 비만치료제 수요	0.78	2.09	3.45	4.90	6.39	7.98	9.65	11.39	13.17	15.07		
미국 비만인구	113	116	119	122	124	128	131	135	137	141		
침투율	0.7%	1.8%	2.9%	4.0%	5.1%	6.2%	7.4%	8.5%	9.6%	10.7%		
과체중인구 비만치료제 수요	0.20	0.55	0.91	1.29	1.68	2.10	2.54	3.00	3.47	3.97	39.05%	*(x19.4)*
미국 과체중인구	86	89	91	93	95	98	100	103	105	108		
침투율	0.2%	0.6%	1.0%	1.4%	1.8%	2.2%	2.5%	2.9%	3.3%	3.7%		
연 ASP ($)	7,846	8,115	8,115	7,709	7,324	6,811	6,129	5,517	5,107	4,728		
재구매율	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%		
유럽시장규모	294	4,303	8,458	12,075	15,401	18,167	19,817	21,026	22,479	23,785	62.93%	*(x80.9)*
연 ASP ($)	2,926	2,452	2,452	2,329	2,212	2,058	1,852	1,667	1,543	1,428		
재구매율	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%		
동북아시장규모	561	8,255	16,315	23,423	30,042	35,440	38,879	41,491	44,614	47,248	63.67%	*(x84.2)*
연 ASP ($)	2,926	2,452	2,452	2,329	2,212	2,058	1,852	1,667	1,543	1,428		
재구매율	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%		

본서와 타 기관의 시장 규모 추정치의 차이의 원인은 비만치료제 시장 해석의 차이에 기인한다. 투자포인트에서 일관적으로 지적했듯, 비만치료제는 기존의 의약품과 달리 비만이라는 질병 자체를 넘어 체중 감소를 통한 아름다움의 획득이라는 목적을 위해 쓰이는 미용 소비재로서 작동할 예정이다. 이는 **비만치료제 시장에 비(非)비만인 역시 잠재적인 적용 대상으로 적극 반영**해야 함을 의미한다. 특히 과체중율이 높은 유럽과 동북아지역 특성 상 이러한 미용 목적 수요는 질병 치료 목적만큼이나 비만치료제 수요를 견인하는 중요한 요인으로 작동할 것으로 예상된다.

비만치료제 시장규모는 실질적인 수요가 예상되는 **미국, 유럽, 동북아지역의 시장 규모를 추정**하였다. 동사의 현재 전체 매출 역시 미국, 유럽, 동북아에서 92%가 발생하고 있기에, 시장을 위 세 지역으로 한정하는 것이 보수적인 추정이라 가정하였다.

각 지역의 **비만인구와 과체중인구를 예측**하고, **침투율**을 반영하여 구매자 수 기준의 비만치료제 수요(인 기준)를 추정한 뒤, **연ASP**를 곱하여 금액 기준의 시장규모를 추정하였다. 상기한 도표는 추정 테이블을 요약적 제시한 것이며, 자세한 내용은 [Appx. 2]에 첨부하였다.

*비만인구 * 침투율 * 연 ASP + 과체중인구 * 침투율 * 연ASP*

① 비만치료제 ASP(약가) 추정

미국 기준 비만치료제 연 ASP는 **23년 7,846달러, 32년 4,728달러**로 추정한다. ASP(약가)는 23년까지는 마운자로, 24년부터는 젭바운드를 바탕으로 추정하였다. 시간 흐름에 따른 약가의 할인 효과는 시장조사기관이 종합한 동계열 약물들의 수치를 반영하였다. 비미국 비만치료제의 ASP는 비미국 국가의 마운자로와 위고비 가격을 바탕으로 미국 약가와의 차이를 반영하여 추정하였다. [Appx. 3] 최종적으로, 연 기준 ASP는 4주 기준 ASP에 13을 곱한 후, 설문조사를 바탕으로 추정한 재구매율(59%)을 반영하여 추정하였다.

*연 ASP = 4주 기준 ASP * 할인율(%) * 13 * 재구매율(59%)*

비만 치료제 ASP 추정 테이블

(단위: $)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
미국 비만치료제 연 ASP	**7,846**	**7,846**	**8,115**	**8,115**	**7,709**	**7,324**	**6,811**	**6,129**	**5,517**	**5,107**	**4,728**
미국 비만치료제 ASP (4주 기준)	1,023	1,023	1,058	1,058	1,005	955	888	799	719	666	616
현재 기준가	1,023	1,023	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058
할인율	0%	0%	0%	0%	5%	10%	16%	24%	32%	37%	42%
비미국 비만치료제 연 ASP	**2,926**	**2,926**	**2,452**	**2,452**	**2,329**	**2,212**	**2,058**	**1,852**	**1,667**	**1,543**	**1,428**
비미국 비만치료제 ASP (4주 기준)	382	382	320	320	304	288	268	241	217	201	186

.

재구매율의 추정 논리는 다음과 같다. 헬스케어 기업 Ro의 설문조사에 따라 목표 몸무게 도달 후 계속 약 복용 의지가 있는 비율을 59%라 설정하였다. 이는 1년 중 59%의 사람은 52주동안 약을 구매함을 의미한다. 나머지 41%의 사람들의 약 구매 기간은 0주로 가정하였다. 이는 보수적 추정을 위함이다. 이를 바탕으로 가중평균한 재구매율은 **(59%*52+41%*0)/52 = 59%**이다.

본서가 추정한 재구매율은 **보수적인 재구매율**이다. **위고비** 실험 참가자의 평균 투약기간은 33주로, 이는 **재구매율 63%**에 해당한다. 물론 해당 수치는 실험환경에서 통제된 수치임을 고려할 때 실제보다 높은 수치일 수 있다. 그러나 젭바운드는 위고비보다 부작용이 적고 효능은 50%나 우수하다는 점을 고려할 때, 젭바운드 출시 후 재구매율 증가 효과를 고려하면, 본서가 추정한 수치는 무리가 없는 수치라 볼 수 있다.

② 침투율 추정

침투율은 **전체 비만/과체중 인구 중 몇 명이 비만치료제를 구매하는 지**를 의미하며, **비만인구와 과체중인구의 침투율을 각각 추정**하였다. 비만이 질병으로 분류되는 비만인구의 경우 체중감량의 목적이 치료와 미용이 혼재하는 반면, 과체중인구의 경우 미용 목적 수요에 가깝기 때문이다.

32년 미국 시장 기준 **비만인구의 침투율**은 **10.7%**, **과체중인구의 침투율**은 **3.7%**이다. 추정논리는 아래와 같다.

Ro의 설문 자료와 적절한 할인율을 기반으로 도출한 비만인구의 치료제 **침투율 22%**를 고소득 비만인구의 침투율이라 가정하고, 이를 **고소득층인 5분위의 비만인구 침투율이라 가정**하였다. 그 후 해당값에 소득분위별 **건강 및 의료/서비스 지출액의 가중치를 곱하여 소득분위별 비만인구 침투율을 구하였다.** 이는 비만인구의 비만치료제 소비 목적에는 치료 및 미용 소비가 혼재하는 바, 이를 나타내는 지출이 건강 지출, 의류/서비스 지출이라 가정하였다. 그 후 각 소득분위별 비만인구 침투율을 평균하여 10.7%를 도출하였다.

미국 과체중인구 침투율 추정 논리는 다음과 같다. 체중감소를 원하는 인구 비율(52%)에서 비만율(41%)을 차감한 값(11%)을 과체중인구 비율(32%)로 나눈 후, 이를 5분위 비만인구 침투율에 곱하여 5분위 과체중인구 침투율을 구하였다. 이는 과체중인구 중 체중감량을 원하는 인구를 최대한 좁혀 나가기 위함이다. 과체중 인구의 비만치료제 구매는 주로 미용 목적에 해당할 것이라 가정, 소득분위별 **의류/서비스 지출에 연동**하여 침투율을 추정하였으며, 1분위의 경우 현실적인 소득수준을 고려하여 0%의 침투율을 보수적으로 가정하였다. 최종적으로 미국 과체중인구 침투율은 각 결과값들의 평균치인 3.7% 추정하였다.

5분위 과체중인구 침투율 추정 Table	
성인 중 체중 감소 노력 인구 비중	53%
22년 비만율	42%
비(非)비만 체중 감소 노력 비율	11%
22년 과체중율	32%
과체중 중 체중 감소 노력 비율	34.38%
5분위 비만인구 침투율	22.00%
5분위 과체중인구 침투율	7.6%

과체중인구의 침투율 검증을 위해 **미국 보톡스 시장의 침투율**[Appx. 4]과 비교하였다. 22년 기준 보톡스 침투율은 0.6%로, 이는 본 보고서 추정한 24년 미국 과체중인구 침투율과 비슷한 수치이다. 그러나 보톡스 침투율은 전체 인구를 대상으로 도출된 점, 17년 앨러간 사업보고서는 실제 보톡스 침투율은 10%이른다고 추정한 점으로 미루어 볼 때, 본 보고서가 추정한 32년 기준 침투율 3.7%는 무리가 없는 추정이라 할 수 있다.

소득분위와 비만치료제 침투율					
비만인구 비만치료제 침투율	10.7%				
과체중인구 비만치료제 침투율	3.7%				
	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위
비만인구 침투율	1.5%	4.4%	9.7%	15.8%	22.0%
헬스케어 및 의류/서비스 가중치	34.1	45.3	61.4	72.0	100.0
과체중인구 침투율	0.0%	2.6%	3.6%	4.7%	7.6%
의류/서비스 가중치	25.0	33.9	47.4	62.8	100
미국인 총 소비지출액 ($)	32,612	47,657	61,950	81,957	140,654
Healthcare 지출액	3,359	4,432	5,947	6,720	8,861
Apparel and services 지출액	913	1,239	1,735	2,295	3,657

유럽과 동북아시아의 침투율은 보수적 추정을 위해 미국의 침투율에 **2년 Lagging**을 주어 추정하였다. 즉, 미국의 30년 침투율이 유럽과 동북아시아에서는 32년에 달성한다고 추정하였다.

이렇게 구한 침투율은 특정 시점 도달 시 궁극적으로 유지되는 **자연침투율**이라 가정하였으며 **이는 32년에 도달**한다고 추정하였다. 그 이유는 위고비의 미국 내 특허가 32년에 종료됨에 따라, 해당 기간까지 동사와 노보 간의 광고 및 기술 경쟁이 치열할 것이고, 이는 소비자의 침투율을 높이는 동력으로 작용할 것이라 보았기 때문이다. 게다가 현재 비만치료제의 폭발적인 수요를 고려했을 때, 9년 후에서야 자연침투율에 도달하는 것은 큰 무리가 없는 추정일 것이다.

