

헬스케어 (비중확대)

ADA(미국 당뇨학회) 2023 후기

(Analyst) 김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

(Analyst) 김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

(Analyst) 이지현
jihyun_lee@miraeasset.com

(RA) 이상원
sangwon.lee.b@miraeasset.com

Contents

Executive Summary	3
I. CGM 침투율이 50%가 될 때 일어나는 일들	4
II. 체중관리의 부상과 넓어지는 전장	10
덱스컴 Dexcom (DXCM US)	18
III. 글로벌 당뇨 치료제 동향	20
노보 노디스크 Novo Nordisk (NVO US)	30
일라이 릴리 Eli Lilly (LLY US)	31
IV. 국내 당뇨 치료제 동향	32
유한양행 (000100/매수)	38
한미약품 (128940/매수)	
펩트론 (087010/Not Rated)	

Executive Summary

의료기기 트렌드



Part 1. CGM의 미국 인슐린 집중 치료시장 침투율 50%에 육박하며 3가지 전략이 부상

- ① 해외시장 확대: 미국외 시장 침투의 핵심은 가격경쟁력
- ② Smart Dosing System: 포트폴리오 다각화 및 인공지능 기반 구현을 위한 식사감지기술
- ③ 비용혁신을 통한 이익률 개선

Part 2. 체중관리의 부상으로 접근가능시장이 확대

- ① 2형당뇨(기초 인슐린): 23년 4월부터 미국 시장 보험 보장범위 확대
- ② 2형당뇨(인슐린 X): 식사/약물/운동 효과가 체중에 미치는 영향이 중요
- ③ 체중관리 관련 의료기기 동향
- 의료기기 관심 종목: Dexcom(DXCM US)

의약품 트렌드



- 제2형 당뇨병과 비알콜성지방간 치료 기반이 될 '체중감량' 치료제에 대한 높은 관심 확인
- GLP-1 단일 작용제보다 높은 효과 보이는 다중작용제 데이터 발표. 경구용 치료제도 관심
- 주인공은 릴리의 GIP/GLP-1/GCGR 삼중작용제 retatrutide: 48주차 체중변화 -24.2%
- 펩타이드 기반이 아닌 합성화합물 경구용 GLP-1 orforglipron 임상2상 데이터 발표
- retatrutide 임상2상 비알콜성지방간 하위군 모든 용량군에서 위약군 대비 LFC(지방간함량) 감소
- 추천 종목: Novo Nordisk(NVO), Eli Lilly(LLY)

국내 업체 관련 요약

- 항암제, 희귀질환 등 조건부 허가가 가능한 시장과는 달리 당뇨/비만 등 대사/만성질환의 경우 대규모 임상3상 필요. 당뇨/비만 시장 침투는 바이오텍이 접근할 수 없는 '빅파마'의 영역이라는 판단
- 글로벌 당뇨/비만 시장은 노보노디스크, 일라이릴리의 과점 시장이 될 것으로 예상
- 노보노디스크와 일라이릴리는 체중감량 효과 데이터 외에도 심혈관 질환 리스크 감소, 신장 관련 추가 적응증 등을 위해 다수의 임상3상 진행 중. 강력한 해자를 구축해가는 중
- 국내 업체의 비만 R&D 신약 개발은 대부분 전임상 단계로 직접 경쟁은 사실상 불가. 노보와 릴리의 경쟁 구도에서 파생되는 것들에 침투 가능하다는 판단
- 위고비와 병용요법 가능성을 제시하는 Fc-GDP15 개발 중인 유한양행(매수/목표주가 8만원), 비만 치료제 공급 부족을 겪고있는 상황에 DP CMO 가능성이 있는 한미약품(매수/목표주가 40만원) 기존 1주 제형 위고비, 마운자로의 4주/8주 서방형 제제 개발 중인 펩트론(Not Rated)에 주목할 필요

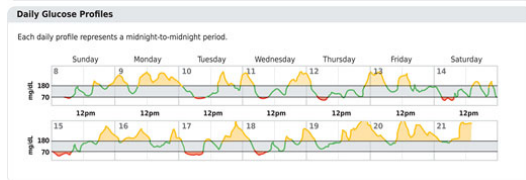
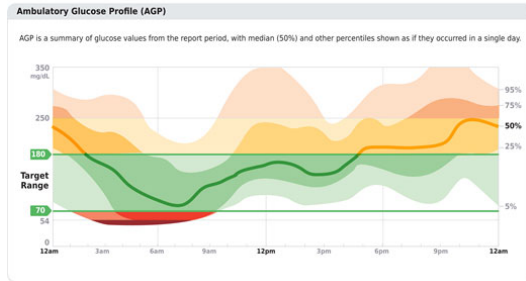
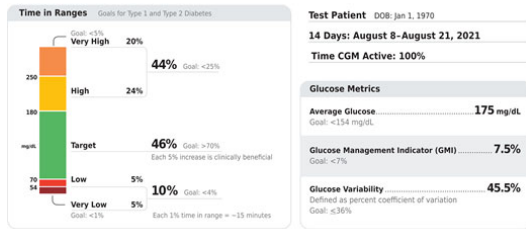
I. CGM 침투율이 50%가 될 때 일어나는 일들

기술혁신을 거듭하며
당뇨관리의 필수장비로
거듭나고 있는 CGM

- 기술혁신을 거듭하며 CGM은 인슐린 집중치료시장의 판도를 바꾸고 있음. 과거부터 중요한 당뇨관리 지표인 당화혈색소(HbA1c, 과거 2~3개월동안 혈당의 평균값)만큼 CGM을 활용한 적정혈당유지시간(Time In Range)이 당뇨관리의 중요한 지표로 부상할 정도
- 편의성 혁신: 트랜스미터 및 센서 일체화(Disposable), 혈당 보정 X(Factory Calibration), 소형화
- 성능 혁신: MARD 10%미만, 사용기간 10일 이상, 인슐린주입기와의 interoperability
- 가격 혁신: 폼팩터 혁신에 의한 가격 혁신, 보험 보장 범위 확대

CGM의 침투확대로 관리지표로서 TIR(Time in Range)의 중요성 확대

AGP Report: Continuous Glucose Monitoring



자료: ADA, 미래에셋증권 리서치센터

주요 CGM의 스펙



제조사	Dexcom	Abbott Lab.	Medtronic	아이센스	Eversense
브랜드	G7	Freestyle Libre 3	Guardian 4	Caresense Air	E3
허가	FDA & CE	FDA & CE	FDA & CE	한국 식약처 CE(진행중), FDA(미정)	FDA & CE
MARD	8.1-8.2%	7.9%	10.6%	10.42%	8.5%
사용기간	10일	14일	7일	15일	180일
보정	없음	없음	없음	첫 24시간은 2회, 이후 하루 1회	첫 21일은 하루 2회, 이후 하루 1회
트랜스미터	일체형	일체형	있음	일체형	있음
가동대기 시간	30분	1시간	2시간	2시간	24시간
연령	2세 이상	4세 이상	7세 이상	19세 이상	18세 이상
인공췌장 시스템	Tandem t:slim X2, Omnipod5(진행 중)	Ypso mylife Loop, Omnipod, Tandem(진행 중)	MDT 780G		
간섭물질 및 위험	이세티아미노펜 6시간 1g 이상, 히드록시 우레이 복용시 혈당값 높게 측정 될 수 있음	아스코르빈산(비타민C) 하루 500mg 이상 복용시 혈당값 높게 나올 수 있음	이세티아미노펜이나 파라세타몰이 함유된 약물 복용시 혈당값 높게 나올 수 있음		
특징	최대 12시간 유예기간	가장 얇고 작은 센서	780G와의 연계성, 차세대 센서(Simplera) FDA 허가 진행 중	최초 국산화 제품	인체삽입형

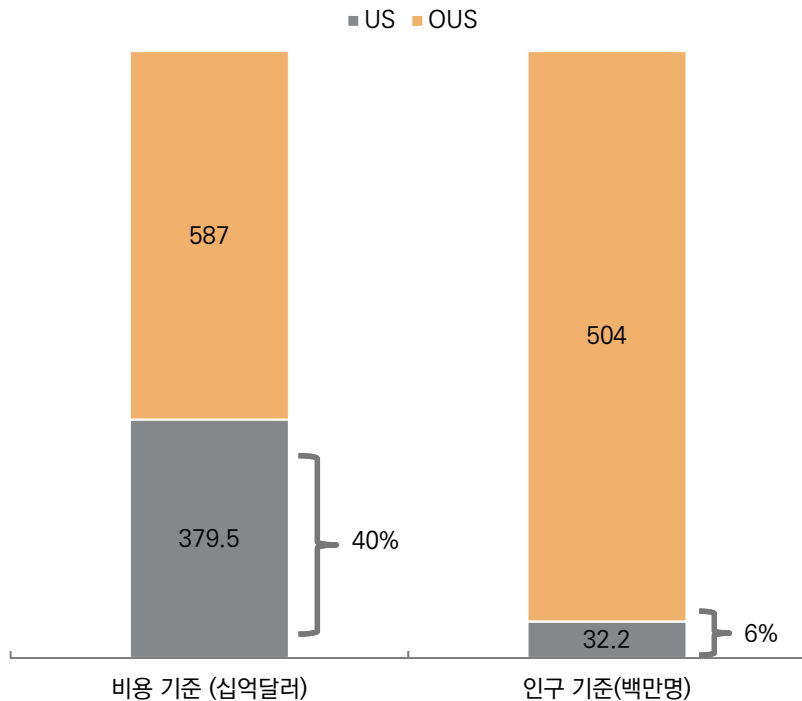
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

I. CGM 침투율이 50%가 될 때 일어나는 일들

미국 인슐린 집중 치료시장 침투율 50%에 육박한 CGM

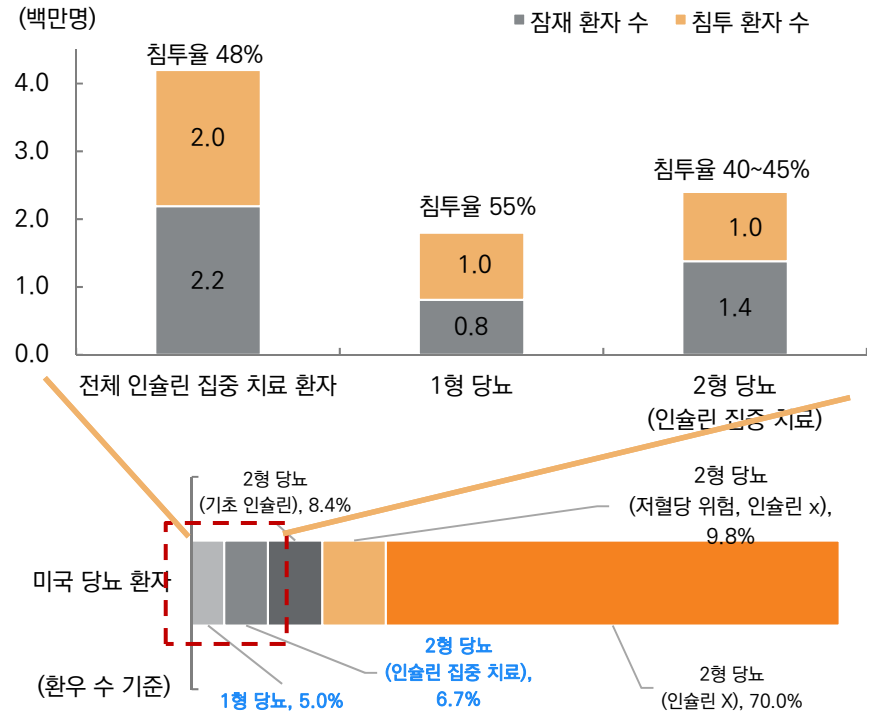
- IDF에 의하면 미국 시장은 당뇨 환우 규모로는 전세계의 6%에 불과하나, 당뇨 관련 비용기준 점유율은 40%에 달하는 세계에서 가장 큰 시장으로 글로벌 당뇨관리의 트렌드를 선도하는 가장 중요한 시장
- DXCM에 의하면, 이미 미국 인슐린 집중 치료(Insulin Intensive Therapy) 시장에서 CGM 침투율이 약 50%에 달한다고 함. 이로 인해 주요 당뇨관리 기업들을 중심으로 3가지가 중요해지고 있음
- ① 해외시장 확대 ② Smart Dosing System ③ 비용혁신을 통한 이익률 개선

전세계 당뇨환우 중 미국 비중(인구로는 6%이나 비용기준 40%)



자료: IDF, 미래에셋증권 리서치센터

미국 인슐린 집중 치료시장 침투율은 거의 50%에 육박



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

I. CGM 침투율이 50%가 될 때 일어나는 일들

① 해외시장 확대:

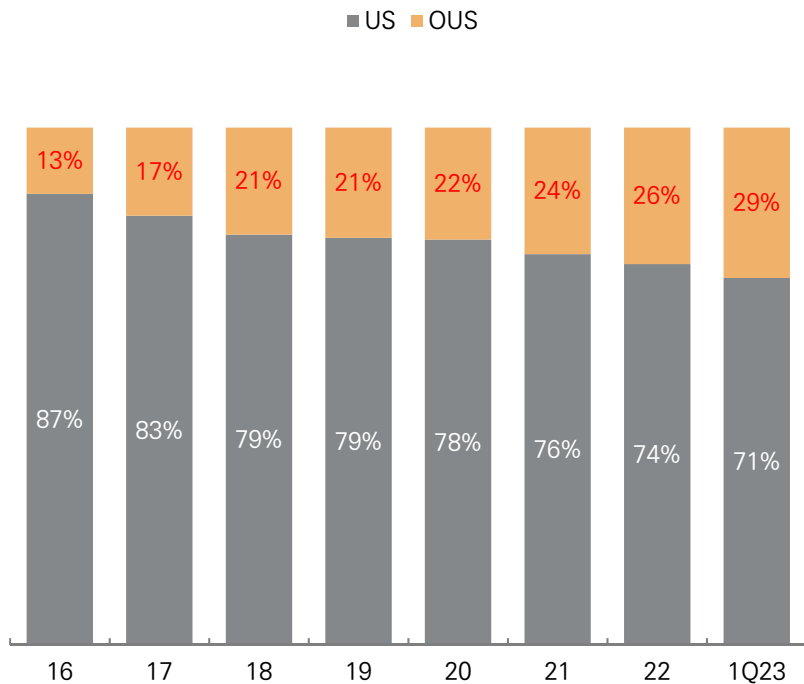
보험제도와

소득수준에 따라

다양한 포트폴리오로 대응

- 지속적인 성장을 위해서 해외시장 진출은 필수
- CGM 선도기업인 DXCM의 해외수출 비중도 16년 13%에서 1Q23 29%로 지속 확대
- 다만, 국가별로 보험제도와 당뇨에 대한 인식 등에 의해 당뇨관련 지출 수준이 다름. 이로 인해 해당 국가 상황에 맞는 포트폴리오가 필요함. DXCM의 경우, 주력 제품인 G-Series외 가격경쟁력이 높은 제품인 Dexcom One을 함께 판매 중
- 아직 전세계적으로 널리 퍼지기 보다는 GDP가 높은 지역을 우선적으로 침투하고 있음

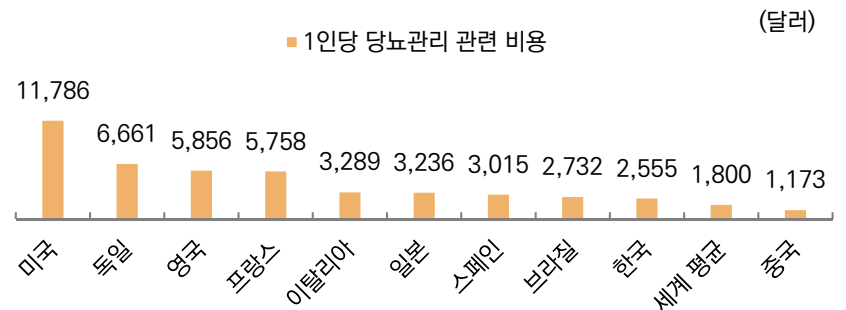
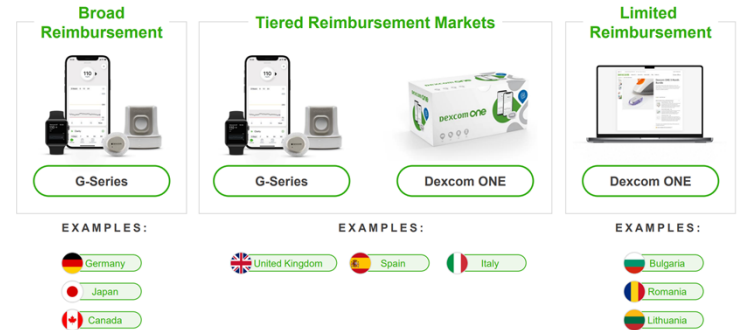
DXCM의 지역별 매출 비중 추이



