

노보 노르디스크 (NVO)

왜 우리는 이 기업을 장기보유하는가?

- 거대한 미개척 시장 (TAM): 글로벌 비만 인구는 폭발적으로 증가하고 있으며, GLP-1 계열 약물의 침투율은 여전히 초기 단계입니다. 글로벌 비만 GLP-1 시장은 2025년 \$82억에서 2035년 \$666억으로 연평균 23% 이상 성장할 잠재력을 가집니다. 이는 수십 년간 이어질 구조적 성장 동력입니다.
- 압도적 시장 지배력과 생산 해자: 노보 노르디스크는 브랜드 GLP-1 비만 시장에서 59.6%의 글로벌 물량 점유율을 확보하고 있습니다. 모회사 Novo Holdings의 Catalent 인수를 통해 확보한 대규모 생산 능력(capacity)은 경쟁사의 진입을 막는 강력한 해자로 작용합니다.
- 특허 절벽을 넘어서는 파이프라인: 시장은 세마글루타이드 (Ozempic/Wegovy)의 2031/32년 특허 만료를 우려하지만, 후속 파이프라인인 경구용 Amycretin은 초기 임상에서 12주 만에 13.1%의 체중 감량 효과를 보이며 '게임 체인저'가 될 가능성을 시사합니다.
- 적응증 확장을 통한 성장 다각화: 비만·당뇨를 넘어 심혈관 질환(CVD), 말초동맥질환(PAD), 대사 관련 지방간염(MASH) 등 다양한 만성 질환으로 적응증을 확장하며 약물의 생애주기를 연장하고 새로운 시장을 창출하고 있습니다.
- 높은 전환 비용과 브랜드 신뢰: 당뇨, 비만과 같은 만성 질환 치료제는 한번 처방을 시작하면 바꾸기 어려운 특성이 있습니다. 수십 년간 쌓아온 의사 및 환자와의 신뢰 관계는 강력한 무형자산이자 경쟁 우위입니다.
- 매력적인 밸류에이션 진입점: 주가는 단기 경쟁 심화와 약가 인하 우려를 선반영하며 고점 대비 큰 폭으로 조정받았습니다. 이는 장기 투자 관점에서 볼 때, 기업의 본질 가치 대비 할인된 가격에 진입할 기회를 제공할 수 있습니다.

미해결 핵심 질문

- Amycretin의 최종 임상 데이터(효능 및 안전성)가 현재의 기대를 충족시키거나 뛰어넘을 수 있을 것인가?
- 대규모 가격 인하 이후, 판매량(volume) 증가가 가격(price) 하락을 상쇄하고도 남아 총 매출 성장을 이끌 수 있을 것인가?
- Eli Lilly의 차세대 파이프라인(예: retatrutide) 대비 노보 노르디스크의 후속 제품들이 경쟁 우위를 가질 수 있는가?

우리가 잘못 생각할 여지

- Eli Lilly와의 경쟁에서 패배하여 GLP-1 시장은 결국 '승자 독식'이 아닌, 가격 경쟁이 극심한 '과점 시장'으로 전락할 것이다. 노보 노르디스크의 선제적 약가 인하는 이러한 미래를 인정한 신호이며, 이는 구조적인 마진 하락의 시작에 불과하다. Amycretin마저 기대에 미치지 못할 경우, 회사는 특허 절벽 앞에서 성장 동력을 완전히 상실할 수 있다.
- 다음이 관찰되면 thesis를 재검토한다:
- Amycretin의 Phase 3 임상 데이터가 경쟁 약물 대비 유의미한 우월성을 입증하지 못하거나, 예상치 못한 안전성 이슈가 발생하는 경우.
- 가격 인하 이후에도 Eli Lilly에게 지속적으로 시장 점유율을 잃어, '물량 방어' 전략이 실패로 돌아가는 것이 데이터로 확인될 경우.

10가지 핵심 질문

카테고리	Q#	답변	신뢰도
산업 배경	Q1	2026-27년 예정된 가격 인하와 경쟁 심화로 단기 성장 둔화는 불가피합니다. 그러나 경구 GLP-1 침투, 글로벌 시장 확장, 신규 적응증 승인	중간
	Q2	세마글루타이드 특허 만료(2031/32년) 이후, Amycretin과 같은 차세대 블록버스터와 M&A를 통해 확보한 파이프라인을 기반으로 '비만·대'	중간
경쟁 우위	Q3	1) **지적재산(IP)**: 세마글루타이드 및 차세대 약물 특허. 2) **규모의 경제**: 경쟁사가 따라올 수 없는 대규모 API 및 완제품 생	높음
	Q4	100년 이상 당뇨병 연구에 집중해 온 과학 중심의 장기적 관점, 그리고 재단을 통한 이익의 사회 환원 구조는 단기 실적 압박에서 벗어나 장기 R&	높음
	Q5	Wegovy와 Ozempic은 단순한 체중 감량을 넘어, 심혈관 질환 위험 감소 등 환자의 삶을 근본적으로 바꾸는 '인생 약'으로 평가받습니다. M	높음
재무 건전성	Q6	매출총이익률 83.2%, 영업이익률 61.6%의 이익률은 업계 최고 수준이며, R&D 및 대규모 설비투자를 감당할 수 있는 강력한 현금 창출 능력을	높음
	Q7	**단기(1~2년) 감소, 중장기(3~5년) 증가**가 예상됩니다. 2027년 예정된 대규모 가격 인하(Wegovy 50%, Ozempic 35%)	중간
경영 능력	Q8	매우 합리적입니다. 1) **내부 성장**: CapEx 투자를 통해 생산 능력을 선제적으로 확장하고, 2) **외부 성장**: Akerio 등 M&A	높음
밸류에이션	Q9	현재의 비관론이 걷히고, 1) Amycretin이 세마글루타이드를 능가하는 블록버스터로 성공하고, 2) MASH, 알츠하이머 등 신규 적응증 시장을	낮음
	Q10	시장은 2027년 약가 인하와 Eli Lilly의 추격이라는 두 가지 명백한 리스크에 과도하게 집중하고 있습니다. 단기적 이익 감소 가능성을 장기적	중간

어떻게 수익을 낼 수 있을까? — 시나리오별 함의 추가