(2) 비만치료제 M/S 추정

블록버스터 약물인 면역항암제 시장에서 Merck(키트루다)와 자가면역치료제 시장에서의 EBBVIE의 휴미라의 점유율을 참고해, 동사의 22년 4Q 점유율 30%에서 지배적인 위치의 약물의 점유율인 60%에 수렴한다고 추정했다. 구체적인 두 약물의 점유율 추이는 [Appx. 5]에 첨부하였다.

비만치료제 매출 추정 - Base Case

(단위: 백만명, mil$, %)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
비만치료제 매출액	2,089	13,595	30,098	49,965	62,754	73,383	80,060	85,170	91,264	96,648
전체 시장규모 (US+EU+AS)	8,546	33,987	60,196	83,275	104,589	122,304	133,433	141,950	152,107	161,079
M/S	**30.0%**	**40.0%**	**50.0%**	**60.0%**	**60.0%**	**60.0%**	**60.0%**	**60.0%**	**60.0%**	**60.0%**

4.2. 경구용 비만치료제 매출추정

동사의 경구용 비만치료제 올포글리프론은 현재 임상3상 단계로 보수적으로 **27년**부터 판매된다고 추정하였다. 경구용 약물의 등장은 비만치료제 시장에 **새로운 수요**를 불러일으킬 것이며, **당뇨치료제 시장**을 벤치마크해서 매출을 추정하였다.

올포글리프론(경구용) 매출 추정

(단위: $mn)	2020	2021	2022
경구/주사제 비율(%)	**3.2%**	**6.6%**	**12.0%**
리벨서스 Q(명)	25,013	64,610	150,895
리벨서스 매출	281	726	1,695
리벨서스 P($)	11,232	11,232	11,232
주사제 Q(명)	788,650	973,479	1,260,480
i. 오젬픽 Q(명)	283,267	450,120	797,943
오젬픽 매출	3,182	5,056	8,963
오젬픽 P($)	11,232	11,232	11,232
ii. 빅토자 Q(명)	175,753	141,131	123,938
빅토자 매출	2,812	2,258	1,983
빅토자 P($)	16,000	16,000	16,000
iii. 트룰리시티 Q(명)	453,702	579,380	666,010
트룰리시티 매출	5,068	6,472	7,440
트룰리시티 P($)	11,171	11,171	11,171
iv. 마운자로 Q(명)			39,304
마운자로 매출			483
마운자로 P($)			12,276

경구용 당뇨치료제인 **리벨서스**가 20년에 출시된 후 추가된 신규 수요가 주사제 당뇨치료제 수요 대비해서 차지하는 비율을 계산하였고, 이를 27년 비만치료제 시장에 벤치마크로 적용하였다. 30~32년의 비율은 계산 가능한 마지막 년도 비율인 12%로 flat 적용하였다.

4.3. 삼중작용제 출시에 따른 27년 이후 SC제형내 이중작용제 Cannibalization 추정

삼중이 상용화되는 27년부터 이중작용제와의 Cannibalization발생할 것이라 가정하여 보수적인 추정 노력을 더하였다. Cannibalization의 속도를 알아보기 위해, 동사 당뇨/비만 매출액 내 마운자로의 매출액 비중 증가율을 활용하여, 출시 시점 이후 시점별 대체효과 추이를 구해 최종 매출추정에 반영하였다.

차세대 제품 출시 시 Cannibalization 속도							
(단위: 백만 달러)	t=0	t=1	t=2	t=3	t=4	t=5	t=6
% of 신제품 sales	*0.0%*	*3.3%*	*24.5%*	*36.0%*	*44.2%*	*52.4%*	*60.6%*
전체 당뇨	13,188	14,465	19,157	22,113	25,405		
마운자로	0	482.6	4691.3	7955	11227		

한달 투약 기준 정가	
증가율	***28.7%***
위고비	1,350
삭센다	962.5

4.4. 기타 매출 추정

당뇨 치료제 매출은 시장 예측치 CAGR 8.2%을 곱하여 추정하였다. 항암제와 면역계 매출 역시 시장 예측치인 CAGR 8.8%와 9.44%를 각각 반영하였으며, 신경계 매출은 특허 만료 후 감소 추세임을 고려하여 17-22년의 성장률을 적용하였다. 그 외 매출은 23년에 들어서 감소한 바, 3분기까지의 누적 매출액에 4/3을 곱하여 flat 처리 하였다.

4.5. 비만치료제 시장 성장의 의 추가 motivation

약가 할인과 보험 적용은 **비만치료제 재구매율과 침투율의 추가적인 성장 동인**이 될 것임이 분명하다. 이에 약가 할인율에 따라 위에서 재구매율 추정시 구매기간을 0주로 가정한 인구(41%)가 동일하게 감소함을 가정하고, 보험적용에 따른 [도표 3-10.]의 추이를 침투율 증가에 반영하여 시장 규모를 추정하였다. 다만 Bull case 추정치는 동사 전방의 미래를 최대한 추정해보고자 시도한 것으로 투자 판단에 상당한 유의를 기울여야 할 것이다. 이에 따른 시장규모 추정 테이블과 매출추정 테이블을 Appx에 수록하였다.

(Case1 - Base) 32년 미국 시장 침투율 (비만 10.7%, 과체중 3.7%) & 재구매율 59%
32년 비만치료제 시장규모: $161,079mn, 32년 동사 예상매출액: $157,606mn

(Case2 - Bull 1) Base Case + 약가 할인에 따른 재구매율 상승 Case
32년 비만치료제 시장규모: $207,803mn, 32년 동사 예상매출액: $185,540mn

(Case3 - Bull 2) Bull 1 + 보험 적용에 따른 미국 시장 비만인 침투율 상승 Case
32년 비만치료제 시장규모: $609,376mn, 32년 동사 예상매출액: $426,484mn

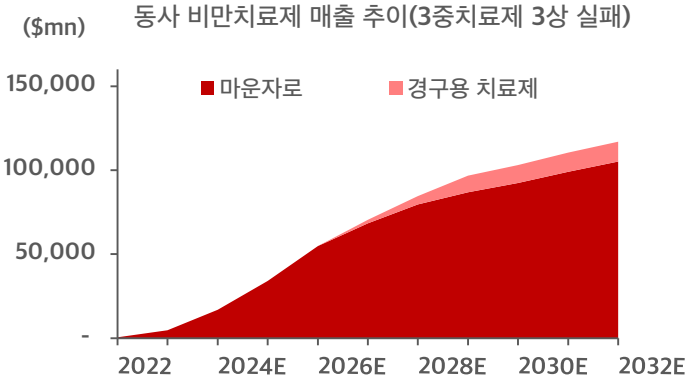
시장규모 및 추정 매출액 - By Case											
(단위: $mn)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	CAGR
Base - 비만치료제 시장규모	8,546	33,987	60,196	83,275	104,589	122,304	133,433	141,950	152,107	161,079	38.58%
Base - 동사 매출액	34,363	48,009	66,866	89,320	104,945	118,679	128,750	137,569	147,710	157,506	18.43%
Bull1 -비만치료제 시장규모	8,546	33,987	60,196	86,168	111,676	135,960	156,119	173,532	191,286	207,803	42.56%
Bull1 - 동사 매출액	34,363	48,009	66,866	91,056	109,197	126,872	142,362	156,518	171,218	185,540	20.61%
Bull2 - 비만치료제 시장규모	8,546	33,987	60,196	86,168	177,495	294,271	523,187	617,538	613,574	609,376	60.66%
Bull2 - 동사 매출액	34,363	48,009	66,866	91,056	148,688	221,858	362,603	422,922	424,591	426,484	32.29%

Valuation Summary(Key Insight)

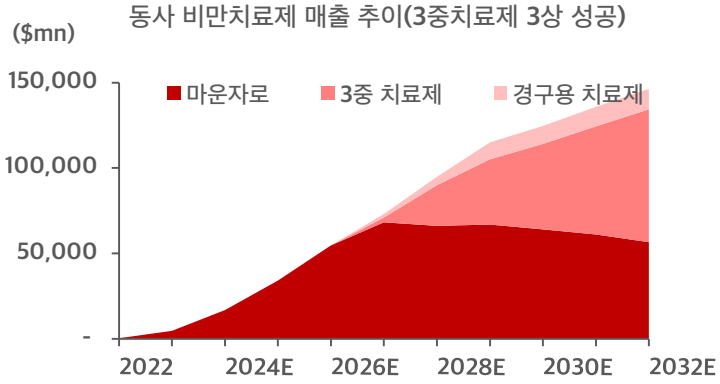
본 보고서는 동사 비만치료제 실적이 그간 소위 '블록버스터 신약'이 견인했던 **여타 빅파마를 뛰어넘을 가능성이 상당함**을 보이고, 이를 통해 **압도적인 탑라인 성장을 보일 것**임을 논증했다. 동사의 알파이자 오메가는 비만치료제다. 따라서 동사 **기업가치를 제대로 평가하기 위해서는 비만치료제의 가치를 엄밀하게 평가**해야 한다.

동사 비만치료제 파이프라인은 총 3종류이며, **각각이 처한 상황이 모두 다르다.** 이미 판매중인 마운자로(젭바운드)를 제외하고 경구용 치료제와 다음 세대 비만치료제인 3중 작용제는 임상 3상이 아직 끝나지 않았기 때문이다. 이에 **임상 통과 확률과, 3중 작용제의 카니발리제이션(Cannibalization)을 모두 고려**할 수 있는 제약산업의 기술가치평가 방법론인 rNPV(risk-adjusted Net Present Value) 방법론을 통해 비만치료제의 가치를 평가한다.