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

DXCM의 해외시장 공략을 위한 CGM 포트폴리오

The right portfolio approach to unlock new geographies & expand share



자료: IDF, DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

I. CGM 침투율이 50%가 될 때 일어나는 일들

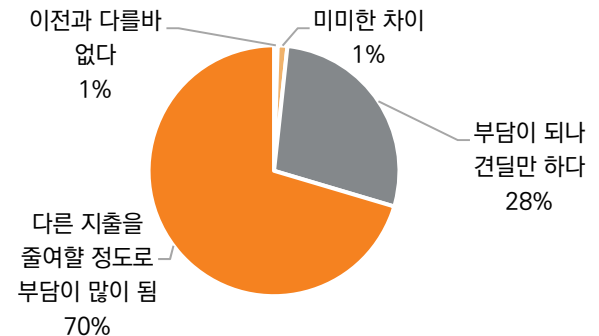
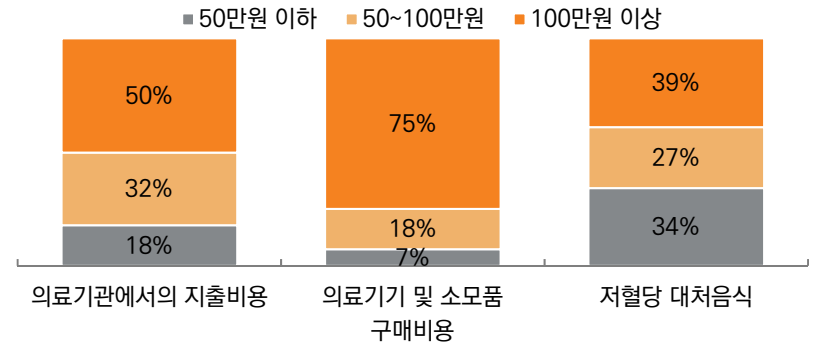
① 해외시장 확대: 미국 외 시장 침투의 가장 중요한 요소는 가격경쟁력

- 현재 국내에서 Dexcom G6 사용시 연간 센서+트랜스미터 사용에 대한 연간 본인부담비용은 약 200만원. 실제로 1형당뇨환우회에서 실시한 통계에 의하면 당뇨환우의 75% 이상이 연간 100만원 이상을 부담하고 있었고, 200만원 이상 부담하는 환우비율은 33%에 달했음
- 미국 외 시장에서 가격경쟁력은 시장 개척의 가장 중요한 요소. 그런 점에서 국내 아이센스가 23년 6월 자체 개발한 CGM에 대하여 식약처 승인을 획득하며 국산화에 성공. 상용화 전략에 대해 구체적으로 공개된바 없으나, 가격경쟁력을 갖출 경우 빠른 시장 침투가 진행될 수도 있을 것

아이센스 CGM, 케어센스 에어



국내 1형 당뇨환우들의 당뇨관련 지출 및 부담 수준 관련 통계



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2023년 2월, 국내 1형 당뇨환우 1,051명 대상 설문
자료: 1형당뇨환우회, 미래에셋증권 리서치센터

I. CGM 침투율이 50%가 될 때 일어나는 일들

② 스마트 인슐린 주입 시스템(Smart Dosing System)의 부상: 포트폴리오 다각화 및 인공지능 구현을 위한 식사감지기술

- MDT에 의하면 주요 25개국에서 현재 인슐린 집중치료를 받는 환우의 수는 6.7백만명으로 추산되며 CGM 사용 환우 비중은 70%. CGM이 널리 사용됨에 따라, CGM과 알고리즘으로 연동된 스마트 인슐린 주입기 수요도 증가할 것으로 기대. 현재 스마트 인슐린 주입기 사용자는 67만명(비중 10%)
- 이들은 매년 29%씩 상승하여 2030년에는 3.9백만명으로 전체 사용자의 55%까지 비중이 확대될 것
- 이 과정에서 ① 다양한 고객의 니즈를 충족하기 위해 인슐린 주입기 제품 포트폴리오(펜/펌프/패치)를 다각화하는 것이 중요해짐. MDT가 국내 이오플로우를 인수한 것도 그러한 맥락
- ② 고도화된 알고리즘(Advanced Hybrid Closed Loop) 구현을 위해 식사감지기술(식사로 인한 혈당변화를 감지하여 자동으로 식사인슐린을 주입하는 기술)이 중요해지고 있음.

Smart Dosing System의 비중 확대

CGM Alone is Not Enough

Despite CGM penetration of ~70%, less than 30% of patients achieve the optimal A1c target¹



>90% of MiniMed™ 780G users achieve/exceed target^{5*}
Using optimal settings of 100 mg/dL (5.5 mmol/L) target and AIT of 2 hours

Patients Fare Better on MiniMed™ 780G System

With 80% Average TIR, patients enjoy **+73** more days in range per year, from ~60% to ~80%⁶

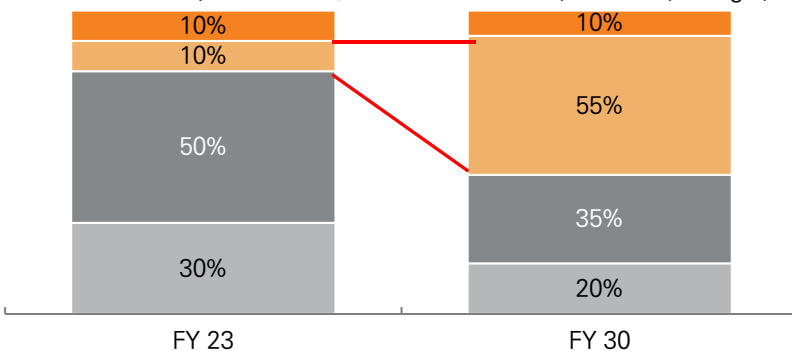
Highs and lows feel miserable and every 10% decrease in TIR⁶ increases risk of:



We can do better than ADA Guidelines, and we should



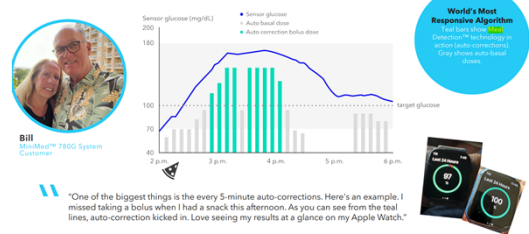
- BGM X 인슐린 펜
- CGM X 인슐린 펜(No Algo.)
- CGM X 인슐린 펜/펌프 X 알고리즘
- CGM X 펌프, 인슐린 펜(No Algo.)



자료: MDT, 미래에셋증권 리서치센터

Meal Detection Technology와 포트폴리오 다각화

Customers Are Excited About Meal Detection™ Technology



Pipeline is Differentiated for Patient Preference



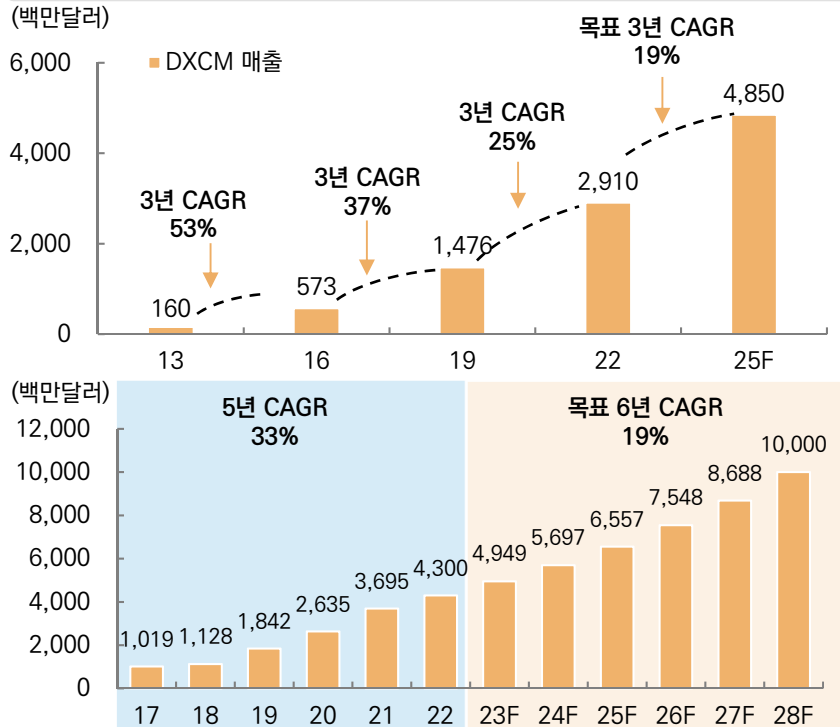
자료: MDT, 미래에셋증권 리서치센터

I. CGM 침투율이 50%가 될 때 일어나는 일들

③ 비용혁신을 통한 이익률 개선

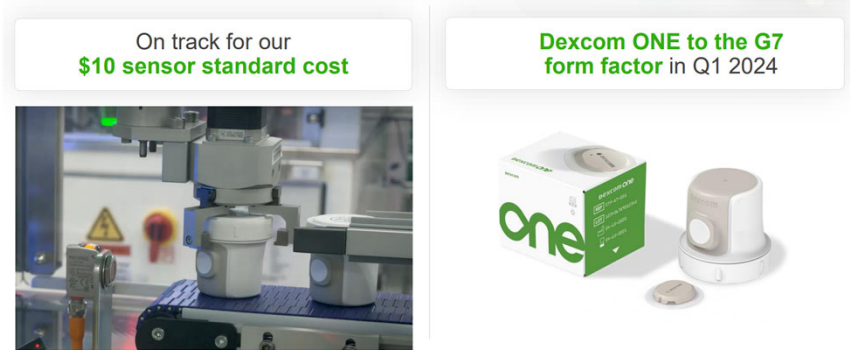
- 미국 인슐린 집중치료시장의 침투율이 증가하고, 기업들의 외형이 커지면서 성장률이 과거대비 소폭 하향되고 있음. 이로 인해 이익률 개선 측면에서 비용혁신도 중요해지고 있음
- DXCM은 비용혁신을 위해 ① 말레이시아에 첫번째 생산공장건설을 완료하고 23년 하반기부터 생산예정. 자동화 공정을 통해 최종 목표는 제조원가를 센서당 10달러로 낮추는 것 ② Dexcom One의 폼팩터를 센서와 트랜스미터가 일체화된 G7 폼팩터로 1Q24까지 전환하고자 함

DXCM(위)와 ABT(아래)의 실적 가이드런스



자료: DXCM, ABT, 미래에셋증권 리서치센터

DXCM의 비용혁신 노력



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

II. 체중관리의 부상과 넓어지는 전장

① 2형당뇨(기초 인슐린): ADA 진료지침내 CGM 사용권고 강화와 CMS의 보장범위 확대

- 세계 당뇨관리 체계에 영향이 큰 ADA는 23년 진료지침에서 2형 기초인슐린 환우의 CGM 사용을 “사용할 수 있다(Can be used)”에서 “제공되어야 한다(Should be offered)”로 변경
- 미국의 공보험인 CMS도 23년 4월부터 CGM에 대한 보장범위를 확대. 인슐린 주입 하루 최소 3번에서 1번으로 하향조정

기초 인슐린 2형 당뇨환우의 CGM 사용권고를 강화한 ADA

2022년 지침.

7.12 Real-time continuous glucose monitoring A or intermittently scanned continuous glucose monitoring C can be used for diabetes management in adults with diabetes on basal insulin who are capable of using devices safely (either by themselves or with a caregiver). The choice of device should be made based on patient circumstances, desires, and needs.

2023년 지침.

7.12 Real-time continuous glucose monitoring A or intermittently scanned continuous glucose monitoring C should be offered for diabetes management in adults with diabetes on basal insulin who are capable of using the devices safely (either by themselves or with a caregiver). The choice of device should be made based on the individual's circumstances, preferences, and needs.

자료: ADA, 미래에셋증권 리서치센터

23년 4월부터 미국 공보험의 CGM 보장 범위 확대

Glucose Monitor - Policy Article

A52464

Contractor Information

Article Information

General Information

Article ID

A52464

Article Title

Glucose Monitor - Policy Article

Article Type

Article

Original Effective Date

10/01/2015

Revision Effective Date

04/16/2023

Revision Ending Date

N/A

Retirement Date

N/A

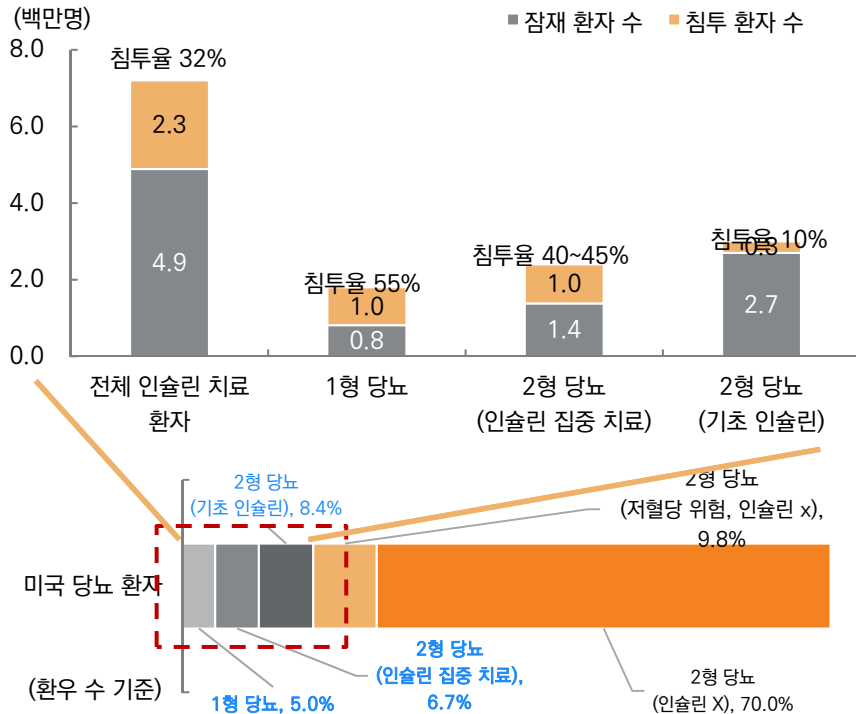
자료: CMS, 미래에셋증권 리서치센터

II. 체중관리의 부상과 넓어지는 전장

① 2형당뇨(기초 인슐린): 보험 보장인구확대로 커지는 접근가능 시장

- 보장범위가 커지는 만큼 접근가능시장규모도 기존 4.2백만명에서 7.2백만명으로 증가
- DXCM: PBM과 협의로 상업보험 인구의 60% 보장 완료, 25년까지 7억 달러 매출증가 가이드스 제시
- ABT: 구체적인 시점은 제시하지 않았으나, 10억 달러의 매출증가 효과 언급
- 인슐린 주입기에서도 2형 기초 인슐린 치료 환우를 겨냥한 특화 제품 출시: Insulet은 2형 당뇨환우 특화제품인 Omnipod Go에 대해 23년 4월 FDA 허가를 받고, 24년부터 상용화 예정. CGM과 연동할수 없고, 최대 3일동안 고정된 용량의 기초 인슐린을 내장하고 있음


미국 당뇨환우의 다이내믹스 및 CGM 침투율



자료: Dexcom, 미래에셋증권 리서치센터

기초 인슐린 치료 환우 대상 웨어러블 제품인 OmniPod Go


Basal Insulins




Omnipod GO
No needles, ease of adoption and expected improved adherence

Basal-Bolus Insulins

Omnipod DASH
Improved glycemic management and reduction in insulin usage



Omnipod 5
All the benefits of Omnipod, with AID¹



자료: PODD, 미래에셋증권 리서치센터

II. 체중관리의 부상과 넓어지는 전장

② 2형당뇨(인슐린 X): 2형 당뇨병관리에서 체중감량의 중요성 부상

- ADA는 2023년 지침에서 체중감량에 대해 혈당조절, 심혈관질환, 심부전 및 신장질환과 동일한 정도의 중요성을 부여. 특히 제 2형 당뇨병 관리에서 체중감량을 장려하고 있음. 체중 관리 및 감소는 모든 당뇨환우와 과체중 또는 비만이 있는 전당뇨병 환우에게 중요함을 강조
- 제2형 당뇨병이 있는 과체중 및 비만 환우는 유의미한 삶의 질 개선을 위해 5%의 체중감소가 필요. 체중감량의 효과를 극대화하기 위해서는 보다 집중적인 체중 감량 목표(즉, 15%)가 적절할 수 있음
- 전당뇨에서 2형당뇨로의 진행을 막기위한 체중감량 목표는 7~10%
- 상대적으로 적은 체중감소(약 3~7%)는 혈당 및 기타 중간 심혈관 위험 요소 개선 가능. 상대적으로 큰 체중감소(10% 이상)는 제2형 당뇨 및 다른 질병 수정 효과 및 심혈관결과 개선 가능

체중관리의 중요성을 강조하는 ADA 2023 진료 지침

Weight Management

Management and reduction of weight is important for people with type 1 diabetes, type 2 diabetes, or prediabetes with overweight or obesity. To support weight loss and improve A1C, cardiovascular disease (CVD) risk factors, and well-being in adults with overweight/obesity and prediabetes or diabetes, MNT and DSMES services should include an individualized eating plan in a format that results in an energy deficit in combination with enhanced physical activity (70). Lifestyle intervention programs should be intensive and have frequent follow-up to achieve significant reductions in excess body weight and improve clinical indicators. There is strong and consistent evidence that modest, sustained weight loss can delay the progression from prediabetes to type 2 diabetes (97–99) (see Section 3, “Prevention or Delay of Type 2 Diabetes and Associated Comorbidities”) and is beneficial for the management of type 2 diabetes (see Section 8, “Obesity and Weight Management for the Prevention and Treatment of Type 2 Diabetes”).

In prediabetes, the weight loss goal is 7–10% for preventing progression to type 2 diabetes (100). In conjunction with support for healthy lifestyle behaviors, medication-assisted weight loss can be considered for people at risk for type 2 diabetes when needed to achieve and sustain 7–10% weight loss (101,102) (see Section 8, “Obesity and Weight Management for the Prevention and Treatment of Type 2 Diabetes”). People with prediabetes at a healthy weight should also be considered for behavioral interventions to help establish routine aerobic and resistance exercise (100,103,104) as well as to establish healthy eating patterns. Services delivered by practitioners familiar with diabetes and its management, such as an RDN, have been found to be effective (95).

For many individuals with overweight and obesity with type 2 diabetes, 5% weight loss is needed to achieve beneficial outcomes in glycemic control, lipids, and blood pressure (105). It should be noted, however, that the clinical benefits of weight loss are progressive, and more intensive weight loss goals (i.e., 15%) may be appropriate to maximize benefit depending on need, feasibility, and safety (106,107). Long-term durability of weight loss remains a challenge; however, newer medications (beyond metabolic surgery) may have potential for sustainability, impact on cardiovascular outcomes, and weight reduction beyond 10–15% (108–111).

자료: ADA, 미래에셋증권 리서치센터

제2형 당뇨병의 예방 및 치료를 위한 비만 및 체중 관리 지침

8.5 Individuals with diabetes and overweight or obesity may benefit from modest or larger magnitudes of weight loss. Relatively small weight loss (approximately 3–7% of baseline weight) improves glycemia and other intermediate cardiovascular risk factors. A Larger, sustained weight losses (>10%) usually confer greater benefits, including disease-modifying effects and possible remission of type 2 diabetes, and may improve long-term cardiovascular outcomes and mortality. B

8.6 Nutrition, physical activity, and behavioral therapy to achieve and maintain ≥5% weight loss are recommended for most people with type 2 diabetes and overweight or obesity. Additional weight loss usually results in further improvements in the management of diabetes and cardiovascular risk. B

8.7 Such interventions should include a high frequency of counseling (≥16 sessions in 6 months) and focus on nutrition changes, physical activity, and behavioral strategies to achieve a 500–750 kcal/day energy deficit. A

8.11 For those who achieve weight loss goals, long-term (≥1 year) weight maintenance programs are recommended when available. Such programs should, at minimum, provide monthly contact and support, recommend ongoing monitoring of body weight (weekly or more frequently) and other self-monitoring strategies, and encourage regular physical activity (200–300 min/week). A

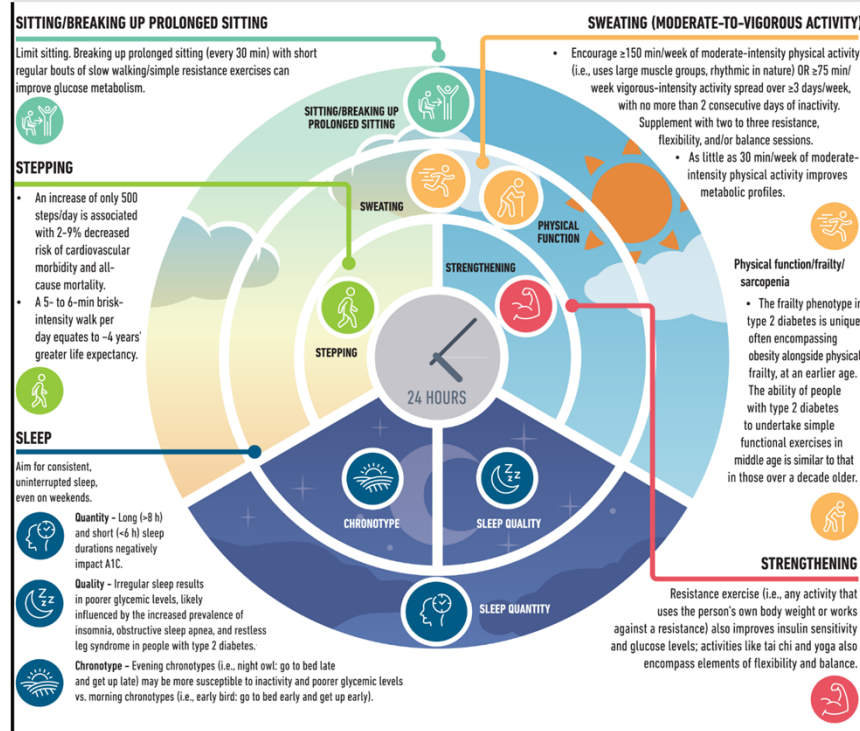
자료: ADA, 미래에셋증권 리서치센터

II. 체중관리의 부상과 넓어지는 전장

② 2형당뇨(인슐린 X): ADA, 체중감량을 위한 다양한 방법 권고

- 5%미만의 체중감소를 위해서는 영양, 신체활동 및 생활습관 개선 전략이 권장
- 신체활동 및 생활습관 개선 전략으로 5S 프레임 워크 제시: Sleep, Sitting, Strengthening, Sweating, Stepping
- 10% 이상은 식단요법 및 약물요법으로 달성 가능. 대사수술도 체중 감소를 달성하고 건강위험을 줄이는데 도움이 될 수 있다고 언급
- 1년 이상의 장기 체중 유지 프로그램 권장

5S 프레임워크: 수면, 걷기, 고강도운동, 유산소운동, 앉아있는 시간 통제



자료: ADA, 미래에셋증권 리서치센터

2형당뇨 환우의 BMI에 따른 체중조절 방식

Table 8.1—Treatment options for overweight and obesity in type 2 diabetes

Treatment	BMI category (kg/m ²)		
	25.0–26.9 (or 23.0–24.9*)	27.0–29.9 (or 25.0–27.4*)	≥30.0 (or ≥27.5*)
Nutrition, physical activity, and behavioral counseling	†	†	†
Pharmacotherapy		†	†
Metabolic surgery			†

*Recommended cut points for Asian American individuals (expert opinion). †Treatment may be indicated for select motivated individuals.

8.18 Metabolic surgery should be a recommended option to treat type 2 diabetes in screened surgical candidates with BMI ≥ 40 kg/m² (BMI ≥ 37.5 kg/m² in Asian American individuals) and in adults with BMI 35.0–39.9 kg/m² (32.5–37.4 kg/m² in Asian American individuals) who do not achieve durable weight loss and improvement in comorbidities (including hyperglycemia) with nonsurgical methods. **A**

8.19 Metabolic surgery may be considered as an option to treat type 2 diabetes in adults with BMI 30.0–34.9 kg/m² (27.5–32.4 kg/m² in Asian American individuals) who do not achieve durable weight loss and improvement in comorbidities (including hyperglycemia) with nonsurgical methods. **A**

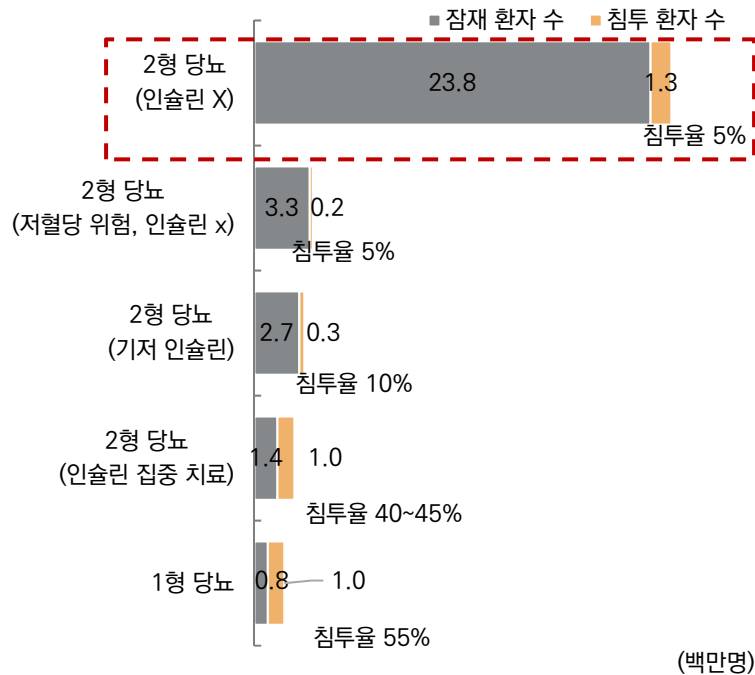
자료: ADA, 미래에셋증권 리서치센터

II. 체중관리의 부상과 넓어지는 전장

② 2형당뇨(인슐린 X): 기존시장과 차원이 다른 거대한 시장이 열린다

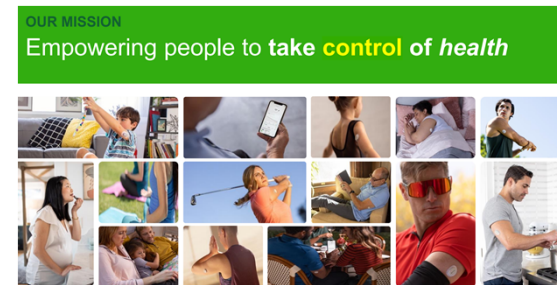
- 체중감량의 중요성이 부각되면서 당뇨병우의 70%(미국 24~25백만명)를 차지하는 인슐린 치료를 받지 않는 2형 당뇨병우 시장에도 관심 증가
- 이 시장에 성공적으로 진입할 경우, 더 큰 시장인 전당뇨(미국 96백만명) 시장까지 시장 범위가 확대될 수 있음
- 최근 DXCM이 사명을 당뇨관리에서 건강관리로 변경한 것도 이런 맥락과 관련이 깊은 것도 판단됨

2형 환우(인슐린 X)까지 확대되는 전장



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

당뇨를 넘어 심혈관 대사 질환 관리 영역으로 확장하고자하는 DXCM



Demonstrating glucose as central to cardio-metabolic health



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

II. 체중관리의 부상과 넓어지는 전장

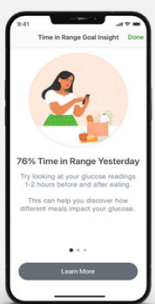
② 2형당뇨(인슐린 X): 새 술은 새 부대에 담아야

- 인슐린 치료를 받지 않는 환우들은 혈당수치를 통해 삶의 질을 향상시킬 정보(식사/운동/약물효과)를 얻는 것이 목표. 이들을 위한 새로운 장비와 전략이 필요함(저혈당 경고나 데이터 공유기능 불필요)
- ABT: 체중관리 솔루션 기업인 Weightwatcher와 협업 발표, 포도당과 케톤을 동시에 측정할 수 있는 웨어러블 장치 개발 중, 웰니스용 웨어러블인 링고는 올해 2개 제품 상용화(유럽)가 목표
- DXCM: 인슐린 치료를 하지 않는 환우 대상 신제품 2024년 공개 예정, G7 폼팩터 기반 15일 제품. 현재 CGM이 당뇨병 환우에게만 적용되도록 허가되어, 사용대상 확대를 위해 FDA와 논의 중


DXCM, 인슐린 치료를 하지 않는 당뇨환우용 신제품 24년 출시 목표

2024: Dexcom's first product designed for people not on insulin


PREVIEW




A unique **glucose sensing solution** designed for **people who are not on insulin**




Custom software



15-day wear period



Cash pay option

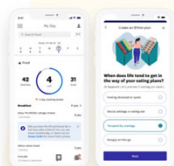


Launching in 2024

자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

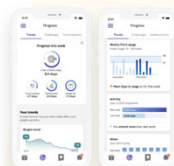
ABT, 체중관리 솔루션 기업인 WeightWatcher와 파트너십

/Daily Plan



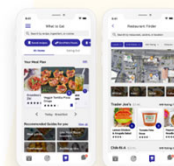
Home base to guide members
Guidance that helps members focus on what they need to do that day to be successful based on last or class behavior science. Each day will be unique, motivating, and action-oriented.

/Progress



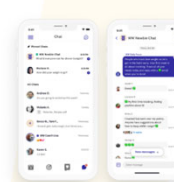
Space dedicated to forward momentum
Maximizing visual representation of a member's behavior, how it impacts their path to success, and key insights to continue improving.

/What to Eat



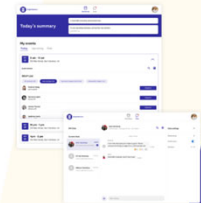
Immersive space for all things food
Reduce decision fatigue around mealtime with interactive, customizable tips, and frictionless tools aimed at making healthy eating decisions easy and fun.

/Chat



Engaging space to foster connections
Chat platform for members to engage with coaches and peers to share success, feel a sense of accountability, and receive support.

/Coach Experience



Human focused coach platform
Coach tools that help create a world class member experience and enable coaches to manage relationships at scale.

/2023

자료: WW, 미래에셋증권 리서치센터

II. 체중관리의 부상과 넓어지는 전장

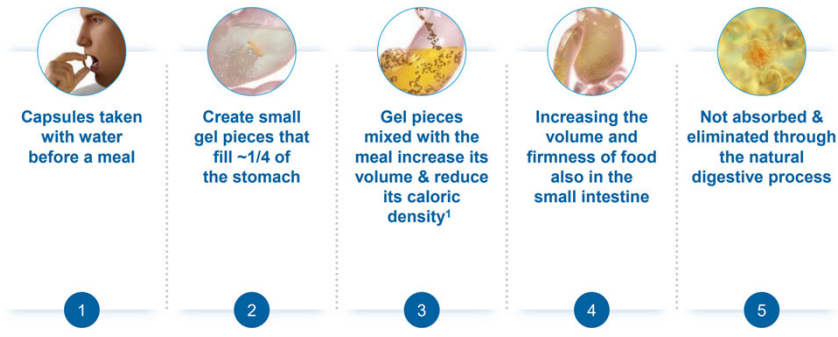
③ 체중감량 관련 의료기기

- 당뇨관리 영역에서 아직 의료기기들이 체중감량을 위해서 행동변화/식사/약물/수술 요법만큼 많이 쓰이지 않고 있고, ADA에서도 진료지침으로 권고하고 있지는 않음
- 그러나 여전히 체중감량의 풀어야 할 난제 중 하나는 장기적 효과와 지속가능성. 그런 점에서 그 대안 중 하나로 의료기기들이 임상적 근거를 확보해 나가고 있음
- Gelesis: 유일하게 FDA 허가를 받은 체중감량 목적 의료기기. 알약형태로 환우가 복용하면, 환우의 위에서 셀룰로스와 구연산이 결합하여 수천개의 3차원 겔 조각을 만들어내어 포만감을 느낄 수 있게 함. 4주 98달러이며, 현재 미국에서 처방전없이 구매가능한 OTC 버전 FDA 허가 진행 중
- Allurion: 수술없이 환우가 삼킨 인공풍선을 위에 위치하고 카테터로 몸 외부에서 물을 채워넣는 위풍선 제조. 16주 안에 10~15% 체중감량 효과, 삭센다와의 시너지 임상시험으로 8개월동안 평균 19% 체중감소효과를 입증하기도, 현재 FDA 허가를 위한 임상시험 진행중이며 24년 FDA 승인 예상

Gelesis: 위장에서 커지는 알약

Safety & Ease: Feel Fuller Throughout the Day with Less Food

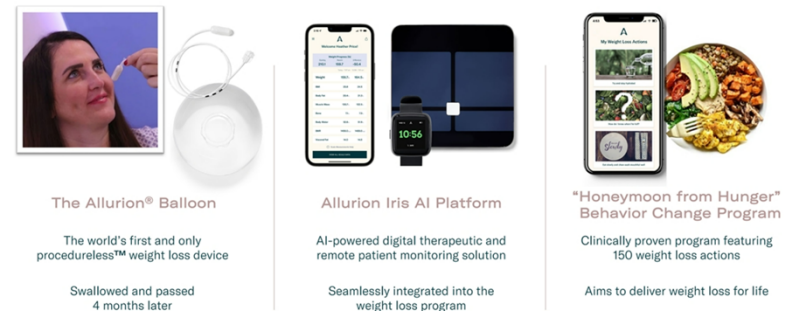
Not Absorbed, Not Habit Forming, Induces Satiety and Weight Loss by Increasing the Volume and Firmness of the Ingested Meals without any Additional Calories



자료: Gelesis, 미래에셋증권 리서치센터

Allurion: 삼키는 위풍선

A The Allurion Program Combines a Revolutionary Medical Device, Cutting-Edge Digital Therapeutic, and Behavior Change Program