동사 비만치료제 매출 추이(3중치료제 3상 실패)

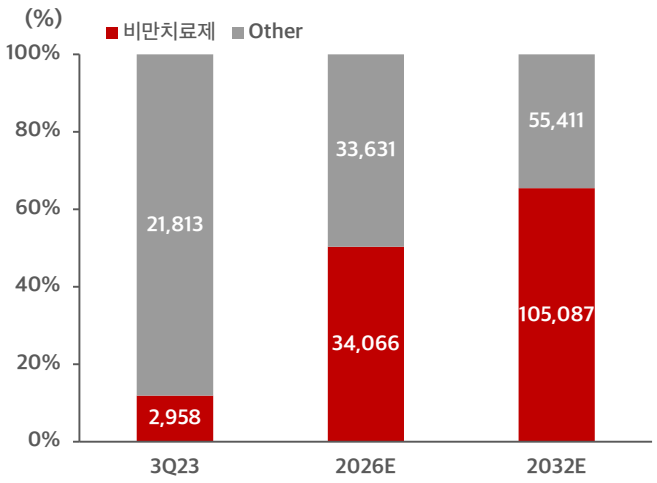


동사 비만치료제 매출 추이(3중치료제 3상 성공)

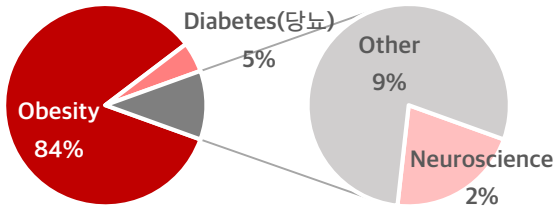


비만치료제 이외 현재 매출 비중 **88%**에 달하는 기존 파이프라인의 경우, **글로벌 빅파마를 Peer로 하여 EV/EBIDTA Method**를 통해 가치를 도출한 후 **비만치료제와 더하는 방식으로 기업가치를 산출한다. 해당 방법론을 통한 파이프라인별 기업가치**는 아래와 같다.

동사 매출 비중 추이



동사 기업가치(EV) 적응증별 비중



비만치료제 rNPV

Name	Net Value	RISK(%)	rNPV	비고
마운자로	363,639	100%	363,639	32년 Peak
GGG	209,070	57.8%	120,843	Cannibalization
경구용	187,351	57.8%	108,289	

Valuation - Indications

Indications	EV	%
Total Medicine	707,435	100%
Obesity(비만)	**592,770**	**84%**
Excluding Obesity	**123,994**	**18%**
Diabetes(당뇨)	35,000	5%
Oncology(항암제)	29,000	4%
Immunology(자가면역)	13,000	2%
Neuroscience(신경계, 치매)	17,000	2%
Other	29,994	4%

Valuation - SOTP(rNPV) Method

6.1. 동사 IS 및 EBIT 마진 추정

치료제의 가치를 추정하기 전에, 동사의 IS를 통해 **Target EBIT Margin**을 **우선 추정**하자. 금액적 중요성을 보이는 매출원가(원재료비), 연구개발비, 마케팅 및 판관비, M&A비용을 중심으로 **엄밀하게 추정**하였다. 매출원가의 경우 사측 장기 GPM(%) 가이드라인이 78%~80%인 만큼, 보수적으로 5개년 평균 GPM(77.6%)를 적용하였다. 연구개발비는 매출 대비 5년 평균 비율을 적용하였고, 마케팅 및 판관비는 감소 추세를 반영해 매출 대비 3개년 평균 비율을 적용하였다.

M&A비용의 경우 23년 3분기 일시적으로 약 29억달러의 인수를 진행했다. 추후 **추정에서는 이를 5개년 Smoothing** 하여 추정했으며, 자산 손상 등 기타 비용 역시 **5개년 Smoothing**하여 추정했다.

IS

(단위: $ Mils)	2020	2021	2022	~3Q23	4Q23	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	**24,540**	**28,318**	**28,541**	**24,771**	**9,593**	**34,363**	**48,009**	**66,866**	**89,320**	**104,945**	**118,679**
YoY(%)	*9.9%*	*15.4%*	*0.8%*	*0.0%*	*20.4%*	*20.4%*	*39.7%*	*39.3%*	*33.6%*	*17.5%*	*13.1%*
Cost of sales	5,483	7,313	6,630	5,294	2,396	7,690	10,744	14,964	19,989	23,485	26,559
Gross margin	19,057	21,006	21,912	19,477	7,197	26,673	37,265	51,903	69,331	81,459	92,120
GPM(%)	*77.7%*	*74.2%*	*76.8%*	*78.4%*	*75.0%*	*77.6%*	*77.6%*	*77.6%*	*77.6%*	*77.6%*	*77.6%*
SG&A	12,999	14,649	14,784	15,406	4,442	19,849	23,918	32,785	43,343	50,690	57,148
Research and development	6,086	7,026	7,191	6,751	1,652	8,403	11,740	16,351	21,842	25,663	29,021
% of Sales	*24.8%*	*24.8%*	*25.2%*	*82.2%*	*17.2%*	*24.5%*	*24.5%*	*24.5%*	*24.5%*	*24.5%*	*24.5%*
Marketing, selling and	6,121	6,432	6,440	5,479	2,277	7,755	10,835	15,091	20,158	23,685	26,784
% of Sales	*24.9%*	*22.7%*	*22.6%*	*22.4%*	*23.7%*	*22.6%*	*22.6%*	*22.6%*	*22.6%*	*22.6%*	*22.6%*
Acquired in-process R&D	660	875	909	3,177	-	3,177	830	830	830	830	830
% of Sales	*2.7%*	*3.1%*	*3.2%*	*34.0%*	*0.0%*	*9.2%*	*1.7%*	*1.2%*	*0.9%*	*0.8%*	*0.7%*
Asset impairment, and	131	316	245	-	513	513	513	513	513	513	513
% of Sales	*0.5%*	*1.1%*	*0.9%*	*0.0%*	*1.5%*	*1.5%*	*1.1%*	*0.8%*	*0.6%*	*0.5%*	*0.4%*
Operating income	**6,058**	**6,357**	**7,127**	**4,070**	**2,754**	**6,825**	**13,347**	**19,117**	**25,988**	**30,769**	**34,971**
OPM(%)	*24.7%*	*22.4%*	*25.0%*	*17.3%*	*28.7%*	*19.9%*	*27.8%*	*28.6%*	*29.1%*	*29.3%*	*29.5%*
Interest, net	(327)	(314)	(269)	(219)	1	(217)	(217)	(217)	(217)	(217)	(217)
Other income	1,499	113	(52)	194	65	259	259	259	259	259	259
Income before income taxes	7,230	6,156	6,806	4,046	2,821	6,867	13,389	19,159	26,030	30,811	35,013
Income tax expense	1,036	574	562	474	330	805	1,569	2,245	3,050	3,610	4,102
Net income (loss)	**6,194**	**5,582**	**6,245**	**3,572**	**2,490**	**6,062**	**11,820**	**16,915**	**22,980**	**27,201**	**30,911**
NPM(%)	*25.2%*	*19.7%*	*21.9%*	*13.3%*	*26.0%*	*17.6%*	*24.6%*	*25.3%*	*25.7%*	*25.9%*	*26.0%*

이렇게 산출한 동사의 최종 IS는 위와 같다. 영업외비용은 금액적 중요성을 고려해 Flat처리하였고, 법인세비용의 경우 5개년 평균인 **11.7%를 유효법인세율**로 추정하였다.([Appx. 6]) 도출한 IS를 바탕으로 **Target EBIT Margin**의 경우 매출 성장세가 가시회된 시기인 27년 이후의 **29.4%**를 일괄적으로 적용한다. 이렇게 산출한 동사의 EBIT Margin을 바탕으로, 동사의 비만 파이프라인 및 나머지 파이프라인의 가치를 추산한다.

6.2. 비만치료제 파이프라인 가치 추정 - rNPV(risk-adjusted Net Present Value)

rNPV Method를 활용해 동사의 비만치료제 파이프라인의 가치를 계산해보자. rNPV Method는 임상의 성공 확률 및 부대비용을 고려하며, 본 보고서에서는 **임상 3상에 소요되는 비용**을 지난 2018년 권위 있는 학술지인 Nature에 수록된 논문 'How much do phase III trials cost?'에 보고된 3상 비용의 중간값인 **$1,900만**을 사용한다. 또한 임상 3상에 통과해 판매가 개시될 확률은 미국 바이오협회가 지난 21년 12,728개의 임상을 분석한 결과인 **57.8%**를 사용하고, FDA 허가 심사 수수료는 23년 상반기 고시된 금액인 **$404만**을 사용한다.

추가로, **WACC**의 경우 동사의 5Y Monthy Beta 0.33, 12MF 미국 ERP 4.88%, 미국 10년 만기 국채 4.62%등을 고려한 **6.17%**를 사용하고, 자세한 산정논리는 [Appx. 7]에 첨부한다.

마운자로, 3중 치료제, 경구용 치료제의 비만 치료제 3종에 대해서 **rNPV를 계산**한다. 다만, 중요한 점은 3중 치료제와 **마운자로는 카니발리제이션(Cannibalization)**이 발생한다는 사실이다. 카니발리제이션(Cannibalization) 정도를 고려하기 위해 동사 마운자로와 기존 당뇨 치료제의 판매 비중 정도와 위고비/삭센다의 ASP 증가율을 고려해 추정하였다. 구체적인 카니발리제이션 추정 논리는 [Appx. 8]에 첨부한다.

영구성장률 g의 경우, **마운자로는 32년에 Peak**를 찍을 것으로 예상되어 0%를 적용하였고, 3중 작용제와 경구용 치료제는 전체 비만 치료제의 성장률을 고려해 5%를 적용해 추정하였다. 3중 작용제와 경구용 치료제의 Terminal Value가 과도해 보일 수 있지만, 이는 27년에 출시되어 본격적인 **판매량 증가가 가시화되지 않은** 점, 그리고 금액적 중요성을 보이는 **마운자로의 영구성장률을 보수적으로 추정**한 만큼 합리적이라고 판단한다.