자료: Allurion, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. Global Peer Group

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률(%)			PER(배)			P/S(배)			ROE(%)			매출액(십억원)		
		22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
로슈 홀딩	320,674	27.6	33.5	34.5	17.1	13.9	12.7	3.4	3.6	3.4	47.3	47.2	42.9	85,593	88,844	93,211
애보트 래버러토리	237,700	19.2	22.3	22.4	29.1	24.3	23.1	4.5	4.7	4.5	16.0	19.7	19.8	56,415	51,242	53,562
메드트로닉	149,041	17.6	24.7	25.4	21.0	17.4	16.1	3.7	3.6	3.5	7.2	12.7	13.4	41,106	41,620	43,533
덱스컴	66,287	13.4	16.5	18.8	-	-	-	17.2	14.8	12.3	13.2	18.0	20.3	3,760	4,588	5,526
인슐렛	25,455	2.9	8.7	10.8	-	-	-	14.5	12.6	10.7	0.1	19.3	18.0	1,687	2,055	2,438
Sinocare Inc	2,311	15.7	16.7	17.4	29.7	27.8	21.9	4.5	3.9	3.2	14.5	13.3	14.8	540	618	750
탠덤 다이아비티즈	2,434	-11.6	-10.5	-4.3	-	-	-	2.4	2.2	1.9	-52.5	-17.2	-7.5	1,035	1,148	1,299
타이보 과기	722	43.0	22.8	23.1	5.5	16.8	17.9	1.9	3.4	3.5	42.7	12.0	10.9	417	222	214
아이센스	626	7.5	8.4	10.3	85.1	32.2	23.3	2.4	2.2	1.9	2.6	6.6	8.6	265	288	324
전체 평균		15.0	15.9	17.6	31.3	22.1	19.2	6.1	5.7	5.0	10.1	14.6	15.7	21,202	21,180	22,317
일라이 릴리	535,063	25.0	28.9	33.6	61.3	50.8	36.5	14.3	13.4	11.2	55.4	64.4	74.6	36,885	40,521	48,298
노보 노디스크	445,902	42.3	43.0	43.7	-	29.5	25.4	-	10.5	9.0	83.5	82.4	75.5	32,296	42,469	49,562
전체 평균		33.6	36.0	38.6	61.3	40.1	30.9	14.3	11.9	10.1	69.5	73.4	75.1	34,590	41,495	48,930

주: 2023년 7월 12일 종가 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

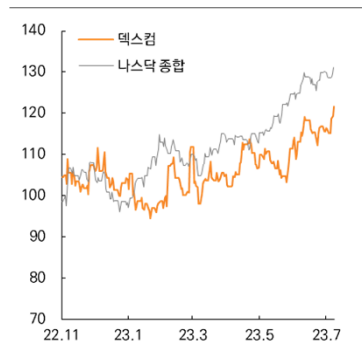
인슐린 집중치료 시장을 넘어 더 큰 바다로

Refinitiv 평균목표주가	USD 142.12
현재주가(23/7/12)	USD 133.67
상승여력	6.3%
NASDAQ (23/7/12, p)	13,918.96
국가	미국

EPS 성장률 (23F,%)	42.2
P/E(23F,x)	93.7
MKT P/E(23F,x)	36.8
배당수익률(%)	-
시가총액 (십억USD)	51.82
시가총액 (조원)	67.10
유통주식수 (백만주)	385.2
52주 최저가 (USD)	76.35
52주 최고가 (USD)	133.67
주가상승률 (%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	5.3 24.8 71.3
상대주가	1.9 -1.4 38.6

투자포인트

- 1Q23 사상최대 신규 사용자를 확보하며 22년말 대비 환우기반 30% 증가
- 지난 2월 런칭한 차세대 CGM인 G7은 출시 초기임에도 1,000개의 신규 의료공급자가 처방하였고, G6와 동일한 유통채널(DME) 확보. 현재 상업보험 인구의 60%가 G7 보장
- 변경된 미국 공보험의 CGM 보장 지침(인슐린 사용조건 하루 3회에서 1번으로 축소, 미국 시장 TAM 300만명 → 700만명)은 7월부터 실적에 반영될 것(23년 연간 매출의 1% 기여 예상). 본격적인 실적기여는 24년 이후로 전망되며 25년 매출 7억달러 기여 예상
- 인슐린 치료를 받지 않는 2형 환우를 위한 신제품 24년 출시 예정
- 2025년 실적 가이던스: 매출 46~51억달러, GPM 65%, EBITDA 마진 31%, OPM 21%
- 현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 13배(지난 5년 평균 12배)로 글로벌 Peer(6배) 대비 고평가
- 리스크: Libre와의 경쟁심화, G7 생산 개시로 인한 마진 훼손

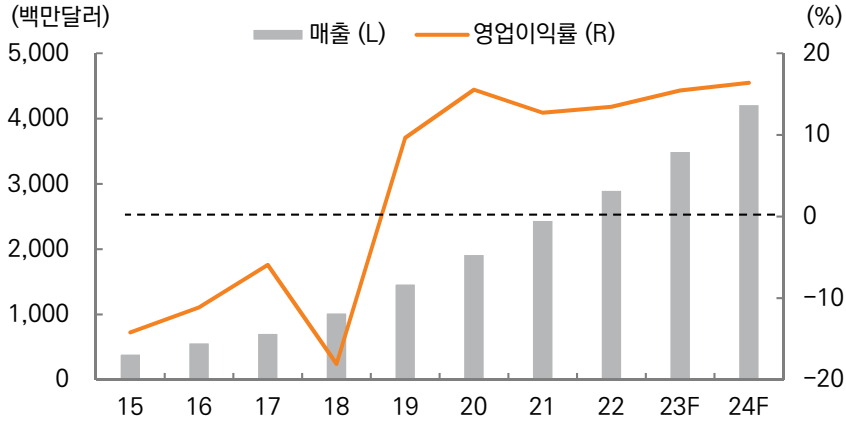


결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (백만USD)	1,927	2,449	2,910	3,503	4,222	5,066
영업이익 (백만USD)	300	266	391	541	692	881
영업이익률 (%)	15.6	10.9	13.4	15.4	16.4	17.4
순이익 (백만USD)	550	217	341	483	609	775
EPS (USD)	1.46	0.56	0.88	1.25	1.57	2.00
ROE (%)	40.6	11.2	16.3	20.1	20.5	21.2
P/E (배)	63.5	239.4	129.2	107.3	85.1	66.9
P/B (배)	18.4	23.2	16.0	15.9	13.4	11.2

주: GAAP
자료: DXCM, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

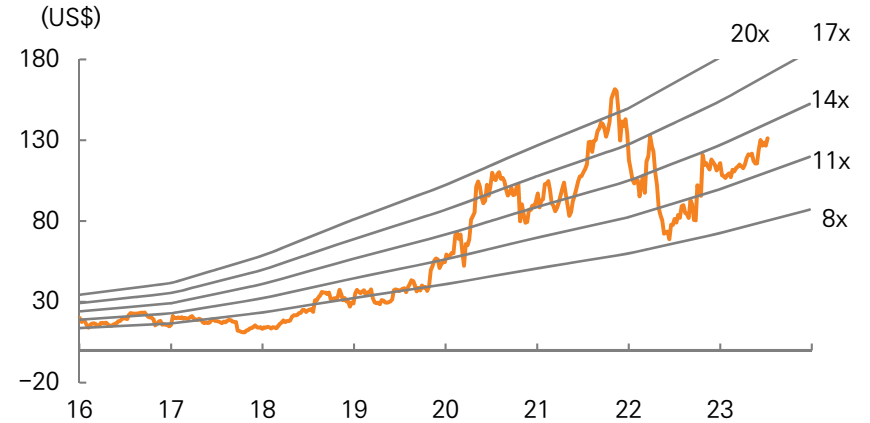
주요 차트

매출 및 영업이익률 추이



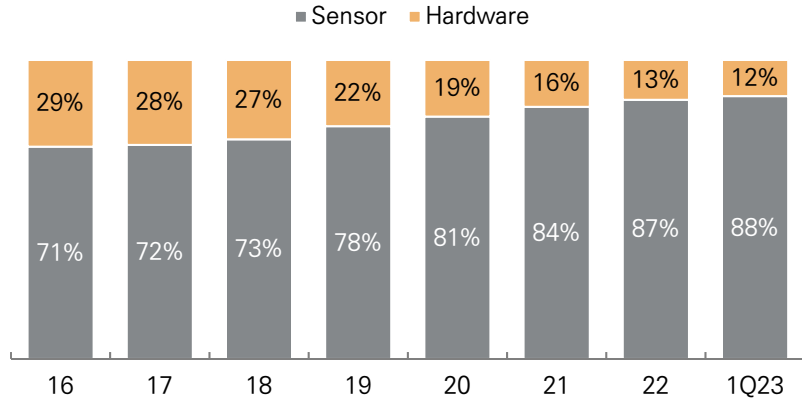
자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

12개월 선행 P/S 밴드 차트



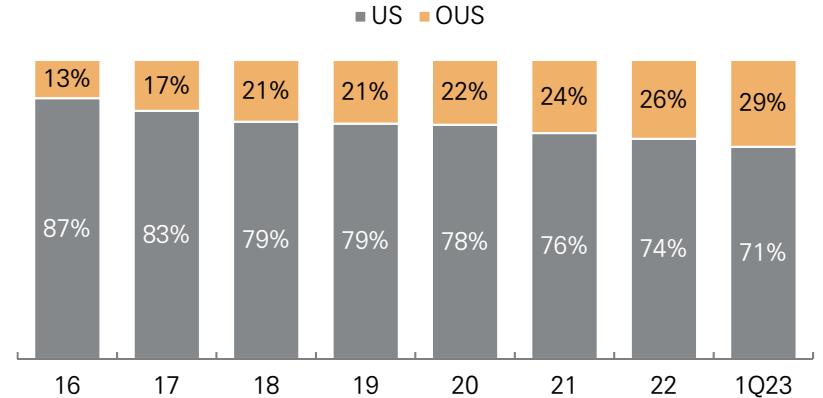
자료: 미래에셋증권 리서치센터

품목별 매출 비중 추이



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

지역별 매출 비중 추이



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 당뇨 치료제 동향

ADA 가이드라인 업데이트되며 ‘체중감량’ 중요성 강조

- ‘체중감량’이 제2형 당뇨병(T2D)을 뒷받침해야 하며 체중감량이 혈당조절, 심혈관질환(CVD), 심부전, 신부전과 동일한 수준으로 중요도 격상. 비만은 만성질환이라는 점을 재강조
- GLP-1/GIP 이중작용제 tirzepatide이 체중감량 가능성 있는 혈당조절 옵션으로 추가
- 제1형 당뇨병(T1D) 발병을 늦춰주는 최초 항체 신약 teplizumab이 승인되면서 가이드라인 업데이트: 섹션 2 당뇨병 구분 및 진단: 발현 전 단계, 섹션 3 T2D 및 관련 합병증 예방 및 지연

당뇨병 치료 가이드라인에 체중감량 중요도 격상

Emphasis on weight loss throughout

Throughout the guidance and within the treatment algorithms, weight loss is now given equal importance to glycaemic control, CVD, heart failure and renal disease. Encouragement to lose weight should underpin type 2 diabetes care:

- Relatively small weight loss (approximately 3–7% of baseline weight) improves glycaemia and other intermediate cardiovascular risk factors.
 - Larger, sustained weight loss (10–15%), achievable with total diet replacements or current pharmacotherapy, usually confers greater benefits, including disease-modifying effects and possible remission of type 2 diabetes, and may improve long-term cardiovascular outcomes and mortality.
-
- 비교적 적은 체중감량(3~7%)도 혈당과 기타 심혈관 리스크 요인을 줄여줄 수 있음
 - 식이요법 및 현재 의약품으로 그보다 더 한 체중감량(10~15%)을 유지할 시 더 많은 혜택을 받을 수 있음. 예를 들어 질병 완화 효과 및 제2형 당뇨병 완치 가능성, 장기적인 심혈관 건강과 사망률도 개선시킬 수 있음.

자료: ADA, 미래에셋증권 리서치센터

최초 T1D에 대한 질병 완화 신약 승인으로 가이드라인 업데이트

Today, the American Diabetes Association® (ADA) published updates to the *Standards of Care in Diabetes—2023* (Standards of Care) on the use of teplizumab in delaying the onset of type 1 diabetes. Type 1 diabetes is a chronic autoimmune disease that affects millions of people worldwide, and its incidence is increasing. Teplizumab is a monoclonal antibody that targets the immune system and has been shown to delay the onset of type 1 diabetes in high-risk individuals. The updated recommendations reflect recent clinical trial results and U.S. Food and Drug Administration (FDA) approval of teplizumab and provide healthcare professionals with new guidance on the use of teplizumab to delay the progression of the disease.

Section 2, “Classification and Diagnosis of Diabetes,” of the Standards of Care has been updated to refine the diagnostic criteria for type 1 diabetes screening in presymptomatic individuals. Individuals testing positive for autoantibodies may meet criteria for intervention with teplizumab in order to delay development of diabetes.

Section 3, “Prevention or Delay of Type 2 Diabetes and Associated Comorbidities,” of the Standards of Care has been updated to reflect the addition of teplizumab to delay type 1 diabetes in certain adults and children at high risk for developing the disease. The section title has also been updated to account for prevention or delay of type 1 diabetes.

자료: ADA, 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 당뇨 치료제 동향

치열해지는 체중감량 신약 경쟁

- ADA 2023에서 다수의 비만 신약 후보물질 데이터 발표. 분명해지는 선두 기업: LLY, NVO
- 학회 주인공은 일라이 릴리의 GLP-1/GIP/GCGR 삼중작용제 ‘retatrutide’의 임상2상 데이터
- 이밖에 릴리의 경구용 ‘orforglipron’ 2상, 노보 노디스크의 ‘semaglutide 50mg’ 3상 발표
- BI/질랜드도 SC제형 GCGR/GLP-1 작용제 ‘survodutide’ 임상2상 데이터 발표
- 화이자사는 두 후보물질 중 lotiglipron 개발 중단 결정. 1일2회 경구용 danuglipron으로 후기 임상 진행

비만 신약 후보물질 효용성 및 안전성 비교

물질/브랜드 (회사)	retatrutide (Eli Lilly)	tirzepatide (Eli Lilly)	survodutide (BI/Zealand)	cagrisema (Novo)	sema 50mg (Novo)	Wegovy (Novo)	orforglipron (Eli Lilly)	danuglipron (Pfizer)	AMG-133 (Amgen)	Saxenda (Novo)	
물질 기전	GLP-1/GIP/GCGR	GIP/GLP-1	GCGR/GLP-1	Amylin+GLP-1	GLP-1	GLP-1	GLP-1	GLP-1	GIPR길항제/GLP-1	GLP-1	
물질 구분	peptide	peptide	peptide	peptide+peptide	peptide	peptide	non-peptide	non-peptide	antibody-peptide conjugate	peptide	
투약 주기	주1회	주1회	주1회	주1회	1일1회	주1회	1일1회	1일2회 (1일1회 개발 중)	월1회	1일1회	
투약 경로	SC	SC	SC	SC	경구	SC	경구	경구	SC	SC	
현재 임상 단계	임상3상	허가신청	임상2상 완료	임상3상	임상3상 완료	출시 완료	임상3상	임상2b상 모집완료	임상2상	출시 완료	
임상시험	TRIUMPH-3	SURMOUNT-1	NCT04667377	REDEFINE	OASIS 1	STEP 1	NCT05051579	NCT04707313	NCT04478708	SCALE	
적응증	비만	비만	비만	비만	비만	비만	비만	비만 + T2D	비만 +/- T2D	비만	
관찰 기간	48주	72주	46주	32주	68주	68주	36주	16주	12주	56주	
최대 용량	12mg	15mg	4.8mg	2.4mg	50mg	2.4mg	45mg	120mg	420mg	3.0mg	
체중변화율	치료군	-24.2%	-22.5%	-14.9%	-15.6%	-15.1%	-14.9%	-14.7%	-5.4%	-14.5%	-8.0%
	위약군	-2.1%	-2.4%	-2.0%	-5.6%	-2.4%	-2.4%	-2.3%	-0.4%	미공개	-2.6%
치료중단율	치료군	16.1%	6.2%	24.6%	미공개	5.7%	7.0%	13%	34.0%	미공개	9.9%
	위약군	0%	2.6%	3.9%	미공개	3.6%	3.1%	2%	8.0%	미공개	3.8%

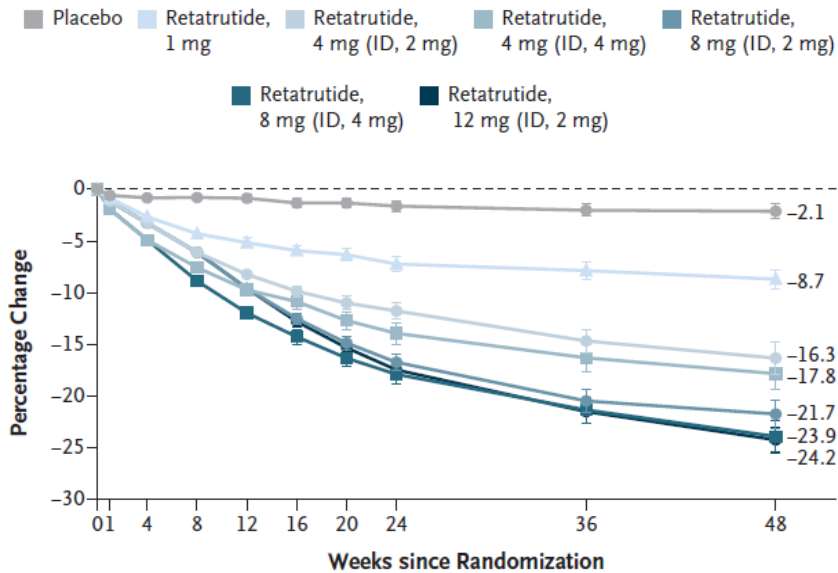
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 당뇨 치료제 동향

GIP/GLP-1/GCGR 삼중작용제 retatrutide로 자체 기록 갱신한 릴리

- 지금까지 가장 높은 효용성으로 주목받은 릴리의 삼중작용제 retatrutide. 주1회 고용량 12mg 투약 시 48주차 -24.2%(vs. -2.1% 위약군) 체중 변화. 이중작용제 tirzepatide 72주차 -22.5% 갱신
- 다만 1) 대규모 임상3상에서 동일한 데이터 반복 필요하고 2) 심혈관 부작용 안전성 검증 필요
- 1등급 이상의 부정맥 및 관련 이상사례 발생 환자 19명 중 임상시험을 중단한 2명의 환자 발생. 이 중 한 명은 심전도 QT간격 연장 관련 심각한 사례 발생, 다른 한 명은 빈맥 중등증 부작용 발생

추가적인 체중감소를 기대되는 retatrutide 임상 데이터



고용량군에서 부정맥 및 관련 이상사례 부작용 발생

명 (%)	위약군	1mg	4mg [ID 2mg]	4mg [ID 4mg]	8mg [ID 2mg]	8mg [ID 4mg]	12mg [ID 2mg]	총
N	70	69	33	33	35	35	62	337
1등급 이상의 부정맥 및 관련 이상사례 (AE) 발생 환자	2 (2.9)	3 (4.3)	0	2 (6.1)	0	5 (14.3)	7 (11.3)	19 (5.6)
심계항진 (두근거림)	0	0	0	0	0	1 (2.9)	2 (3.2)	3 (0.9)
빈맥 (빠른맥)	1 (1.4)	0	0	0	0	0	2 (3.2)	3 (0.9)
심실내 전도 결손	0	0	0	0	0	1 (2.9)	1 (1.6)	2 (0.6)
심박수 증가	0	0	0	0	0	1 (2.9)	1 (1.6)	2 (0.6)
심실 기외수축	0	0	0	0	0	1 (2.9)	1 (1.6)	2 (0.6)
심장전기도 QT간격 연장	0	0	0	0	0	0	1 (1.6)	1 (0.3)

자료: Eli Lilly, Massachusetts Medical Society(2023), 미래에셋증권 리서치센터

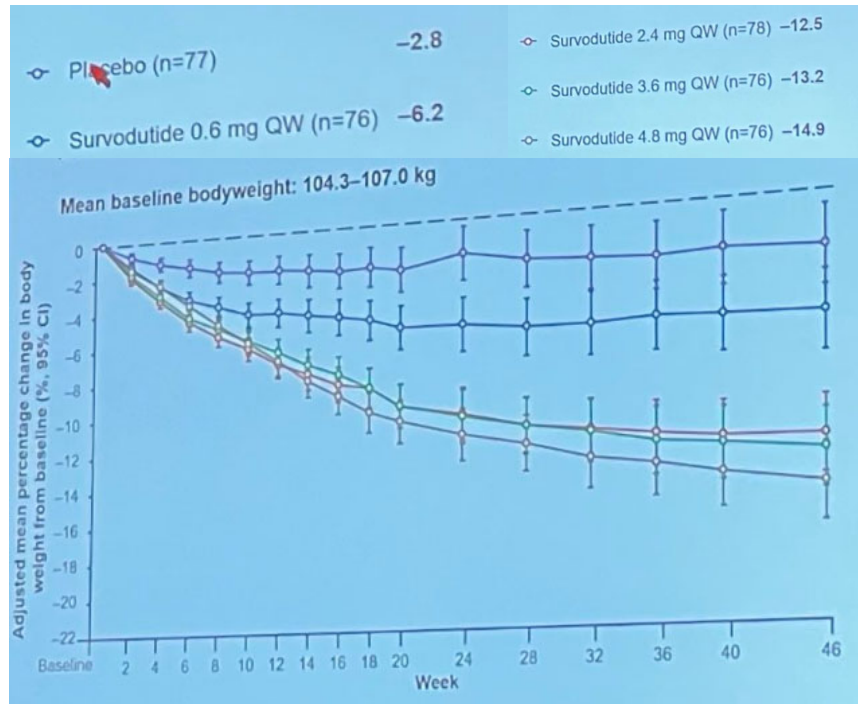
자료: Eli Lilly, Massachusetts Medical Society(2023), 미래에셋증권 리서치센터
 주: Initial Dose(ID)는 최초 용량

III. 글로벌 당뇨 치료제 동향

BI/Zealand의 survodutide 임상2상 효용성은 기대치 부합, 안전성은 기대 이하

- Survodutide(BI 456906)은 주1회 SC 투약하는 GLP-1/GCGR 작용제
- 4.8mg 고용량군에서 -14.9%(vs. 위약군 -2.8%)으로 노보의 위고비와 유사한 체중 변화
- 하지만 대부분 위장관 부작용으로 인한 치료중단을 4.8mg군에서 무려 28.6% (위고비는 7% 수준)
- NASH 임상2상(NCT04771273) 올해 말 1차 완료 예정. 데이터는 2024년 발표 예상

위고비와 유사한 수준의 체중감소를



자료: BI, Zealand Pharma, ADA 2023, 미래에셋증권 리서치센터

하지만 부작용으로 인한 치료중단을 28.6%로 높아

명 (%)	위약군	0.6mg	2.4mg	3.6mg	4.8mg	총
N	77	77	78	77	77	309
모든 TEAE(치료 유발 이상사례)	58 (75.3)	70 (90.9)	70 (89.7)	71 (92.2)	70 (90.9)	281 (90.9)
메스꺼움	15 (19.5)	26 (33.8)	51 (65.4)	48 (62.3)	49 (63.6)	174 (56.3)
구토	4 (5.2)	7 (9.1)	23 (29.5)	26 (33.8)	27 (35.1)	83 (26.9)
설사	8 (10.4)	14 (18.2)	22 (28.2)	18 (23.4)	15 (19.5)	69 (22.3)
변비	4 (5.2)	9 (11.7)	17 (21.8)	19 (24.7)	20 (26.0)	65 (21.0)
치료중단을	3 (3.9)	15 (19.5)	20 (25.6)	19 (24.7)	22 (28.6)	76 (24.6)
위장관 관련	1 (1.3)	5 (6.5)	13 (16.7)	13 (16.9)	20 (26.0)	51 (16.5)
심각한 부작용	5 (6.5)	1 (1.3)	2 (2.6)	6 (7.8)	4 (5.2)	13 (4.2)

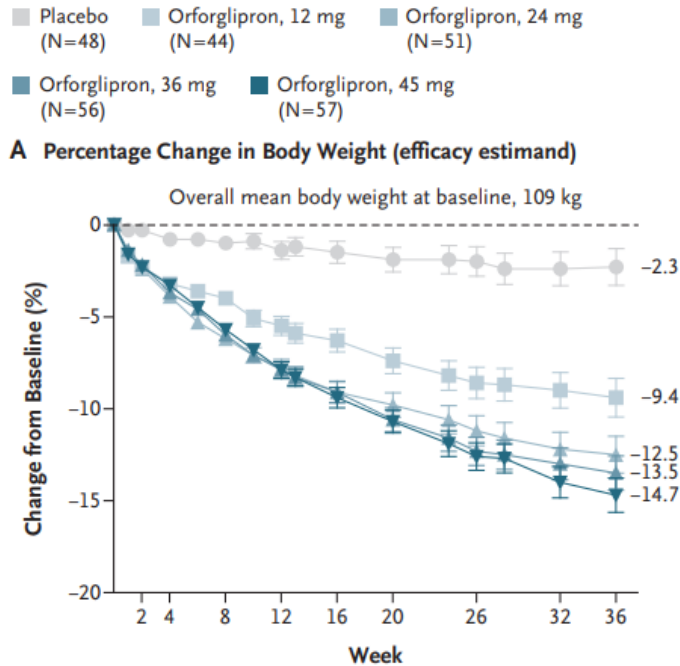
자료: BI, Zealand Pharma, ADA 2023, 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 당뇨 치료제 동향

경구용 시장도 노린다: 릴리의 경구용 GLP-1 orforglipron

- 릴리의 orforglipron은 1일1회 경구용 GLP-1 작용제. 펩타이드 기반인 노보의 semaglutide와 다르게 저분자화합물로 1) 생산이 비교적 쉬워 생산 비용이 낮고, 2) 약물 복용 시 음식과 물 섭취 제한이 없다는 점에서 편의성 높은 장점 보유
- 임상2상 데이터 발표: 36주차에 -14.7% (vs. 위약군 -2.3%) 체중변화율로 tirzepatide보다 낮은 체중감소율 보여. tirzepatide는 동일 기간 약 18%
- 치료중단율은 노보의 sema 50mg 5.7%보다 두 배 가량 높은 13%

노보의 경구용 위고비와 비슷한 수준의 체중 감소율



자료: Eli Lilly, Massachusetts Medical Society(2023), 미래에셋증권 리서치센터

치료중단율은 화이자, BI/질랜드보다 낮지만 노보의 sema보다 높아

명 (%)	위약군	12mg	24mg	36mg (1)	36mg (2)	45mg (1)	45mg (2)	총
N	50	50	53	29	29	31	30	272
모든 이상사례	38 (76)	43 (86)	46 (87)	24 (83)	28 (97)	28 (90)	27 (90)	234 (86)
모든 심각한 이상사례	0	0	2 (4)	0	3 (10)	2 (6)	0	7 (3)
치료중단율	1 (2)	7 (14)	10 (19)	3 (10)	6 (21)	5 (16)	4 (13)	35 (13)
5% 이상 발생 이상사례								
메스꺼움	5 (10)	25 (50)	31 (58)	12 (41)	14 (48)	13 (42)	11 (37)	111 (40)
구토	3 (6)	13 (26)	17 (32)	8 (28)	4 (14)	9 (29)	8 (27)	62 (23)
변비	3 (6)	12 (24)	17 (32)	8 (28)	7 (24)	6 (19)	4 (13)	57 (21)
설사	5 (10)	12 (24)	19 (36)	1 (3)	4 (14)	5 (16)	10 (33)	56 (21)
심혈관 장애	0	0	5 (9)	5 (9)		9 (15)		19 (7)

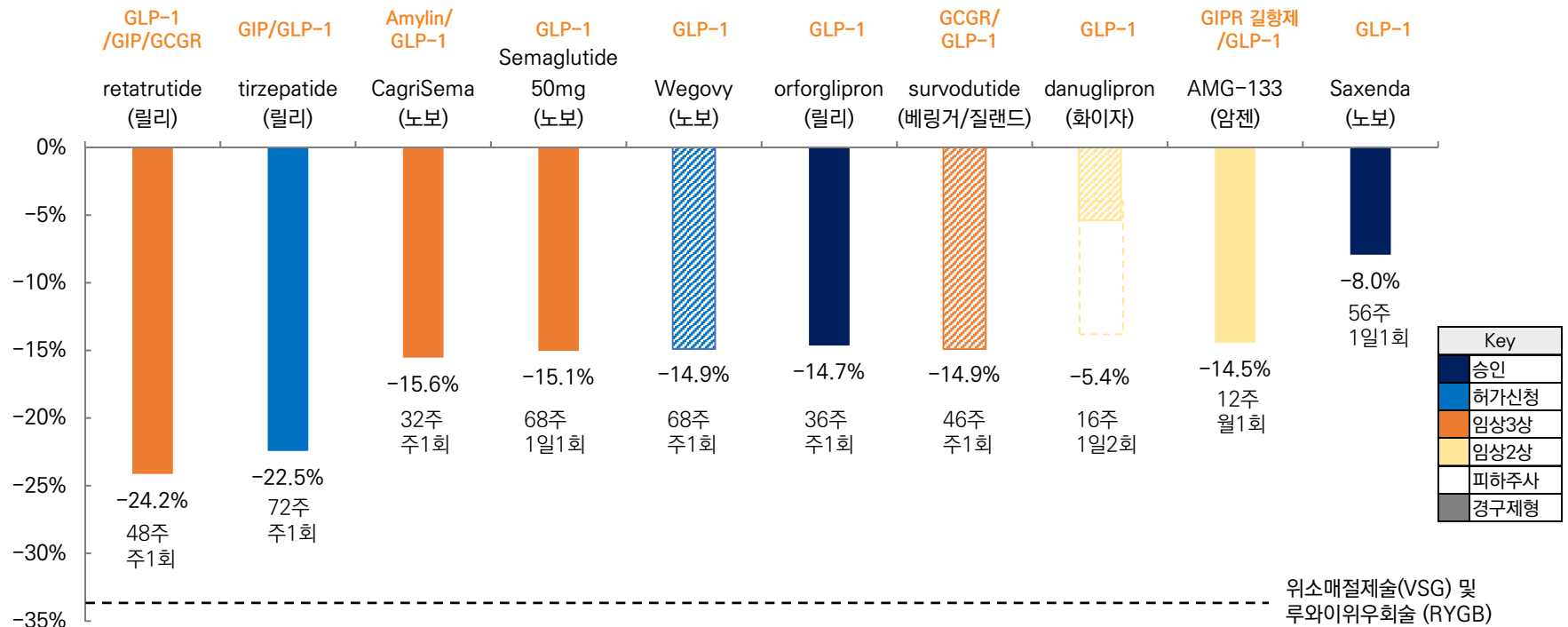
자료: Eli Lilly, Massachusetts Medical Society(2023), 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 당뇨 치료제 동향

수술의 영역으로 확장하는 비만 신약

- 수술요법의 체중감량 효과인 약 -34%에 가까워지는 신약의 효용성
- 첫 번째 Wave인 GLP-1 계열을 이을 차세대 이중/삼중 작용제 후보물질 개발 활발히 진행 중
- 사실상 first mover인 노보 노디스크와 데이터 상으로 추월한 일라이 릴리의 경쟁체제
- 노보의 amylin/GLP-1 cagrisema 3상 결과에 대한 릴리의 retatrutide 데이터 역전 가능 여부에 주목

현재 효용성 1등은 릴리의 retatrutide, 수술 영역을 위협



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 당뇨 치료제 동향

회사	물질	작용 기전	경로	주기	용량(최대)	임상시험	임상 단계	개요	데이터 발표/1차 완료 시점
Novo	semaglutide	GLP-1	Oral	QD	50mg	OASIS 1	임상3a상	비만/과체중 (68주차 -15.1%)	최근 발표 완료
					50mg	OASIS 2	임상3a상	비만/과체중 + 합병증 (동아시아인)	2023-07-11
					50mg	OASIS 3	임상3a상	비만/과체중 + 합병증 (중국인)	2025-02-14
					25mg	OASIS 4	임상3b상	비만/과체중 + 합병증	2024-03-19
					2.4mg	STEP-HFpEF	임상3상	비만 + 심부전	2023-04-18
					2.4mg	SELECT	임상3상	비만/과체중 + 심장질환 (심장병/뇌졸중 효과)	2Q-3Q23 발표 예정 (6.21 완료)
					7.2mg	STEP UP	임상3상	비만	2024-09-13
	7.2mg	NCT05649137	임상3상	비만 + T2D	2024-10-04				
	CagriSema	Amylin/GLP-1	SC	QW	2.4mg	REDEFINE 1	임상3상	비만/과체중	2025-01-19
						REDEFINE 2	임상3상	비만/과체중 + T2D	2024-12-11
REDEFINE 3						임상3상	비만 + 심혈관질환	2027-05-05	
PYY 1875	PYY	SC	QW	2.0mg	NCT04969939	임상1상	비만	2Q23 발표 예정	
amycretin	GLP-1/Amylin	Oral	QD	-	-	임상1상	비만/과체중	2H23 발표 예정	
Lilly	tirzepatide	GLP-1/GIP	SC	QW	15mg	SURMOUNT-2	임상3상	비만/과체중 + T2D (72주차 -15.7%)	최근 발표 완료
					15mg	SURMOUNT-3	임상3상	비만/과체중 + 합병증 (after lifestyle program)	2Q-3Q23 발표 예정 (4.20 완료)
					15mg	SURMOUNT-4	임상3상	비만/과체중 + 합병증 (유지요법)	2Q-3Q23 발표 예정 (4.25 완료)
					15mg	SURMOUNT-5	임상3b상	비만/과체중 + 합병증 w/o T2D (vs. Sema 2.4mg)	2024-12-16
					15mg	SURMOUNT-MMO	임상3상	비만 + 심혈관질환 (사망률 임상)	2027-10-07
	-	SURPASS-CVOT	임상3상	T2D + 심혈관질환 위험 (vs. Trulicity)	2024-10-17				
	orforglipron	GLP-1	Oral	QD	45mg*	ATTAIN-1	임상3상	비만/과체중 + 합병증	2025-09-12
					45mg*	ATTAIN-2	임상3상	비만 or 과체중 + T2D	2025-06-13
					45mg*	ACHIEVE-4	임상3상	비만 + T2D or 과체중 + 심혈관위험 (vs. Insulin Glargine)	2025-01-24
	retatrutide	GLP-1/GIP/GCGR	SC	QW	12mg*	TRIUMPH-1	임상3상	w/o T2D, 비만/과체중 + OSA 또는 OA	등록 전
12mg*					TRIUMPH-2	임상3상	with T2D, 비만 or 과체중 + OSA	등록 전	
12mg*					TRIUMPH-3	임상3상	비만(BMI 35+) + 심혈관질환	2025-11-04	
12mg*					TRIUMPH-4	임상3상	비만/과체중 + OA	등록 전	
Bl/Zealand	Bl 456906	GLP-1/GCGR	SC	QW	4.8mg	NCT04771273	임상2상	NASH, 폐섬유증(F1-F3)	2023-11-22
	QW	4.8mg		NCT05296733	임상1상	비만/과체중 +/- 간경화/간경변	2023-12-30		
	Bl 456906 + sema	GLP-1/GCGR + GLP-1		QW	4.8mg+2.4mg	NCT05751226	임상1상	비만/과체중	2024-04-25
Pfizer	danuglipron	GLP-1	Oral	BID	200mg	NCT04707313	임상2b상	비만	2023-09-12
Amgen	AMG 133	GIPR길항제/GLP-1	SC	Q4D	420mg	NCT05669599	임상2상	비만/과체중 +/- T2D	2024-10-06