Valuation - rNPV, Maunjaro(Zepbound)

(단위: $Mils)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Revenue	4,769	16,495	33,236	53,360	66,427	77,357	84,360	89,823	96,299	102,095
EBIT	**1,401**	**4,847**	**9,767**	**15,680**	**19,520**	**22,732**	**24,790**	**26,395**	**28,298**	**30,001**
Tax Rate	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*
NOPAT	**1,237**	**4,279**	**8,622**	**13,843**	**17,233**	**20,069**	**21,885**	**23,303**	**24,982**	**26,486**
Discount Rate	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*
Projecttion Year		1	2	3	4	5	6	7	8	9
Discount Factor		0.94	0.89	0.84	0.79	0.74	0.70	0.66	0.62	0.58
PV of Income	113,216	4,030	7,649	11,567	13,563	14,876	15,280	15,324	15,474	15,452
Terminal Value (g : 0%)	250,422									429,245
Liklihood of Approval(%)	**100%**									
Value of Med	**363,639**									

Valuation - rNPV, GGG

(단위: $Mils)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Revenue					2,094	17,973	28,805	37,643	47,837	58,603
GGG EBIT					615	5,281	8,464	11,062	14,057	17,221
Maunjaro EBIT Decrease					**478**	**4,104**	**6,577**	**8,595**	**10,923**	**13,381**
Net EBIT Increment					**137**	**1,178**	**1,888**	**2,467**	**3,135**	**3,840**
Tax Rate					*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*
NOPAT					121	1,040	1,666	2,178	2,767	3,390
Trials Cost		10	10	4						
Income(After Tax)		**(10)**	**(10)**	**(4)**	**137**	**1,178**	**1,888**	**2,467**	**3,135**	**3,840**
Discount Rate	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*
Projecttion Year		1	2	3	4	5	6	7	8	9
Discount Factor		0.94	0.89	0.84	0.79	0.74	0.70	0.66	0.62	0.58
PV of Income	8,082	(9)	(8)	(3)	108	873	1,318	1,622	1,942	2,240
Terminal Value(g: 5%)	200,988									344,510
Liklihood of Approval(%)	**57.8%**									
Value of Med	**120,843**									

Valuation - rNPV, Orpoglipron

(단위: $Mils)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Revenue					1,990	4,870	9,584	10,196	10,925	11,570
EBIT					**585**	**1,431**	**2,816**	**2,996**	**3,211**	**3,400**
Tax Rate					*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*
NOPAT					516	1,264	2,486	2,645	2,834	3,002
Trials Cost		10	10	4						
Income(After Tax)		**(10)**	**(10)**	**(4)**	**585**	**1,431**	**2,816**	**2,996**	**3,211**	**3,400**
Discount Rate	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*
Projecttion Year		1	2	3	4	5	6	7	8	9
Discount Factor		0.94	0.89	0.84	0.79	0.74	0.70	0.66	0.62	0.58
PV of Income	9,409	(9)	(8)	(3)	460	1,061	1,966	1,970	1,989	1,984
Terminal Value(g: 5%)	177,942									305,007
Liklihood of Approval(%)	**57.8%**									
Value of Med	**108,289**									

3종류의 비만치료제 파이프라인 **rNPV와 Peak Sales**를 정리하면 아래와 같고, 비영업자산, 순차입금은 [Appx.7]에 첨부한다.

비만치료제 rNPV 계산

Name	Net Value	RISK(%)	rNPV	g(%)	비고
마운자로	363,639	100%	363,639	0%	32년 이후 타사의 신약 개발, 동사 Cannibal을 고려, 0%
GGG	215,691	57.8%	124,669	5%	전체 비만치료제 성장 및 동사 Cannibal을 고려, 5%
경구용	193,283	57.8%	111,717	5%	경구용 치료제의 성장세를 고려, 5%

rNPV / Peak Sales

(단위: $Mils)	rNPV	PeakSales	Ratio
Maunjaro(2032E)	363,639	102,095	3.6x
GGG(2032E)	120,843	58,603	2.1x
Orpoglipron(2032E)	108,289	11,570	9.4x

6.3. 잔여 파이프라인 기업가치 추정 - EV/EBITDA Method

비만 치료제의 매출을 제외한 잔여 파이프라인을 기반으로 한 **EBITDA는 잔여 매출에 Target Margin**을 적용한다. 추정 논리는 [6.1. 동사 IS 및 EBIT 마진]과 동일하다. 잔여 파이프라인의 기업가치는 **Peer- EV/EBITDA Method**를 통해 산출하며, 글로벌 대형 제약사 7곳의 평균인 10.65x를 사용한다. 구체적인 **EV/EBITDA Valuation Table**과 잔여 파이프라인 기업가치는 아래와 같다.

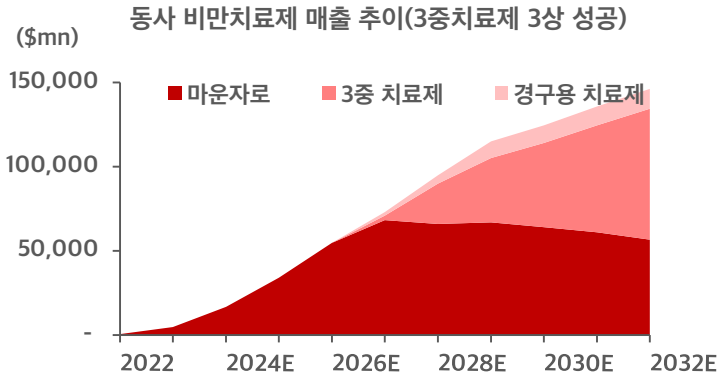
Valuation - EV/EBITDA(Excluding Obesity Medicine)	
2024E EBITDA (unit : $ Mils)	11,665
Target EV/EBITDA	10.7x
Target EV(2024E) (unit : $ Mils)	**124,235**

12MF EV/EBITDA	
Company Name	12MF EV/EBITDA
Abbvie Inc	11.2x
AstraZeneca PLC	11.9x
Merck & Co Inc	10.5x
Johnson & Johnson	11.2x
Roche Holding AG	8.9x
Pfizer Inc	9.0x
Novartis AG	11.8x
Average	**10.7x**

Valuation - EBITDA					
(단위: $Mils)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Revenue	24,540	28,318	28,058	29,594	31,514
EBIT (Margin : 29.4%)	7,211	8,321	8,245	8,697	9,261
D&A (5% of Sales)	1,324	1,548	1,523	1,705	2,382
EBITDA	**8,535**	**9,869**	**9,768**	**10,401**	**11,642**

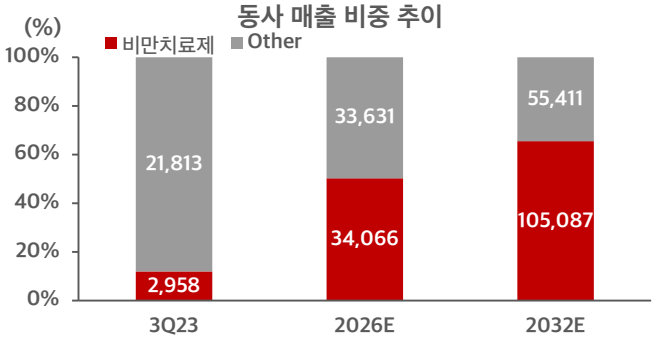
6.4. 최종 Valuation Table 및 Implication

Valuation - EV/EBITDA + rNPV (unit : $ Mils)	
Excluding Obesity Medicine EV	123,994
Obesity Medicine Value	592,770
Maunjaro Value	363,639
GGG Net Value	120,843
Olpogliprone Value	108,289
+ Non-operating Assets	12,745
- Interest-bearing Debt	22,074
Equity Value	707,435
Share Outstanding(unit : Mils)	949.3
Target Price(unit : $)	745.2
Current Price	588.8
Upside	**26.6%**



상술한 비만치료제의 rNPV와 잔여 파이프라인의 EV/EBITDA로 산출한 가치를 더한 최종 Valuation 결과는 아래와 같으며, 총 기업가치 $7257억, **목표주가 $764.5 상승여력 29.8%, 투자의견 Buy를 제시**한다. 동사 비만치료제의 가치는 현재 시장의 예상을 뛰어넘을 비만치료제 시장의 성장을 생각하면 과소계상되었고, 그를 바탕으로 비만치료제는 **3중 치료제, 경구용 치료제의 이어달리기**를 바탕으로 어마어마한 성장을 보일 예정이다

본 보고서가 산출한 동사의 기업가치를 하나하나 뜯어보면, 동사의 EV 중 **비만치료제가 차지하는 비중은 84%**에 달하며, 이는 동사의 **32E 매출비중인 66%**를 고려하면 충분히 합리적이며, 결론적으로 **비만치료제의 확실한 성장을 바탕으로 동사의 탑라인은 아직도, 여전히 열려있다.**



Valuation - Indications		
Indications	EV	%
Total Medicine	707,435	100%
Obesity(비만)	**592,770**	**84%**
Excluding Obesity	**123,994**	**18%**
Diabetes(당뇨)	35,000	5%
Oncology(항암제)	29,000	4%
Immunology(자가면역)	13,000	2%
Neuroscience(신경계, 치매)	17,000	2%
Other	29,994	4%

6.5. 보조 Valuation - DCF

(1) DCF Valuation

주목받는 치료제의 가치만 별도 계상하는 **rNPV의 방법론은 생소**하다. 이에 일반적인 **Valuation인 DCF Method를 보조 Valuation**으로 제시한다. DCF Table은 아래와 같다.

Valuation - DCF													
(단위: $Mils)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Revenue	24,540	28,318	28,541	34,363	48,009	66,866	89,320	104,945	118,679	128,750	137,569	147,710	157,506
EBIT	**6,058**	**6,357**	**7,127**	**6,825**	**13,347**	**19,117**	**25,988**	**30,769**	**34,971**	**38,053**	**40,752**	**43,855**	**46,852**
Tax Rate	*14.3%*	*9.3%*	*8.3%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*
NOPAT	5,190	5,765	6,539	6,025	11,783	16,877	22,943	27,164	30,874	33,595	35,977	38,716	41,363
D&A	1,324	1,548	1,523	1,705	2,382	3,317	4,431	5,207	5,888	6,388	6,825	7,328	7,814
CAPEX	1,227	1,416	1,427	3,436	4,801	6,687	8,932	10,494	11,868	12,875	13,757	14,771	15,751
Changes in NWC	882	1,278	513	1,363	4,147	5,732	6,825	4,749	4,174	3,061	2,680	3,082	2,978
FCFF	**4,405**	**4,618**	**6,122**	**2,931**	**5,217**	**7,777**	**11,618**	**17,127**	**20,720**	**24,046**	**26,365**	**28,191**	**30,449**
Discount Rate				*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.2%*
Projecttion Year					1	2	3	4	5	6	7	8	9
Discount Factor					0.94	0.89	0.84	0.79	0.74	0.70	0.66	0.62	0.58
PV of FCFF				119,711	4,914	6,899	9,708	13,479	15,359	16,789	17,338	17,462	17,764
PV of Terminal Value(g: 3%)				577,107									989,209
Enterprise Value				**696,817**									

EBIT Margin은 위에서 구한 **29.4%**를 적용하고, 감가상각비의 경우 동사 사업보고서 상에서 추정치를 제공하나, 그동안 항상 추정치를 상회하는 감가상각비를 기록했으며, 상당한 탑라인 성장이 예측되는 만큼 **매출액과 비례해 CAPEX와 감가상각비**를 추정한다. **순운전자본 변동은 3년 회전율 평균**을 이용했으며, [Appx. 9]에 추정논리를 첨부한다. WACC(가중평균자본비용)은 상술한 추정치를 사용하며, **영구성장률**의 경우, 미국 30년물 국채 금리가 4.5%라는 점, 동사의 주요 파이프라인인 비만치료제 시장이 지속적으로 성장한다는 점을 고려해 **3%**를 적용한다.