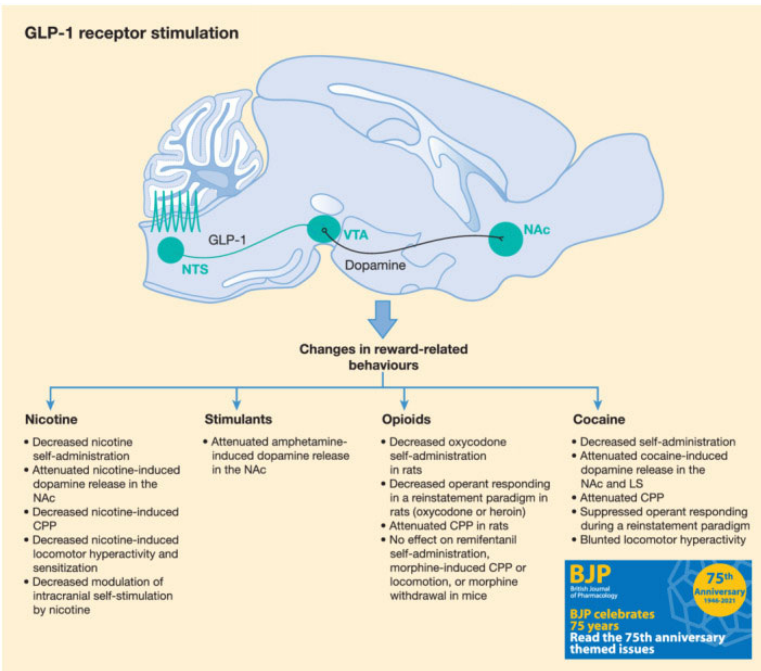
Key	
	비만/과체중
	+ 합병증
	+심혈관질환
	+T2D
	+NASH

III. 글로벌 당뇨 치료제 동향

GLP-1 금주까지 효과가? 알츠하이머는 덤

- 실사용데이터에 따르면 환자들의 금연/금주에도 효과 보임
- GLP-1은 뇌간의 고립로핵(NTS)에 작용해 중독증세를 완화시키며 도파민 경로 중 하나인 중변연계 경로(보상경로)에도 작용
- 뿐만 아니라 초기 알츠하이머 환자 대상 대규모 임상시험도 진행 중

뇌의 보상 관련한 행동에 영향을 미치는 GLP-1



자료: The British Pharmacological Society (2022), 미래에셋증권 리서치센터

노보 노디스크의 알츠하이머 임상3상 개요

임상명	EVOKE
적응증	초기 알츠하이머
임상 단계	임상3상
임상 개시일	2021 5월 18일
1차 완료 시점	2025년 09월 19일
임상 완료 시점	2026년 10월 23일
개요	치료군은 경구용 세마글루타이드를 하루 1회 투약. 용량은 점진적으로 14mg까지 증가. 치료 기간 173주
1차 유효성 평가지표	CDR-SB Score

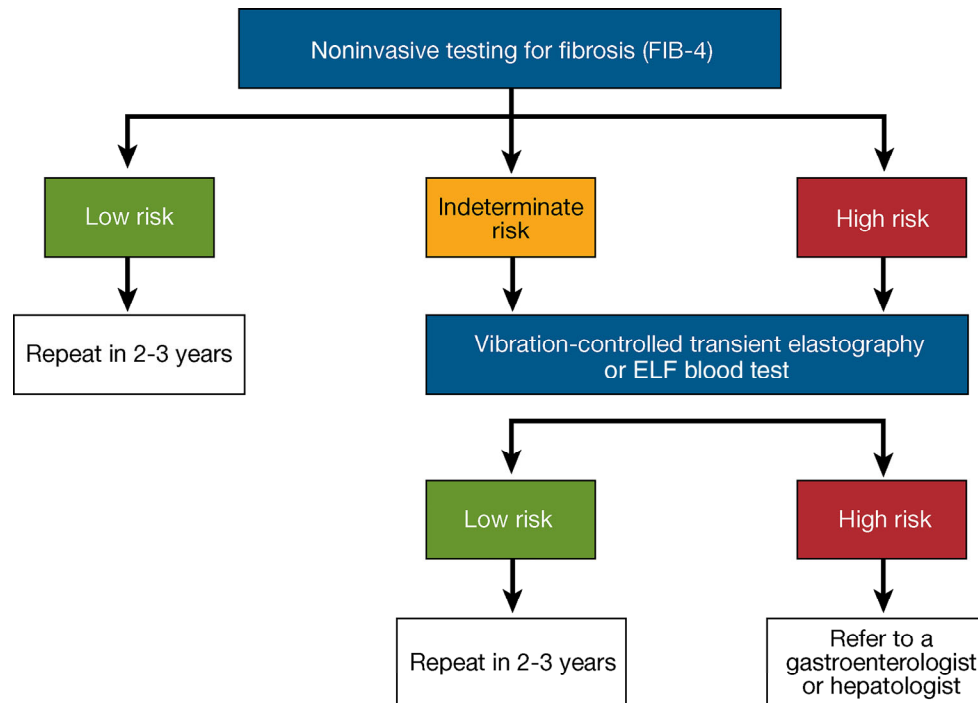
자료: ClinicalTrials, 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 당뇨 치료제 동향

당뇨병 환자의 NAFLD에 대한 스크리닝 가이드라인 업데이트

- 비알콜성지방간염(NASH) 유병률 증가로 비알콜성지방간(NAFLD) 진단 및 관리 내용 업데이트
- NAFLD 또는 NASH 위험도 층별법에서 첫 번째 비침습법 검사로 NFS (지방간 섬유화 점수) 배제시키고 ELF (혈청 간섬유화) 검사 추가
- GLP-1 수용체 작용제는 혈당 조절제로 사용 가능하나 간생검 연구에서 지방간염을 개선시키지 못한다는 문구도 추가

NAFLD 또는 NASH 환자 위험도 층별법 알고리즘



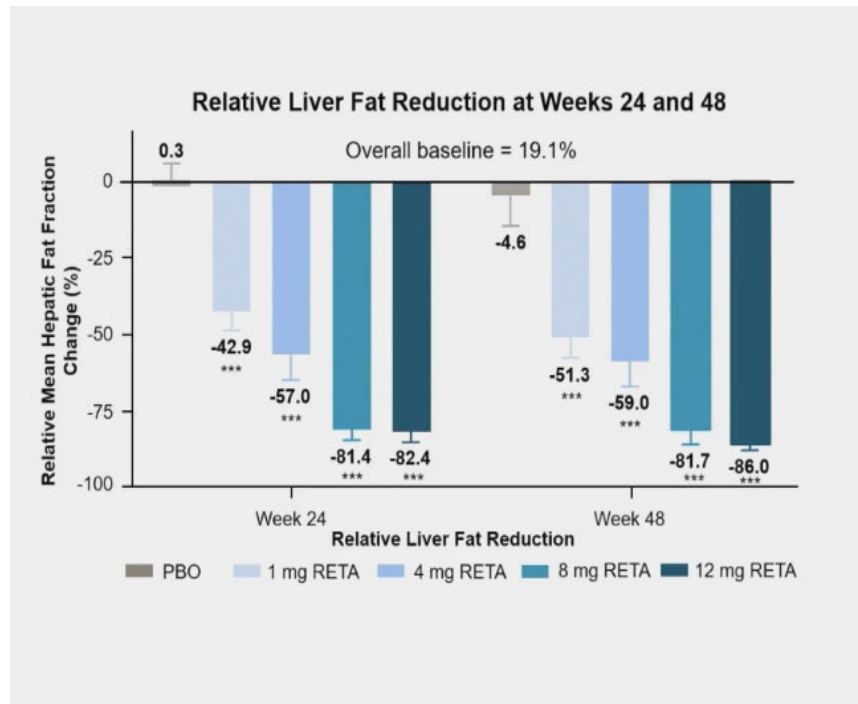
주: ELF, enhanced liver fibrosis; FIB-4, fibrosis-4 index
 자료: ADA, 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 당뇨 치료제 동향

릴리의 retatrutide, NAFLD 환자의 LFC 감소 효과 보여

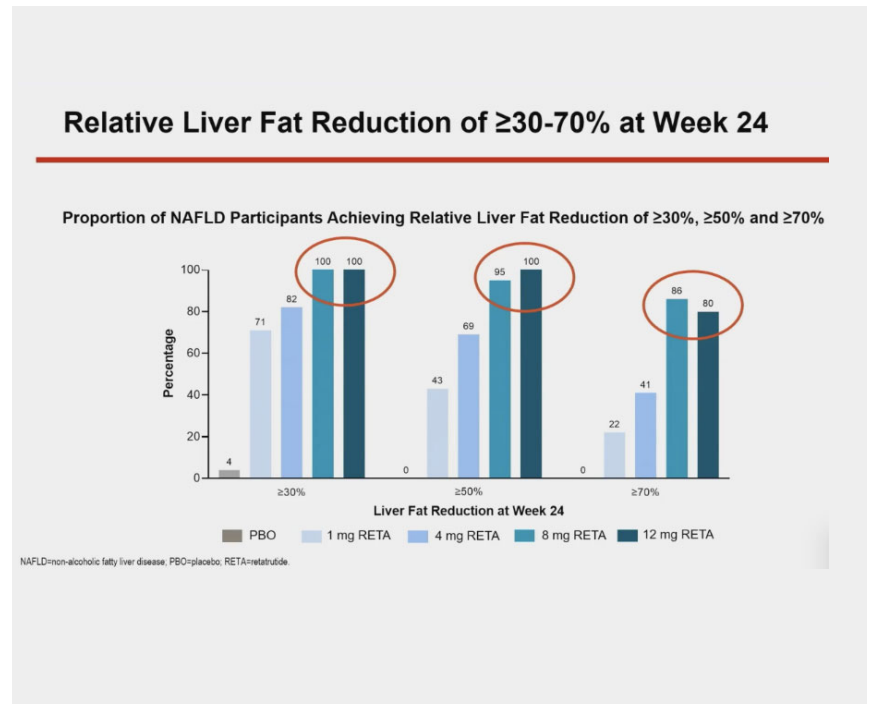
- 제2형 당뇨병 환자 중에서 약 5-7%가 간염유화 및 NASH 발병
- 체중감량이 NASH에 치료 효과 보이나 직접적인 영향은 아님. 간은 GLP-1, GIP 수용체가 없으나 글루카곤 수용체가 많아 삼중작용제인 retatrutide가 NAFLD, NASH 치료에 중요할 수 있음
- NAFLD(비알콜성지방간질환) 하위군 결과: 모든 retatrutide 용량군에서 위약군 대비 LFC(지방간함량) 감소. 8mg, 12mg 용량군에서 48주차에 환자 85% 이상이 간지방증 해소

8mg, 12mg 용량군에서 지방간 평균 상대 감소율 80% 이상



자료: Eli Lilly, ADA 2023, 미래에셋증권 리서치센터

NAFLD 환자 중 용량군별 지방간 상대 감소율 비교



자료: Eli Lilly, ADA 2023, 미래에셋증권 리서치센터

SELECT 임상 결과 모멘텀 아직 유효

Refinitiv 평균목표주가	USD 195.00
현재주가(23/07/12)	USD 154.75
상승여력	26.0%
S&P500 (23/7/12, p)	4,472.16
국가	미국

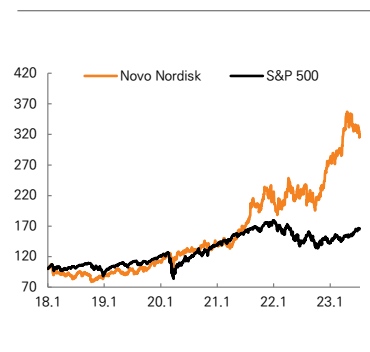
EPS 성장률 (23F,%)	44.2		
P/E(23F,x)	29.2		
MKT P/E(23F,x)	20.6		
배당수익률(%)	1.55		
시가총액 (십억USD)	349.0		
시가총액 (조원)	443.5		
유통주식수 (백만주)	1,717.6		
52주 최저가 (USD)	95.02		
52주 최고가 (USD)	172.97		
주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.8	13.5	40.5
상대주가	-4.1	1.5	19.5

투자포인트

- 2Q23-3Q23 보험급여 적용 여부에 중요한 SELECT 임상의 심혈관질환 사건 발생률 데이터 발표 예정. 약 17% 이상이 유의미하며 10-15%는 기대 이하. 의료진 컨센서스는 긍정적
- 피하주사 제형과 동등한 효능 보인 경구용 세마글루타이드(50mg)는 2024년 허가 예상되며 '터제파타이드'보다 높은 효능 기대되는 '카그리세마' 임상3상 데이터는 1H24 공개 예상. 비만 프랜차이즈를 중심으로 FY24-29 EPS 연평균 성장률 +16% 예상

밸류에이션 및 향후 전망

- 12개월 선행 P/E 29.4x 수준. 유럽 빅파마 평균 15.9x 대비 프리미엄. GLP-1 선두주자로서 밸류에이션 프리미엄 정당하다고 판단. SELECT, 카그리세마 결과가 업사이드로 작용 가능
- 부작용 리스크: EMA에서 1) 갑상선암 연관성 semaglutide 추가 정보 7월 26일까지 제출 2) 삭센다/오젠퍹 사용으로 인한 자살충동에 대한 조사 11월 마무리 예정
- 공급부족 현상으로 9월까지 신규 환자 유입 제한. 하반기 세 번째 CMO 온라인 될 시 개선 기대



계산기 (월)	12/20	12/21	12/22	12/23F	12/24F	12/25F
매출액 (십억DKK)	126.9	140.8	177.0	222.4	259.5	294.9
영업이익 (십억DKK)	54.1	58.6	74.8	95.7	113.3	130.4
영업이익률 (%)	42.6	41.7	42.3	43.0	43.7	44.2
순이익 (십억DKK)	42.1	47.8	55.5	78.9	90.3	103.6
EPS (DKK)	18.0	20.7	24.4	35.2	40.9	47.4
ROE (%)	69.7	71.2	72.0	82.4	75.4	71.1
P/E (배)	23.6	35.4	38.3	29.4	25.3	21.8
P/B (배)	15.6	23.5	25.3	22.1	17.8	14.4

주: GAAP 연결 기준
 자료: 노보 노디스크, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

일라이 릴리 Eli Lilly (LLY US)

Best-in-class 비만 신약 기대

Refinitiv 평균목표주가	USD 551.00
현재주가(23/07/12)	USD 440.6
상승여력	25.1%
S&P500 (23/7/12, p)	4,472.16
국가	미국

EPS 성장률 (23F,%)	39.2		
P/E(23F,x)	50.8		
MKT P/E(23F,x)	20.6		
배당수익률(%)	1.03		
시가총액 (십억USD)	418.2		
시가총액 (조원)	531.5		
유통주식수 (백만주)	846.7		
52주 최저가 (USD)	296.32		
52주 최고가 (USD)	469.87		
주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.1	21.8	36.6
상대주가	-3.4	9.0	16.2