Valuation - DCF (unit : $ Mils)	
Enterprise Value	696,817
+ Non-operating Assets	12,745
- Interest-bearing Debt	22,074
Equity Value	687,488
Share Outstanding(unit : Mils)	949.3
Target Price(unit : $)	**724.2**
Current Price	588.8
Upside	**23.0%**

Valuation Compare	
Equity Value (EV/EBITDA + rNPV)	707,435
Target Price(unit : $)	**745.2**
Upside(EV/EBITDA + rNPV)	26.6%
Equity Value (DCF)	687,488
Target Price(unit : $)	**724.2**
Upside (DCF)	25.4%
Disparity Rate	**2.8%**

(2) Implication

DCF Valuation과의 괴리율은 약 **2.8%**임을 확인할 수 있고, **DCF가 EV/EBITDA-rNPV 방법론보다 기업가치를 과소계상**한다. 이는 제약회사를 Valuation하는 두 가지 시선을 잘 보여주는데, **지속적으로 R&D 비용이 발생**함을 가정하며, **미상의 파이프라인을 통해 영구적인 현금흐름**을 발생시킬 것으로 예측하는 DCF 방법론과, **현재 파이프라인과 신약의 가치**만을 고려하고, 이후에 **소비할 R&D 및 CAPEX 비용을 보수적으로 추정하는** EV/EBITDA-rNPV **방법론 간의 간극**이라고 살펴볼 수 있다.

즉, 제약이라는 섹터의 특수성과, 신약 가치의 불확실성이라는 제품 상의 특징이 Valuation 간극을 가져오며, **그럼에도 불구하고 두 결과의 괴리율이 2.8%**라는 점은 **비만치료제 파이프라인의 압도적인 탑라인 성장**이, 동사를 어떤 각도로 바라보아도 **주가의 상승을 견인할 것**이라는 점을 시사한다.

6.6. Valuation - Bull Case

앞서 [매출 추정]에서 비만 인구 중 단 **10.4%**만 비만 치료제를 구입해도, 시장 규모가 지금 시장의 예측치를 상회하고, 그에 따라 주가의 Upside도 **20%** 이상 남아있음을 확인했다. 본 보고서의 핵심 IDEA는, 비만치료제 시장을 충분히 보수적인 추정하여도 상승여력이 남아있으며, 실제 시장의 반응에 따라, **지금이 일라이릴리를 "가장 싸게 살 수 있는 시점"**이라는 점이다.

특히, 동사의 약이 **반영구적인 효과가 있지 않으며**, **일시적**이라는 점, 날씬한 몸을 유지하기를 원한다는 점을 고려했을 때, 재구매율 **59%**는 상승 여력이 있다. 또한 약가가 떨어진다는 점까지 생각하면, 충분히 재구매율 증가하는 미래도 상상해볼만 하다. **재구매율이 점점 증가해 32년에 76%**로 가정하고 다시 매출을 추정하였고, 구체적인 매출은 [Appx. 11], [Appx. 12] 첨부하였다. 이에 Valuation Table은 아래와 같고, 목표주가는 $906.7, 상승여력은 54%다.

Valuation - Bull1, EV/EBITDA + rNPV (unit : $ Mils)	
Excluding Obesity Medicine EV	124,256
Obesity Medicine Value	745,799
Maunjaro Value	450,130
GGG Net Value	156,016
Olpogliprone Value	139,653
+ Non-operating Assets	12,745
- Interest-bearing Debt	22,074
Equity Value	860,725
Share Outstanding(unit : Mils)	949.3
Target Price(unit : $)	906.7
Current Price	588.8
Upside	**54.0%**

Valuation - Indications		
Indications	EV	%
Total Medicine	860,725	100%
Obesity(비만)	**745,799**	**87%**
Excluding Obesity	**124,256**	**14%**
Diabetes(당뇨)	35,000	4%
Oncology(항암제)	29,000	3%
Immunology(자가면역)	13,000	2%
Neuroscience(신경계, 치매)	17,000	2%
Other	30,256	4%

또한 보험 적용에 따른 Upside 또한 생각할만한데, 보험 적용 시에 비만 인구 중 약 **57%**의 인구가 비만치료제를 사용할 것으로 기대되며, 이를 반영해주면 **시장규모는 32년 기준 $6,000억**에 달한다. 구체적인 매출은 [Appx. 13], [Appx. 14] 첨부하였다. 이에 Valuation Table은 아래와 같고, 목표주가는 $2361.5, 상승여력은 301.1%다. 동사의 점유율이 유지될 뿐만 아니라, 시장 규모가 현재 예측치보다 무려 **3배 이상**일 경우의 Valuation이며, **충분히 가능한 시나리오**다.

Valuation - Bull2, EV/EBITDA + rNPV (unit : $ Mils)	
Excluding Obesity Medicine EV	125,418
Obesity Medicine Value	2,125,712
Maunjaro Value	1,246,526
GGG Net Value	463,885
Olpogliprone Value	415,300
+ Non-operating Assets	12,745
- Interest-bearing Debt	22,074
Equity Value	2,241,800
Share Outstanding(unit : Mils)	949.3
Target Price(unit : $)	2361.5
Current Price	588.8
Upside	**301.1%**

Valuation - Indications		
Indications	EV	%
Total Medicine	2,241,800	100%
Obesity(비만)	**2,125,712**	**95%**
Excluding Obesity	**125,418**	**6%**
Diabetes(당뇨)	35,000	2%
Oncology(항암제)	29,000	1%
Immunology(자가면역)	13,000	1%
Neuroscience(신경계, 치매)	17,000	1%
Other	31,418	1%

비만치료제가 견인하는 동사의 탑라인 성장과, 그에 맞추어 움직이는 주가를 확인하며 계좌를 살찌워보자!

Appendix.

Appx.1. BS & CF

BS

(unit : $mil)	2020	2021	2022	3Q23
Total assets	**46,633**	**48,806**	**49,490**	**57,916**
Current Assets	17,462	18,452	18,035	23,007
Cash and cash equivalents	2,967	3,213	2,902	2,692
Short-term investments	3,767	3,892	4,073	4,085
Accounts receivable	7,450	7,692	7,207	6,782
Other receivables	2,830	2,489	2,793	4,575
Noncurrent assets	29,171	30,354	31,455	34,909
Investments	2,967	3,213	2,902	2,692
Goodwill	3,767	3,892	4,073	4,085
Other intangibles, net	7,450	7,692	7,207	6,782
Deferred tax assets	2,830	2,489	2,793	4,575
Property and equipment, net	8,682	8,985	10,144	11,863
Other noncurrent assets	3,475	4,083	4,337	4,912
Liabilities	**40,808**	**39,651**	**38,714**	**46,608**
Current Liabilities	12,482	15,053	17,138	21,998
Short-term borrowings	9	1,538	1,501	2,245
Accounts payable	1,607	1,671	1,931	2,435
Employee compensation	997	958	1,060	1,233
Sales rebates	5,853	6,846	8,784	11,522
Dividends payable	771	886	1,017	-
Income taxes payable	495	127	475	1,978
Other current liabilities	2,750	3,028	2,370	2,585
Nonurrent Liabilities	40,066	33,851	28,415	31,296
Long-term debt	4,095	1,954	1,305	1,312
Accrued retirement benefits	3,838	3,920	3,710	3,468
Long-term taxes payable	2,100	1,734	87	-
Deferred tax liabilities	1,708	1,644	1,737	1,906
Other noncurrent liabilities	28,326	24,599	21,576	24,610
Total equity	**5,825**	**9,155**	**10,775**	**11,307**
Value Authorized shares	598	596	594	594
Additional paid-in capital	6,779	6,833	6,921	7,160
Retained earnings	7,830	8,959	10,043	10,310
Employee benefit trust	(3,013)	(3,013)	(3,013)	(3,013)
Other comprehensive loss	(6,496)	(4,343)	(3,845)	(3,785)
Cost of common stock in treasury	(56)	(53)	(51)	(45)
Company shareholders' equity	5,642	8,979	10,650	11,220
Noncontrolling interests	184	176	126	87
Total liabilities and equity	**46,633**	**48,806**	**49,490**	**57,916**

CF

(unit : $mil)	2020	2021	2022	3Q23
Operating Activities	**6,500**	**7,261**	**7,084**	**4,552**
Depreciation and amortization	1,324	1,548	1,523	1,140
Debt extinguishment loss	-	405	-	-
Change in deferred income taxes	(135)	(802)	(2,185)	(1,835)
Stock-based compensation expense	308	343	371	508
Net investment (gains) losses	(1,439)	(178)	420	(1,709)
Acquired in-process R&D	660	875	421	3,177
Non-cash operating activities	334	511	305	220
Receivables	(1,350)	(1,278)	(300)	-
Inventories	(533)	(236)	(600)	-
Other assets	(457)	1,515	(794)	-
Income taxes payable	322	(360)	347	-
Accounts payable	1,271	(664)	1,332	-
Investing Activities	**1,028**	**243**	**(2,064)**	**(1,691)**
property and equipment	10,658	46,047	61,404	53,706
sales short-term investments	5,657	8,278	26,038	100
short-term investments	9,262	9,817	67,392	8,253
sales of noncurrent investments	-	2,139	105	-
noncurrent investments	333,585	3,901	13,640	-
research and development	22,688	8,842	3,495	-
Cash paid for acquisitions	62,145	18,121	5,949	4,875
sale of product rights	9,208	7,935	2,576	15
Other investing activities, net	-	525	1,773	-
Investing Activities	-	837	454	-
Financing Activities	**(3,137)**	**(4,131)**	**(5,407)**	**(49)**
Dividends paid	(2,687)	(3,087)	(3,536)	(3,051)
Short-term borrowings	(1,494)	(4)	1,498	97
issuance of long-term debt	2,062	2,411	-	3,959
Repayments of long-term debt	(277)	(1,905)	(1,560)	-
Purchases of common stock	(500)	(1,250)	(1,500)	(750)
Other financing activities, net	(242)	(296)	(309)	(303)
Effect of exchange	**216**	**(206)**	**(168)**	**39**
Net increase in cash	**1,320**	**161**	**(1,752)**	**314**
Cash at beginning of year	**2,338**	**3,657**	**3,819**	**2,067**

Appx.2. 비만치료제 시장규모 추정 - Base case

비만치료제 시장규모 추정 테이블 - Base case											
(단위: 백만명, $mn, %)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	CAGR
전체시장규모	**8,546**	**33,987**	**60,196**	**83,275**	**104,589**	**122,304**	**133,433**	**141,950**	**152,107**	**161,079**	**38.58%**
미국시장규모	7,692	21,429	35,423	47,777	59,146	68,697	74,736	79,433	85,013	90,046	31.44%
미국 비만치료제 수요(인 기준)	0.98	2.64	4.37	6.20	8.08	10.09	12.19	14.40	16.65	19.05	39.05%
비만인구 비만치료제 수요	0.78	2.09	3.45	4.90	6.39	7.98	9.65	11.39	13.17	15.07	
성인인구	266	269	271	274	276	279	282	285	287	290	
비만율	43%	43%	44%	45%	45%	46%	47%	47%	48%	49%	
미국 비만인구	113	116	119	122	124	128	131	135	137	141	
침투율	0.7%	1.8%	2.9%	4.0%	5.1%	6.2%	7.4%	8.5%	9.6%	10.7%	
과체중인구 비만치료제 수요	0.20	0.55	0.91	1.29	1.68	2.10	2.54	3.00	3.47	3.97	39.05%
과체중율	32%	33%	33%	34%	34%	35%	36%	36%	37%	37%	
미국 과체중인구	86	89	91	93	95	98	100	103	105	108	
침투율	0.2%	0.6%	1.0%	1.4%	1.8%	2.2%	2.5%	2.9%	3.3%	3.7%	
연 ASP ($)	7,846	8,115	8,115	7,709	7,324	6,811	6,129	5,517	5,107	4,728	
월 ASP	1,023	1,058	1,058	1,005	955	888	799	719	666	616	
재구매율	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	
유럽시장규모	294	4,303	8,458	12,075	15,401	18,167	19,817	21,026	22,479	23,785	62.93%
유럽 비만치료제 수요	0.1	1.8	3.5	5.2	7.0	8.8	10.7	12.6	14.6	16.7	
비만인구 비만치료제 수요	0.1	1.0	2.0	3.0	4.0	5.1	6.2	7.3	8.4	9.6	
성인인구	587	587	588	588	588	589	590	590	591	592	
비만율	17%	17%	18%	18%	18%	18%	19%	19%	19%	19%	
유럽 비만인구	101	102	103	105	106	108	109	110	112	114	
침투율	0.1%	1.0%	1.9%	2.9%	3.8%	4.7%	5.7%	6.6%	7.5%	8.5%	
과체중인구 비만치료제 수요	0.0	0.7	1.5	2.2	2.9	3.7	4.5	5.3	6.2	7.0	
과체중율	36%	37%	37%	38%	38%	39%	39%	40%	40%	41%	
유럽 과체중인구	214	216	219	222	224	228	231	234	237	241	
침투율	0.0%	0.3%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%	
연 ASP ($)	2,926	2,452	2,452	2,329	2,212	2,058	1,852	1,667	1,543	1,428	
월 ASP	382	320	320	304	288	268	241	217	201	186	
재구매율	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	
동북아시장규모	561	8,255	16,315	23,423	30,042	35,440	38,879	41,491	44,614	47,248	63.67%
동북아 비만치료제 수요(인 기준)	0.2	3.4	6.7	10.1	13.6	17.2	21.0	24.9	28.9	33.1	
비만인구 비만치료제 수요	0.1	1.9	3.8	5.8	7.8	9.9	12.0	14.3	16.6	18.9	
성인인구	1,252	1,256	1,261	1,266	1,270	1,275	1,280	1,285	1,290	1,295	
비만율	15.3%	15.5%	15.7%	15.9%	16.1%	16.3%	16.6%	16.8%	17.0%	17.3%	
동북아시아 비만인구	191	194	198	201	205	208	212	216	220	224	
침투율	0.1%	1.0%	1.9%	2.9%	3.8%	4.7%	5.7%	6.6%	7.5%	8.5%	
과체중인구 비만치료제 수요	0.1	1.4	2.8	4.3	5.8	7.4	9.0	10.6	12.4	14.1	
과체중율	33%	33%	34%	34%	35%	35%	36%	36%	37%	37%	
동북아 과체중인구	413	420	428	435	443	451	459	467	475	484	
침투율	0.0%	0.3%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%	
연 ASP ($)	2,926	2,452	2,452	2,329	2,212	2,058	1,852	1,667	1,543	1,428	
월 ASP	382	320	320	304	288	268	241	217	201	186	
재구매율	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	

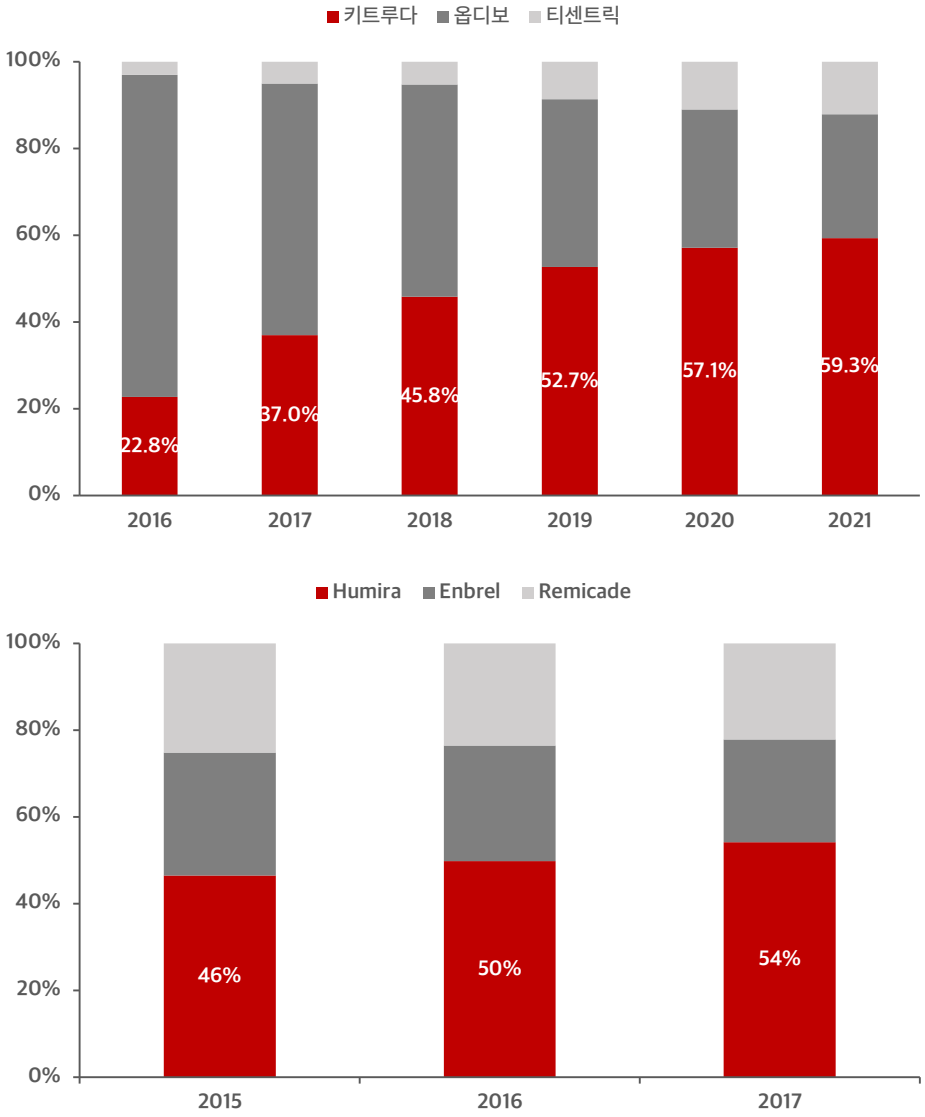
Appx.3. 위고비, 마운자로 미국/비미국 가격 비교

Wegovy와 Mounjaro 미국/비미국 가격 비교		
단위: $)	Wegovy	Mounjaro
미국 약가	1,349	1,023
비미국 평균약가	312	381.5
네덜란드	328	444
캐나다		319
스웨덴	296	
미국약가 대비 비미국약가	23.13%	37.29%
Wegovy & Mounjaro 평균	30.21%	

Appx.4. 미국시장 보톡스 침투율

미국시장 보톡스 침투율						
(단위: 건, 백만명, %)	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR
Neroutoxin 시술건수	1,801,033	1,712,994	2,612,526	3,651,223	3,945,282	21.66%
Neroutoxin 시술 인구 (명, 주기 6개월 가정)	900,517	856,497	1,306,263	1,825,612	1,972,641	
미국 인구	327	328	329	332	334	
침투율	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	

Appx.5. 키트루다, 휴미라 MS 추이(동사 MS 추정)



Appx.6. 법인세비용 추정

법인세비용 추정											
(단위: 십억 원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	3Q23	2023E	2024E	2025E
Income before income taxes	3,374	2,197	3,680	5,266	7,230	6,156	6,806	1,530	6,867	13,489	19,414
Income tax expense	**636**	**2,402**	**530**	**628**	**1,036**	**574**	**562**	**185**	**805**	**1,580**	**2,275**
Tax Rate(%)	*18.9%*	*109.3%*	*14.4%*	*11.9%*	*14.3%*	*9.3%*	*8.3%*	*12.1%*	*11.7%*	*11.7%*	*11.7%*

Appx.7. WACC & NOA & IBD

WACC		
Cost of Equity	**6.21%**	**CAPM**
Risk-free Rate	4.60%	국고채 10Y
Beta	0.33	5Y Monthly
Equity Risk Premium	4.88%	다모다란
After-tax Cost of Debt	**5.12%**	
Pre-tax Cost of Debt	5.80%	10-k
Tax Rate	11.7%	유효법인세율
Equity	579,860	
Debt	22,074	
WACC	**6.17%**	