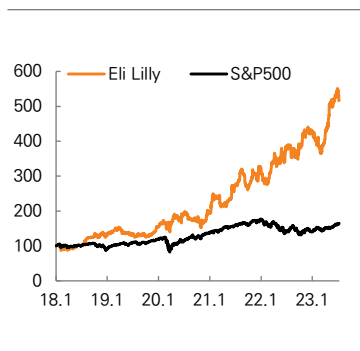
[글로벌 제약] 이지현

투자포인트

- ADA 23에서 발표한 삼중작용제 retatrutide 비만 신약 best-in-class 가능성. 지방간염 적응증 확장 가능성 존재. 경구용 GLP-1 orforglipron 데이터도 기대치 부합. non-peptide 기반으로 편의성 개선. 이중작용제 tirzepatide 빠르면 FDA 연내 승인. 올해 말 또는 내년 미국 출시 예상
- FY23 당뇨병 신약 마운자로(터제파타이드) 매출액 35.5억 달러(22년 4.8억달러) 고성장 예상
- 알츠하이머 신약 후보물질 '도나네맵' 빠르면 연내 FDA 승인. 자세한 임상3상 뇌부종/미세출혈 안전성 데이터는 곧 있을 알츠하이머 학회(7월 16-20일)에서 공개될 예정

밸류에이션 및 리스크

- 12개월 선행 P/E 50.6x 수준. 미국 빅파마 평균 18.7x 대비 프리미엄
- 비만 치료제, 알츠하이머 파이프라인으로 글로벌 빅파마 중 가장 높은 밸류에이션. 내년 비만 신약 터제파타이드 미국 출시, 내년 하반기 유럽 출시할 시 밸류에이션 완화. 보험급여 적용 시 업사이드
- 주요 리스크는 성공적인 출시를 위한 캐파 확보 여부. 노스캐롤라이나 RTP 연내 완전가동 주목



결산기 (월)	12/20	12/21	12/22	12/23F	12/24F	12/25F
매출액 (십억USD)	24.5	28.3	28.5	31.3	37.3	45.0
영업이익 (십억USD)	7.3	8.5	8.9	9.1	12.5	17.4
영업이익률 (%)	29.6	30.2	31.0	28.9	33.6	38.6
순이익 (십억USD)	6.2	6.7	7.2	7.8	10.9	14.9
EPS (USD)	6.04	7.72	7.57	8.67	12.08	16.63
ROE (%)	150.2	76.4	63.6	64.4	74.6	80.3
P/E (배)	22.3	35.5	48.3	50.8	36.5	26.5
P/B (배)	28.6	29.3	32.6	29.8	21.2	14.6

주: Non-GAAP 연결 기준
 자료: 일라이 릴리, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

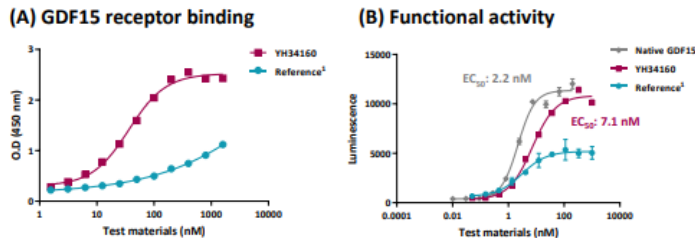
IV. 국내 당뇨치료제 동향

유한양행의 비만 치료제: Fc-GDF15

- 유한양행은 Fc-GDF15 YH34160 전임상 데이터를 ADA 2021 발표. 2023 올해 임상 진입 목표
- GDF15은 에너지 항상성과 체중 조절과 관련된 다기능 단백질. YH34160은 반감기가 연장되고 GDF15 수용체 GFRAL/RET에 Affinity가 향상된 Fc 융합 단백질
- 마우스 모델에서 semaglutide(오젠펜/위고비) 대비 높고 지속적인 체중 감소 효과 semaglutide와 병용요법시 단일 제제 대비 체중 감량에 보완적인 효과를 보임

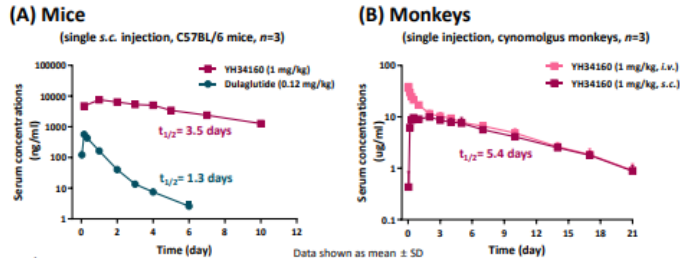
GDF15에 대한 높은 친화력과 1주 제형 가능성 전임상 데이터

Enhanced binding affinity of YH34160 to GDF15 receptor led to improved functional activity



¹Reference: Benchmark Fc-GDF15 based on patent (US9920118), In-house preparation

Favorable PK profiles of YH34160 suggesting once-weekly dosing in human

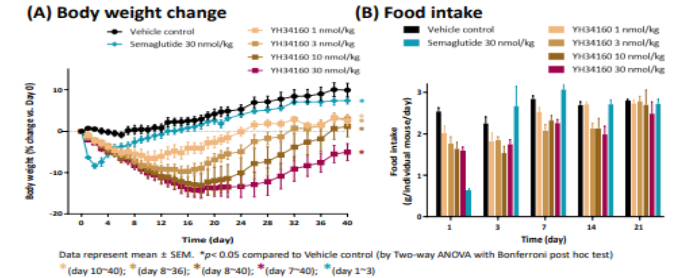


¹Dulaglutide
- Long-acting GLP-1 receptor agonist with once-weekly dosing in clinic
- PK parameters were evaluated in C57BL/6 mice (0.12 mg/kg, single s.c. injection, In-house)

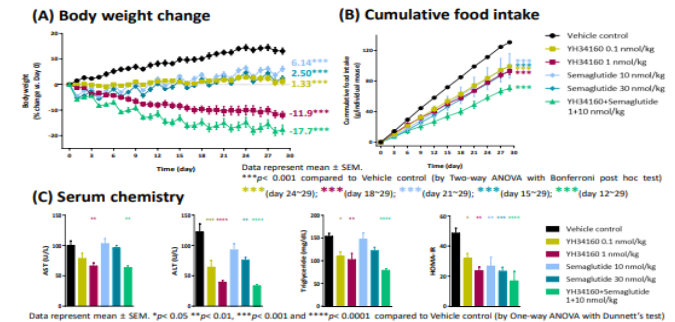
자료: ADA 2021, 미래에셋증권 리서치센터

Semaglutide 대비 높고 지속적인 체중감소, 병용 요법 전임상 데이터

YH34160 demonstrated dose-dependent and sustained body weight loss compared to Semaglutide



YH34160 promoted greater and long-lasting body weight loss compared to Semaglutide in ob/ob mice



자료: ADA 2021, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 국내 당뇨치료제 동향

한미약품의 평택 바이오플랜트: DP CMO 가능성

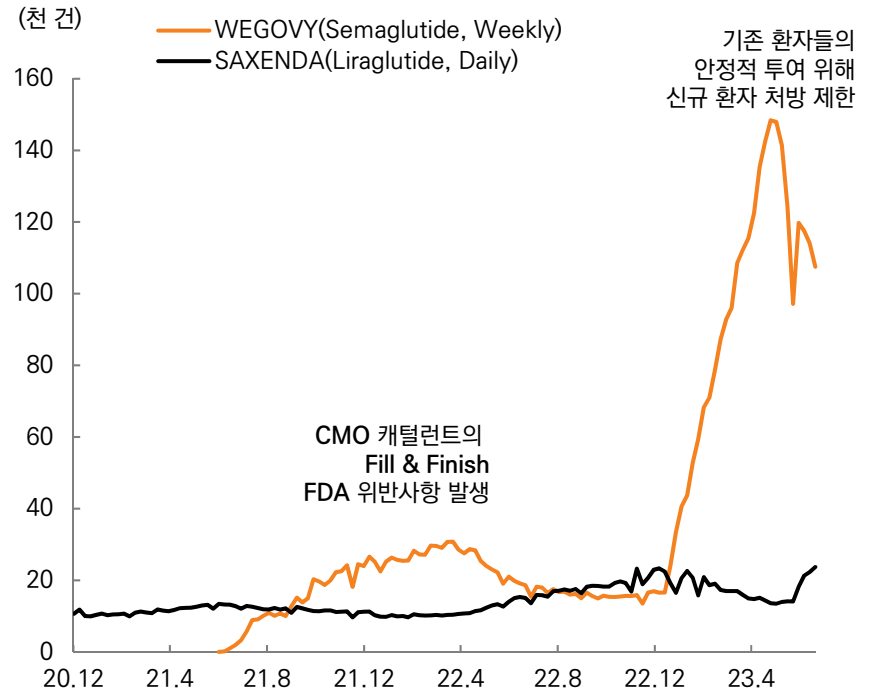
- 노보는 위고비 Fill & Finish 공정 CMO 1개에서 올 하반기부터 3개로 확장
- 릴리는 컨퍼런스 콜에서 “자체 생산시설에서 처음부터 끝까지 생산하면서, 추가적으로 필요할 경우 특정 생산 단계를 CMO에 아웃소싱”이라 언급
- 릴리는 4Q23까지 생산 캐파 두배 증설 목표 제시,
1) 신규 생산 사이트 가동, 2) 기존 생산 사이트 증설, 3) 자동화/효율화, 4) CMO 아웃소싱
- 비만 치료제 CMO는 Drug Substance 보다는 Fill & Finish 공정의 Drug Product 가능성

한미약품의 평택 바이오플랜트



자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

노보의 위고비, 삭센다 미국 주간 처방 추이



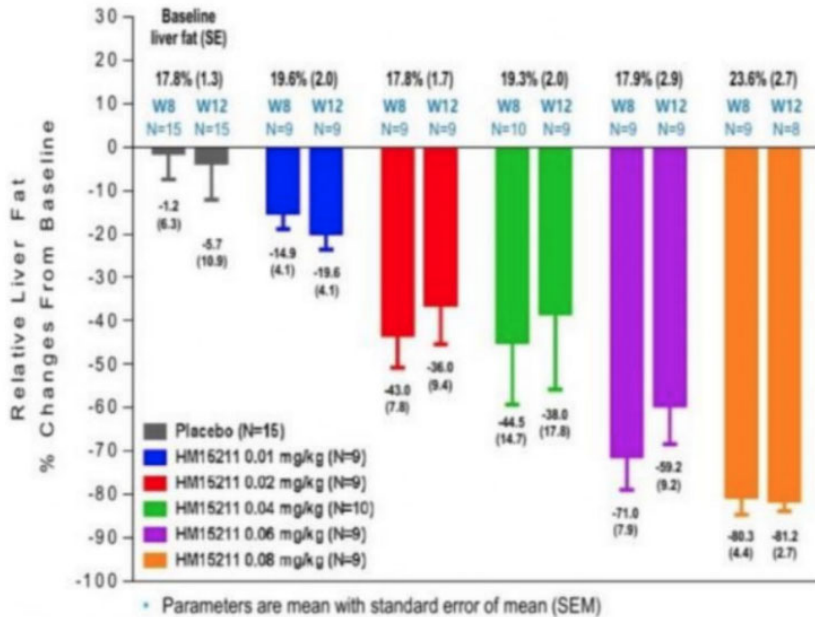
자료: Symphony Health Solutions, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 국내 당뇨치료제 동향

한미약품의 NASH 치료제: GLP-1/GIP/GCG 삼중작용제

- 한미약품은 GLP-1/Glucagon/GIP 삼중 작용제 efocipegtrutide HM15211 임상2상 중
- Efocipegtrutide 임상1상에서 12주차 고용량 군에서 LFC 감소 -81.2% 보인 바 있음
- ADA 2023에서 동일 기전 데이터 발표. 릴리의 삼중 작용제 retatrutide는 고용량 군에서 48주차 93%가 비알콜성 지방간질환(NAFLD) 해소(resolution, LFC < 5%)를 보임
- 지난 5월, IDMC는 Efocipegtrutide 임상2상에 대해 '계획 변경 없이 계속 진행' 권고

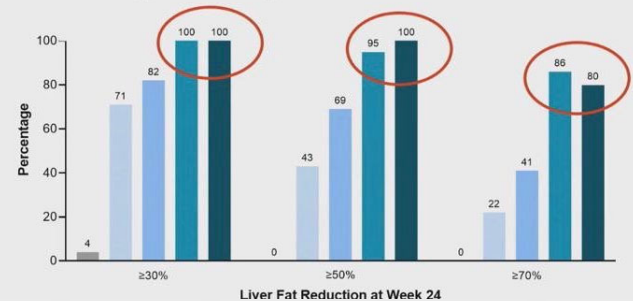
한미약품의 Efocipegtrutide의 임상1상 지방간 감소효과 데이터



자료: 한미약품, EASL, 미래에셋증권 리서치센터

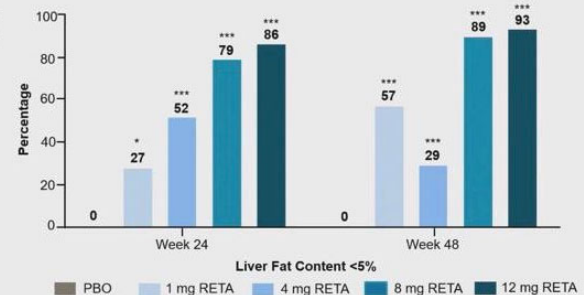
일라이릴리의 retatrutide의 임상2상 지방간 감소 효과 데이터

Proportion of NAFLD Participants Achieving Relative Liver Fat Reduction of ≥30%, ≥50% and ≥70%



◆ With RETA 8 mg and 12 mg, hepatic steatosis resolved in >85% of participants at Week 48

Proportion of Participants Achieving Liver Fat Content <5%^a



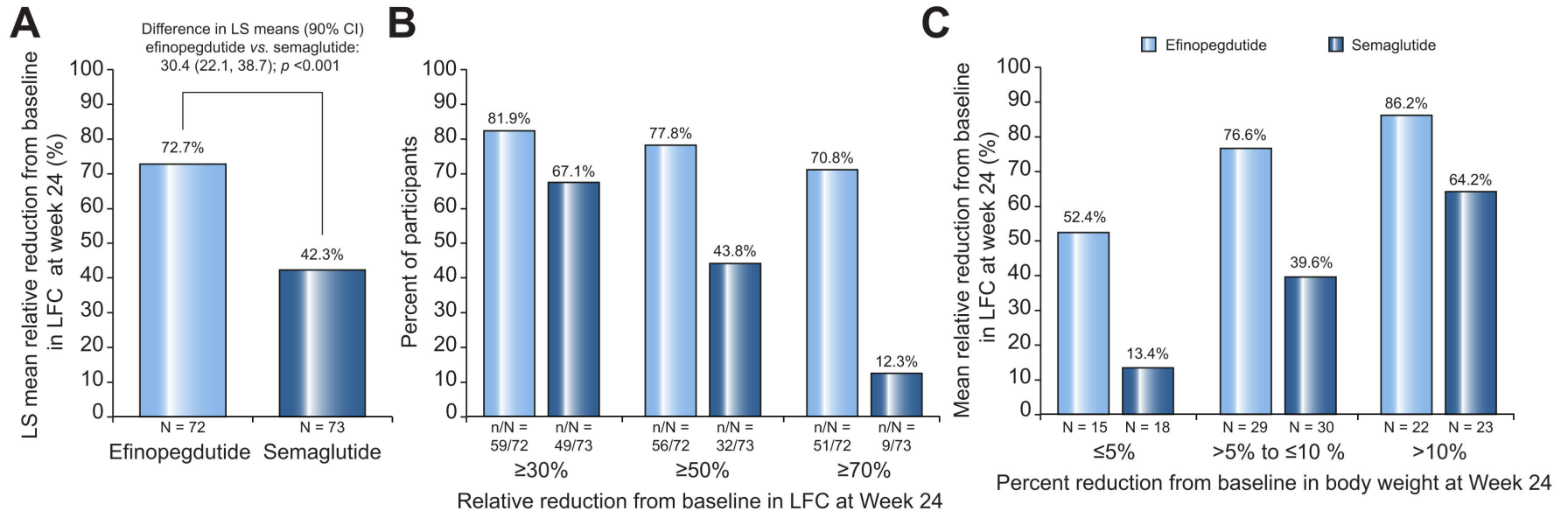
자료: ADA 2023, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 국내 당뇨치료제 동향

한미약품의 NASH 치료제: GLP-1/GCG 이중작용제

- 한미약품은 GLP-1/Glucagon 이중작용제 efinopegdutide를 머크(MRK US)에 기술수출(2020)
- 머크는 최근 비알콜성지방간질환(NAFLD)2a상 완료. 노보노디스크 semaglutide(오젠평/위고비) 비교 임상시험에서 높은 지방간(Liver Fat Content, LFC) 감소 효과를 보임 (24주차 LFC 감소 efinopegdutide -72.7% vs. semaglutide -42.3%)
- 머크는 efinopegdutide 비알콜성지방간염(NASH) 임상2b상 예정(NCT05877547).
1차 평가 변수: 52주차 섬유화 악화 없이 NASH 해소(Resolution) 비율
2차 평가 변수: 52주차 지방간염 악화 없이 섬유증(Fibrosis) 1단계 이상 개선 비율, 체중 변화 등

Merck의 efinopegdutide의 간 지방(LFC) 감소 효과



주: (A) LS mean relative reduction from baseline at Week 24 in LFC, derived from a longitudinal data analysis; (B) proportions of participants with relative reductions from baseline in LFC at Week 24 of ≥30%, ≥50%, and ≥70%; (C) mean relative reductions from baseline in LFC at Week 24 by weight-loss category (≤5%, >5% to ≤10%, and >10% reduction in body weight from baseline). LFC, liver fat content; LS, least squares.