Non Operating Assets(unit : $mil)	
Non Operating Assets	**12,745**
Cash and Cash Equivalents	2,381
Financed Receivables - Short Term	8,167
Financed Receivables - Long Term	2,197

Interest Bearing Debt(unit : $mil)	
Interest Bearing Debt	**22,074**
Current Portion of Long-term Debt	2,245
Other Current Liabilities	1,906
Long-term Debt	17,924

Appx.8. Cannibalization 속도 및 신제품 가격 증가량 추정

차세대 제품 출시 시 Cannibalization 속도							
(단위: 백만 달러)	t=0	t=1	t=2	t=3	t=4	t=5	t=6
% of 신제품 sales	*0.0%*	*3.3%*	*24.5%*	*36.0%*	*44.2%*	*52.4%*	*60.6%*
전체 당뇨	13,188	14,465	19,157	22,113	25,405		
마운자로	0	482.6	4691.3	7955	11227		

한달 투약 기준 정가	
증가율	***28.7%***
위고비	1,350
삭센다	962.5

Appx.9. NWC 추정

NWC	Forecasted										
(단위: 백만 원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
매출액	28,541	34,363	48,335	67,697	90,769	106,813	120,896	131,192	140,183	150,526	160,499
매출원가	5,483	7,690	10,817	15,150	20,313	23,903	27,055	29,359	31,371	33,686	35,918
운전자산	**10,882**	**12,832**	**18,049**	**25,279**	**33,894**	**39,885**	**45,144**	**48,988**	**52,346**	**56,208**	**59,932**
매출채권(기중평균)	6,784	7,570	10,647	14,913	19,995	23,529	26,631	28,900	30,880	33,158	35,355
기초 매출채권	6,673	8,167	6,972	14,323	15,503	24,487	22,571	30,692	27,107	34,653	31,664
기말 매출채권	6,896	6,972	14,323	15,503	24,487	22,571	30,692	27,107	34,653	31,664	39,047
회전율 (x)_매출	***4.21x***	***4.54x***	***4.54x***	***4.54x***	***4.54x***	***4.54x***	***4.54x***	***4.54x***	***4.54x***	***4.54x***	***4.54x***
재고자산	4,098	5,262	7,401	10,366	13,899	16,356	18,512	20,089	21,466	23,049	24,576
기초 재고자산	3,886	4,901	5,622	9,180	11,552	16,246	16,465	20,559	19,619	23,313	22,786
기말 재고자산	4,310	5,622	9,180	11,552	16,246	16,465	20,559	19,619	23,313	22,786	26,367
회전율 (x)_매출원가	***1.34x***	***1.46x***	***1.46x***	***1.46x***	***1.46x***	***1.46x***	***1.46x***	***1.46x***	***1.46x***	***1.46x***	***1.46x***
운전부채	**1,801**	**2,387**	**3,358**	**4,703**	**6,305**	**7,420**	**8,398**	**9,113**	**9,738**	**10,456**	**11,149**
매입채무	1,801	2,387	3,358	4,703	6,305	7,420	8,398	9,113	9,738	10,456	11,149
기초 매입채무	1,671	2,435	2,339	4,376	5,029	7,582	7,258	9,538	8,689	10,787	10,126
기말 매입채무	1,931	2,339	4,376	5,029	7,582	7,258	9,538	8,689	10,787	10,126	12,173
회전율 (x)_매출원가	***3.05x***	***3.22x***	***3.22x***	***3.22x***	***3.22x***	***3.22x***	***3.22x***	***3.22x***	***3.22x***	***3.22x***	***3.22x***
순운전자본	9,082	10,444	14,691	20,576	27,589	32,465	36,745	39,875	42,608	45,751	48,782
순운전자본의 변동	**513**	**1,363**	**4,247**	**5,885**	**7,012**	**4,876**	**4,280**	**3,130**	**2,733**	**3,143**	**3,031**

Appx.10. 동사 유형자산 & 무형자산 & 감가상각비 추이

Inventories					
(unit: $ Mils)	2018	2019	2020	2021	2022
Finished products	577.8	647.3	758.9	761.9	901.2
Work in process	2,058	2,068	2,535	2,373	2,598
Raw materials and supplies	426	425	651	717	802
Total (approximates replacement cost)	3,062	3,140	3,946	3,852	4,301
Increase to LIFO cost	36	51	35	34	9
Inventories	3,098	3,191	3,980	3,886	4,310

Property and Equipment					
(unit: $ Mils)	2018	2019	2020	2021	2022
Land	165.5	169.5	226.8	258.7	256.6
Buildings	7,117	7,067	7,326	7,588	7,916
Equipment	7,792	7,913	8,561	8,937	9,406
Construction in progress	1,589	1,884	2,139	2,178	2,799
Net	16,663	17,035	18,253	18,962	20,377
Less accumulated depreciation	(8,667)	(9,162)	(9,571)	(9,977)	(10,233)
Property and equipment, net	7,996	7,873	8,682	8,985	10,144
Depreciation expense	797.1	814.7	765.2	787.0	816.6

Estimated amortization expense										
(unit: $ Mils)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
2019 Estimated			234.3	235.2	227.3	215.6	165.7			
2021 Estimated					571	484	434	417	409	
2022 Estimated						498	448	436	425	423
Amortization(Real)	361	226	428	629	580					

D&A Estimate															
(unit: $ Mils)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
Sales	21,493	22,320	24,540	28,318	28,541	34,363	48,335	67,697	90,769	106,813	120,896	131,192	140,183	150,526	160,499
Depreciation	797	815	765	787	817	17,035	18,253	18,962	20,377						
Amortization	361	226	428	629	580	7,792	7,913	8,561	8,937	9,406					
D&A	1,158	1,041	1,193	1,416	1,396	1,705	2,398	3,359	4,503	5,299	5,998	6,509	6,955	7,468	7,963
% of Sales	*5.4%*	*4.7%*	*4.9%*	*5.0%*	*4.9%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*	*5.0%*

Appx.11. 비만치료제 시장규모 추정 - Bull case 1

비만치료제 시장규모 추정 테이블 - Bull Case 1											
(단위: 백만명, $mn, %)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	CAGR
전체시장규모	**8,546**	**33,987**	**60,196**	**86,168**	**111,676**	**135,960**	**156,119**	**173,532**	**191,286**	**207,803**	**42.56%**
미국시장규모	7,692	21,429	35,423	49,437	63,153	76,367	87,443	97,106	106,911	116,166	35.21%
미국 비만치료제 수요(인 기준)	0.98	2.64	4.37	6.20	8.08	10.09	12.19	14.40	16.65	19.05	39.05%
비만인구 비만치료제 수요	0.78	2.09	3.45	4.90	6.39	7.98	9.65	11.39	13.17	15.07	
성인인구	266	269	271	274	276	279	282	285	287	290	
비만율	43%	43%	44%	45%	45%	46%	47%	47%	48%	49%	
미국 비만인구	113	116	119	122	124	128	131	135	137	141	
침투율	0.7%	1.8%	2.9%	4.0%	5.1%	6.2%	7.4%	8.5%	9.6%	10.7%	
과체중인구 비만치료제 수요	0.20	0.55	0.91	1.29	1.68	2.10	2.54	3.00	3.47	3.97	39.05%
과체중율	32%	33%	33%	34%	34%	35%	36%	36%	37%	37%	
미국 과체중인구	86	89	91	93	95	98	100	103	105	108	
침투율	0.2%	0.6%	1.0%	1.4%	1.8%	2.2%	2.5%	2.9%	3.3%	3.7%	
연 ASP ($)	7,846	8,115	8,115	7,977	7,820	7,572	7,172	6,744	6,422	6,099	
월 ASP	1,023	1,058	1,058	1,005	955	888	799	719	666	616	
재구매율	59%	59%	59%	61%	63%	66%	69%	72%	74%	76%	
유럽시장규모	294	4,303	8,458	12,495	16,445	20,196	23,187	25,704	28,269	30,684	67.61%
유럽 비만치료제 수요	0.1	1.8	3.5	5.2	7.0	8.8	10.7	12.6	14.6	16.7	
비만인구 비만치료제 수요	0.1	1.0	2.0	3.0	4.0	5.1	6.2	7.3	8.4	9.6	
성인인구	587	587	588	588	588	589	590	590	591	592	
비만율	17%	17%	18%	18%	18%	18%	19%	19%	19%	19%	
유럽 비만인구	101	102	103	105	106	108	109	110	112	114	
침투율	0.1%	1.0%	1.9%	2.9%	3.8%	4.7%	5.7%	6.6%	7.5%	8.5%	
과체중인구 비만치료제 수요	0.0	0.7	1.5	2.2	2.9	3.7	4.5	5.3	6.2	7.0	
과체중율	36%	37%	37%	38%	38%	39%	39%	40%	40%	41%	
유럽 과체중인구	214	216	219	222	224	228	231	234	237	241	
침투율	0.0%	0.3%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%	
연 ASP ($)	2,926	2,452	2,452	2,410	2,362	2,287	2,167	2,037	1,940	1,843	
월 ASP	382	320	320	304	288	268	241	217	201	186	
재구매율	59%	59%	59%	61%	63%	66%	69%	72%	74%	76%	
동북아시장규모	561	8,255	16,315	24,237	32,078	39,396	45,489	50,722	56,106	60,953	68.36%
동북아 비만치료제 수요(인 기준)	0.2	3.4	6.7	10.1	13.6	17.2	21.0	24.9	28.9	33.1	
비만인구 비만치료제 수요	0.1	1.9	3.8	5.8	7.8	9.9	12.0	14.3	16.6	18.9	
성인인구	1,252	1,256	1,261	1,266	1,270	1,275	1,280	1,285	1,290	1,295	
비만율	15.3%	15.5%	15.7%	15.9%	16.1%	16.3%	16.6%	16.8%	17.0%	17.3%	
동북아시아 비만인구	191	194	198	201	205	208	212	216	220	224	
침투율	0.1%	1.0%	1.9%	2.9%	3.8%	4.7%	5.7%	6.6%	7.5%	8.5%	
과체중인구 비만치료제 수요	0.1	1.4	2.8	4.3	5.8	7.4	9.0	10.6	12.4	14.1	
과체중율	33%	33%	34%	34%	35%	35%	36%	36%	37%	37%	
동북아 과체중인구	413	420	428	435	443	451	459	467	475	484	
침투율	0.0%	0.3%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%	
연 ASP ($)	2,926	2,452	2,452	2,410	2,362	2,287	2,167	2,037	1,940	1,843	
월 ASP	382	320	320	304	288	268	241	217	201	186	
재구매율	59%	59%	59%	61%	63%	66%	69%	72%	74%	76%	

Appx.12. 매출추정 - Bull case 1

최종 매출 테이블 - Bull Case 1

(단위: $mn)	2022	3Q누적	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
전체 매출	**28,541**	**24,771**	**34,363**	**48,009**	**66,866**	**91,056**	**109,197**	**126,872**	**142,362**	**156,518**	**171,218**	**185,540**
YoY (%)	*0.8%*		*20.4%*	*39.7%*	*39.3%*	*36.2%*	*19.9%*	*16.2%*	*12.2%*	*9.9%*	*9.4%*	*8.4%*
비만치료제 매출	-	-	-	13,595	30,098	51,701	69,772	92,724	114,558	129,791	145,777	161,305
YoY (%)	-	-	-		*121%*	*72%*	*35%*	*33%*	*24%*	*13%*	*12%*	*11%*
% of Sales	-	-	-	*28%*	*45%*	*57%*	*64%*	*73%*	*80%*	*83%*	*85%*	*87%*
터제파타이드(ZepBound)	-	-	-	13,595	30,098	51,701	67,006	81,576	93,671	104,119	114,772	124,682
올포글리프론(경구)	-	-	-	-	-	-	*2,125*	*5,414*	*11,214*	*12,464*	*13,740*	*14,926*
레타트루타이드(3중작용제)(중분)	-	-	-	-	-	-	*642*	*5,734*	*9,672*	*13,207*	*17,266*	*21,698*
당뇨치료제 매출	14,465	13,922	19,898	19,269	20,849	22,559	24,409	26,410	28,576	30,919	33,455	36,198
YoY (%)	*9.7%*		*37.6%*	*-3.2%*	*8.2%*	*8.2%*	*8.2%*	*8.2%*	*8.2%*	*8.2%*	*8.2%*	*8.2%*
터제파타이드(마운자로)	483	2,958	4,769	2,900	3,138	3,395	3,673	3,975	4,300	4,653	5,035	5,447
기타 당뇨 치료제	13,982	10,964	15,129	16,370	17,712	19,164	20,736	22,436	24,276	26,266	28,420	30,751
항암제 매출	5,666	4,774	6,365	6,926	7,535	8,198	8,920	9,705	10,559	11,488	12,499	13,598
YoY (%)	*-1.3%*		*12.3%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*
면역계 매출	3,345	2,693	3,591	3,930	4,301	4,707	5,151	5,638	6,170	6,752	7,390	8,087
YoY (%)	*-0.5%*		*7.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*
신경계 매출	1,546	2,516	3,354	3,134	2,928	2,736	2,557	2,389	2,232	2,085	1,948	1,821
YoY (%)	*-18.6%*		*117.0%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*
기타 매출	3,520	866	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155
YoY (%)	*-14.8%*		*-67.2%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*

Appx.13. 비만치료제 시장규모 추정 - Bull case 2

비만치료제 시장규모 추정 테이블 - Bull Case 2

(단위: 백만명, $mn, %)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	CAGR
전체시장규모	**8,546**	**33,987**	**60,196**	**86,168**	**177,495**	**294,271**	**523,187**	**617,538**	**613,574**	**609,376**	**60.66%**
미국시장규모	7,692	21,429	35,423	49,437	128,973	234,678	454,511	541,113	529,199	517,739	59.63%
미국 비만치료제 수요(인 기준)	0.98	2.64	4.37	6.20	16.49	30.99	63.38	80.23	82.40	84.89	64.16%
비만인구 비만치료제 수요	0.78	2.09	3.45	4.90	14.81	28.89	60.83	77.23	78.93	80.92	
성인인구	266	269	271	274	276	279	282	285	287	290	
비만율	43%	43%	44%	45%	45%	46%	47%	47%	48%	49%	
미국 비만인구	113	116	119	122	124	128	131	135	137	141	
침투율	0.7%	1.8%	2.9%	4.0%	11.9%	22.6%	46.4%	57.4%	57.4%	57.4%	
과체중인구 비만치료제 수요	0.20	0.55	0.91	1.29	1.68	2.10	2.54	3.00	3.47	3.97	39.05%
과체중율	32%	33%	33%	34%	34%	35%	36%	36%	37%	37%	
미국 과체중인구	86	89	91	93	95	98	100	103	105	108	
침투율	0.2%	0.6%	1.0%	1.4%	1.8%	2.2%	2.5%	2.9%	3.3%	3.7%	
연 ASP ($)	7,846	8,115	8,115	7,977	7,820	7,572	7,172	6,744	6,422	6,099	
월 ASP	1,023	1,058	1,058	1,005	955	888	799	719	666	616	
재구매율	59%	59%	59%	61%	63%	66%	69%	72%	74%	76%	
유럽시장규모	294	4,303	8,458	12,495	16,445	20,196	23,187	25,704	28,269	30,684	67.61%
유럽 비만치료제 수요	0.1	1.8	3.5	5.2	7.0	8.8	10.7	12.6	14.6	16.7	
비만인구 비만치료제 수요	0.1	1.0	2.0	3.0	4.0	5.1	6.2	7.3	8.4	9.6	
성인인구	587	587	588	588	588	589	590	590	591	592	
비만율	17%	17%	18%	18%	18%	18%	19%	19%	19%	19%	
유럽 비만인구	101	102	103	105	106	108	109	110	112	114	
침투율	0.1%	1.0%	1.9%	2.9%	3.8%	4.7%	5.7%	6.6%	7.5%	8.5%	
과체중인구 비만치료제 수요	0.0	0.7	1.5	2.2	2.9	3.7	4.5	5.3	6.2	7.0	
과체중율	36%	37%	37%	38%	38%	39%	39%	40%	40%	41%	
유럽 과체중인구	214	216	219	222	224	228	231	234	237	241	
침투율	0.0%	0.3%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%	
연 ASP ($)	2,926	2,452	2,452	2,410	2,362	2,287	2,167	2,037	1,940	1,843	
월 ASP	382	320	320	304	288	268	241	217	201	186	
재구매율	59%	59%	59%	61%	63%	66%	69%	72%	74%	76%	
동북아시장규모	561	8,255	16,315	24,237	32,078	39,396	45,489	50,722	56,106	60,953	68.36%
동북아 비만치료제 수요(인 기준)	0.2	3.4	6.7	10.1	13.6	17.2	21.0	24.9	28.9	33.1	
비만인구 비만치료제 수요	0.1	1.9	3.8	5.8	7.8	9.9	12.0	14.3	16.6	18.9	
성인인구	1,252	1,256	1,261	1,266	1,270	1,275	1,280	1,285	1,290	1,295	
비만율	15.3%	15.5%	15.7%	15.9%	16.1%	16.3%	16.6%	16.8%	17.0%	17.3%	
동북아시아 비만인구	191	194	198	201	205	208	212	216	220	224	
침투율	0.1%	1.0%	1.9%	2.9%	3.8%	4.7%	5.7%	6.6%	7.5%	8.5%	
과체중인구 비만치료제 수요	0.1	1.4	2.8	4.3	5.8	7.4	9.0	10.6	12.4	14.1	
과체중율	33%	33%	34%	34%	35%	35%	36%	36%	37%	37%	
동북아 과체중인구	413	420	428	435	443	451	459	467	475	484	
침투율	0.0%	0.3%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%	2.0%	2.3%	2.6%	2.9%	
연 ASP ($)	2,926	2,452	2,452	2,410	2,362	2,287	2,167	2,037	1,940	1,843	
월 ASP	382	320	320	304	288	268	241	217	201	186	
재구매율	59%	59%	59%	61%	63%	66%	69%	72%	74%	76%	

Appx.14. 매출추정 - Bull case 2

최종 매출 테이블 - Bull Case 2												
(단위: $mn)	2022	3Q누적	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
전체 매출	**28,541**	**24,771**	**34,363**	**48,009**	**66,866**	**91,056**	**148,688**	**221,858**	**362,603**	**422,922**	**424,591**	**426,484**
YoY (%)	***0.8%***		***20.4%***	***39.7%***	***39.3%***	***36.2%***	***63.3%***	***49.2%***	***63.4%***	***16.6%***	***0.4%***	***0.4%***
비만치료제 매출	-	-	-	13,595	30,098	51,701	110,895	200,692	383,905	461,879	467,598	473,023
YoY (%)	-	-	-		*121%*	*72%*	*114%*	*81%*	*91%*	*20%*	*1%*	*1%*
% of Sales	-	-	-	*28%*	*45%*	*57%*	*75%*	*90%*	*106%*	*109%*	*110%*	*111%*
터제파타이드(ZepBound)	-	-	-	13,595	30,098	51,701	106,497	176,562	313,912	370,523	368,144	365,626
올포글리프론(경구)	-	-	-	-	-	-	*3,378*	*11,718*	*37,579*	*44,356*	*44,071*	*43,770*
레타트루타이드(3중작용제)(중분)	-	-	-	-	-	-	*1,020*	*12,411*	*32,414*	*47,000*	*55,382*	*63,628*
당뇨치료제 매출	14,465	13,922	19,898	19,269	20,849	22,559	24,409	26,410	28,576	30,919	33,455	36,198
YoY (%)	*9.7%*		37.6%	-3.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
터제파타이드(마운자로)	483	2,958	4,769	2,900	3,138	3,395	3,673	3,975	4,300	4,653	5,035	5,447
기타 당뇨 치료제	13,982	10,964	15,129	16,370	17,712	19,164	20,736	22,436	24,276	26,266	28,420	30,751
항암제 매출	5,666	4,774	6,365	6,926	7,535	8,198	8,920	9,705	10,559	11,488	12,499	13,598
YoY (%)	*-1.3%*		*12.3%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*	*8.8%*
면역계 매출	3,345	2,693	3,591	3,930	4,301	4,707	5,151	5,638	6,170	6,752	7,390	8,087
YoY (%)	*-0.5%*		*7.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.4%*
신경계 매출	1,546	2,516	3,354	3,134	2,928	2,736	2,557	2,389	2,232	2,085	1,948	1,821
YoY (%)	*-18.6%*		*117.0%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*	*-6.6%*
기타 매출	3,520	866	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155	1,155
YoY (%)	*-14.8%*		*-67.2%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.