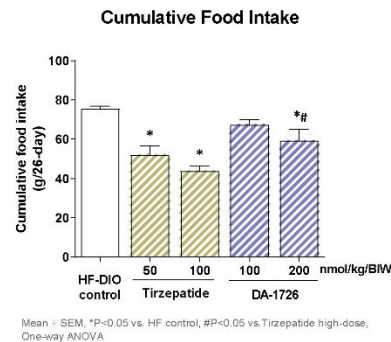
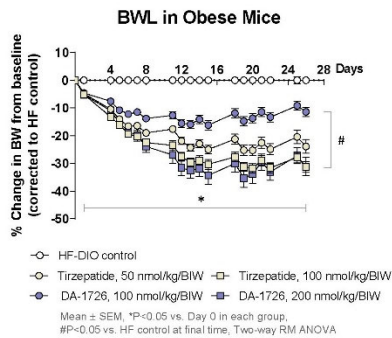
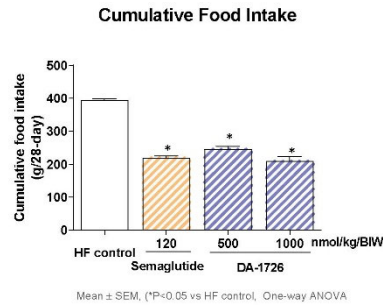
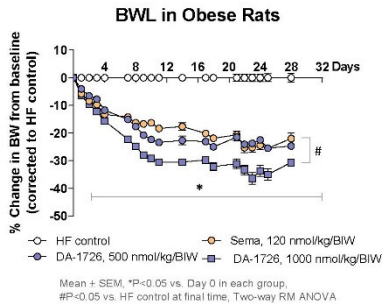
자료: Journal of Hepatology DOI: (10.1016/j.jhep.2023.05.013), 미래셋증권 리서치센터

IV. 국내 당뇨치료제 동향

동아에스티의 비만 치료제: GLP-1/GCG 이중작용제

- ADA에서 동아에스티/뉴로보의 GLP-1/Glucagon 이중작용제 DA-1726의 전임상 데이터 발표
- 비만 마우스 모델에서,
- 노보의 semaglutide(위고비/오젠퍹) 대비 유사하거나 더 높은 음식 섭취에도 불구하고 동등 이상의 체중 감량 효과(고용량 DA-1726 -32.6% vs. sema -24%, $p < 0.05$)
- 릴리의 tirzepatide(마운자로) 대비 더 높은 음식 섭취함에도 유사한 체중 감량 효과
- 올 하반기 IND 승인, 1H24 1a상 진입 및 2H24 데이터 판독 예정

DA-1726 전임상 데이터(vs. semaglutide(위). vs. tirzepatide(아래))



자료: ADA 2023, 미래에셋증권 리서치센터

ADA 2023 발표 내용

Abstract Title: A Novel GLP1R/CGCR Dual Agonist, DA-1726 Elicits Weight Loss Superior to Semaglutide in Diet-Induced Obese Rats

Poster: 1676

Authors: Tae-Hyoung Kim, Il-Hun Jung, Kyumin Kim, Hyung Heon Kim, Mi-Kyung Kim, Yuna Chae

Presenter: Yuna Chae, Dong-A ST Research Center

Session: General Poster Session

Date and Time: Monday, June 26, 2023, 11:30 AM - 12:30 PM PDT

Location: Poster Halls B-C

Abstract Title: Differentiated Metabolic Effects of DA-1726, a Balanced GLP1R/CGCR Dual Agonist

Authors: Il-Hun Jung, Tae-Hyoung Kim, Su Jin Lee, Hyung Heon Kim, Mi-Kyung Kim, Yuna Chae

Poster: 1668

Session: ePoster Theater

Date and Time: Sunday, June 25, 2023, 12:10 PM - 12:20 PM PDT

Location: Exhibit Hall (ePoster Theater A)

Session: General Poster Session

Date and Time: Monday, June 26, 2023, 11:30 AM - 12:30 PM PDT

Location: Poster Halls A-B

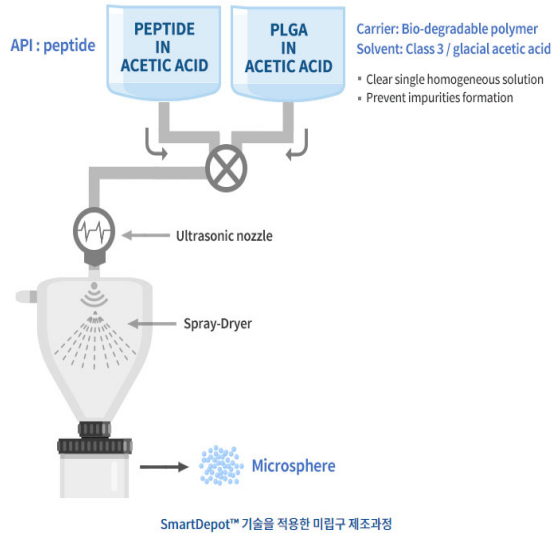
자료: ADA 2023, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 국내 당뇨치료제 동향

펩트론의 비만 치료제 적용 서방형 제제 기술

- ADA에서 펩트론의 서방형(Sustained-Release) 기술 SmartDepot 적용한 노보의 semaglutide(위고비/오젠포), 릴리의 tirzepatide(마운자로) 전임상 데이터 발표
- 전임상에서 PT403(SR semaglutide) 및 PT404(SR tirzepatide)의 최적화된 제형, 균일한 크기 마이크로스피어($20 \pm 3 \mu\text{m}$)의 유리한 물리화학적 특성을 입증
- 미니피그 모델에서 PT403의 방출은 3일~ 70일로, 이는 잠재적으로 인간에서 2개월 주사 가능성(Q8W)
- 전임상 시험에서 PT403, PT404의 1달, 2달 제형 가능성 확인

펩트론의 서방형 제제 기술 SmartDepot



자료: 펩트론, 미래에셋증권 리서치센터

ADA 2023 발표 내용

781-P: Sustained-Release Formulation Development and Preclinical Evaluations of Monthly or Bimonthly Injectable Semaglutide and Tirzepatide

JIN Q JUNG; SELING-OU CHANG

Check for updates

Diabetes 2023;72(Supplement_1):781-P

<https://doi.org/10.2337/ab23-781-P>

Split-Screen Share Cite Get Permissions

Objective: Accumulated real-world data indicates strong tendencies to develop long-acting formulating drug. This study aimed for optimization and preclinical development of the sustained-release formulation of Semaglutide (PT403) and Tirzepatide (PT404) to explore whether they are applicable for bi-monthly (once every two months) injectable drugs.

Methods: Semaglutide or Tirzepatide dissolved in acetic acid with diverse combination of biodegradable PLGA polymers was applied to the ultrasonic spray dryer that produces API-encapsulated microspheres. The pharmacokinetic profiles of PT403 and PT404 were tested in rats and minipigs after a single subcutaneous injection.

Results: Both optimized formulation of PT403 and PT404 have demonstrated favorable physicochemical properties, showing uniformly sized microspheres ($20 \pm 3 \mu\text{m}$). Furthermore, the aggregation issue of Semaglutide, which was not observed in PT404, was solved by applying PROW technology. Also, increased encapsulation rates and higher drug loading (~8%) showed higher bioavailability, no initial burst and a short lag phase (<3 days). Additionally, the release of PT403 initiated from 3 days to 70 days in minipigs, which potentially indicates every two months injectable (Q8W) in humans, compared to the once-a-weekly (QW) Semaglutide and Tirzepatide. Lastly, double injection of PT403 can easily reached the therapeutic window with 1.4 of the Peak-to-Through ratio, based on simulated PK profiles in repeated injection in human.

Conclusion: Evidence from recent formulation studies of PT403 and PT404 indicates that Pepton's SmartDepot technology is strongly applicable for long-acting drugs. The comprehensive results of formulation development, preclinical data, and mass production will provide the basis for successful clinical development of PT403 and PT404 as monthly or bi-monthly injectable diabetes and obesity drugs.

Disclosure

J.Jung: None S.Chang: None.

자료: ADA 2023, 미래에셋증권 리서치센터

펩트론 IR팀의 ADA 참가 결과

주주 여러분, 안녕하십니까,

지난 6월 23일부터 26일까지 미국 샌디에이고에서 진행 된 ADA 참가의 유의미한 성과에 대하여 말씀 드립니다.

1. 신기술 및 clinical trial section에서의 Novo Nordisk 및 Eli Lilly가 발표한 임상결과들과 함께 가장 각광받는 발표 중의 하나였음.
2. Semaglutide와 Tirzepatide의 월1회 투여가 가능한 약물이라는 점은 세계적인 당뇨 및 비만 분야의 흐름을 선도할 수 있다는 점이 부각됨.
3. 당뇨 및 비만 시장에 대한 관심도가 매우 높은 대부분의 탐터어 제약사들이 차세대 신기술로 주목하는 지속형 제제와 관련된 많은 질문들과 공동연구에 대한 제안을 받음.
4. 특히, 글로벌 임상3상이 진행되는 Presendin™ 과 상업화가 진행중인 PT-105(루프린 제네릭 의약품)의 물질 생산이 가능한 qualified된 GMP 시설을 가지고 있다는 점이 매우 고무됨.
5. MTA가 성공적으로 완료된 1개월 이상 지속 비만·당뇨 치료제에 대한 라이선싱 계약의 Term sheet을 수령하였으며, 7월 실사 일정이 확정됨.

자료: 펩트론, 미래에셋증권 리서치센터

위고비와 병용요법 가능성을 제시하는 Fc-GDP15 개발 중

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	80,000원
현재주가(23/7/12)	59,300원
상승여력	35%

영업이익(23F,십억원)	85
Consensus 영업이익(23F,십억원)	81
EPS 성장률(23F,%)	30.9
P/E(23F,x)	37.1
MKT P/E(23F,x)	15.2
KOSPI	2,574.72

시가총액(십억원)	4,545
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	68.4
외국인 보유비중(%)	19.7
베타(12M) 일간수익률	0.34
52주 최저가(원)	50,100
52주 최고가(원)	61,200
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-1.7 9.0 8.0
상대주가	0.4 0.1 -2.8

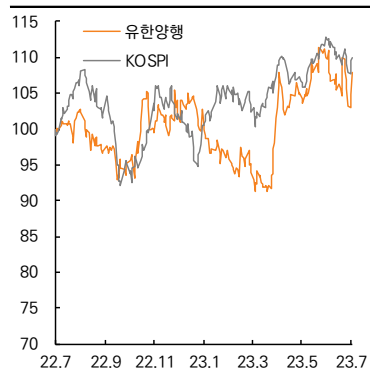
[제약/바이오] 김승민

투자포인트

- Fc-GDF15(Growth Differentiation Factor 15) 전임상 단계에서 임상으로 진전 기대
- GDF15은 에너지 항상성과 체중 조절과 관련된 다기능 단백질
- YH34160은 GDF15 리셉터 GFRAL/RET 친화력을 향상시키고 반감기 증가시킨 Fc융합 단백질
- 비만 마우스 모델에서 semaglutide(오젠폴/위고비) 대비 높고 지속적인 체중 감소 효과와 semaglutide와 병용요법시 단일 제제 대비 체중 감량에 보완적인 효과를 보임
- 지난 6/30, 레이저티닙 단독 1차 국내 허가 완료. 건강 보험 급여 절차 계획(타그리소는 논의중)
- 레이저티닙+아미반타맵(파트너 안센) 1차 치료 허가 위한 임상시험 MARIPOSA 데이터 발표 올 하반기. 타그리소 허가 임상(FLAURA)의 mPFS 18.9개월 대비 10개월 이상 긍정적 데이터 예상

리스크

- 레이저티닙_아미반타맵, 타그리소 대비 유의미한 PFS 개선 도출 실패. 안센의 개발 중단



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,620	1,688	1,776	1,944	2,147	2,382
영업이익 (십억원)	84	49	36	85	104	117
영업이익률 (%)	5.2	2.9	2.0	4.4	4.8	4.9
순이익 (십억원)	193	103	95	125	147	160
EPS (원)	2,477	1,318	1,223	1,601	1,891	2,050
ROE (%)	11.1	5.4	4.9	6.1	6.9	7.0
P/E (배)	27.8	45.1	46.8	37.1	31.4	28.9
P/B (배)	2.7	2.2	2.0	2.0	1.9	1.8
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,776	1,944	2,147	2,382
매출원가	1,258	1,337	1,471	1,625
매출총이익	518	607	676	757
판매비와관리비	482	521	572	640
조정영업이익	36	85	104	117
영업이익	36	85	104	117
비영업손익	59	55	59	54
금융손익	6	6	7	8
관계기업등 투자손익	57	61	61	61
세전계속사업손익	95	140	163	171
계속사업법인세비용	4	22	22	19
계속사업이익	91	119	140	152
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	91	119	140	152
지배주주	95	125	147	160
비지배주주	-5	-6	-7	-8
총포괄이익	92	119	140	152
지배주주	96	125	147	160
비지배주주	-5	-6	-7	-8
EBITDA	79	136	157	174
FCF	41	109	125	131
EBITDA 마진율 (%)	4.4	7.0	7.3	7.3
영업이익률 (%)	2.0	4.4	4.8	4.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.3	6.4	6.8	6.7

자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,189	1,266	1,398	1,542
현금 및 현금성자산	293	288	320	349
매출채권 및 기타채권	509	557	616	683
재고자산	275	301	333	369
기타유동자산	112	120	129	141
비유동자산	1,284	1,303	1,325	1,354
관계기업투자등	532	582	643	714
유형자산	355	321	283	243
무형자산	138	140	140	138
자산총계	2,473	2,569	2,723	2,896
유동부채	434	437	475	520
매입채무 및 기타채무	175	192	212	235
단기금융부채	96	66	66	65
기타유동부채	163	179	197	220
비유동부채	31	33	36	40
장기금융부채	3	3	3	3
기타비유동부채	28	30	33	37
부채총계	465	470	511	560
지배주주지분	1,986	2,083	2,203	2,335
자본금	74	74	74	74
자본잉여금	116	116	116	116
이익잉여금	1,902	2,000	2,119	2,252
비지배주주지분	22	16	9	1
자본총계	2,008	2,099	2,212	2,336

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	46.8	37.1	31.4	28.9
P/CF (x)	31.5	85.6	59.8	52.2
P/B (x)	2.0	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA (x)	51.3	31.9	27.5	24.5
EPS (원)	1,223	1,601	1,891	2,050
CFPS (원)	1,814	693	991	1,137
BPS (원)	28,211	29,461	31,001	32,699
DPS (원)	382	382	382	382
배당성향 (%)	29.6	22.7	19.2	17.7
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	5.2	9.5	10.4	11.0
EBITDA증가율 (%)	-21.9	72.3	15.1	10.9
조정영업이익증가율 (%)	-25.9	137.1	21.5	13.1
EPS증가율 (%)	-7.3	30.9	18.2	8.4
매출채권 회전을 (회)	3.7	3.7	3.8	3.8
재고자산 회전을 (회)	6.5	6.7	6.8	6.8
매입채무 회전을 (회)	9.1	9.5	9.5	9.5
ROA (%)	3.7	4.7	5.3	5.4
ROE (%)	4.9	6.1	6.9	7.0
ROIC (%)	3.4	6.4	7.8	8.9
부채비율 (%)	23.2	22.4	23.1	24.0
유동비율 (%)	273.8	290.0	294.3	296.8
순차입금/자기자본 (%)	-11.1	-13.2	-14.1	-14.8
조정영업이익/금융비용 (x)	10.4	32.7	48.3	55.0

비만 신약 CMO 가능성과 NASH 신약 파이프라인

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	400,000원
현재주가(23/7/12)	276,000원
상승여력	45%

영업이익(23F, 십억원)	203
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	204
EPS 성장률(23F, %)	33.2
P/E(23F, x)	31.4
MKT P/E(23F, x)	14.8
KOSPI	2,574.72

시가총액(십억원)	3,467
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	57.6
외국인 보유비중(%)	17.5
베타(12M) 일간수익률	0.63
52주 최저가(원)	221,951
52주 최고가(원)	335,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-13.3	3.8	-12.5
상대주가	-11.5	-4.7	-21.2

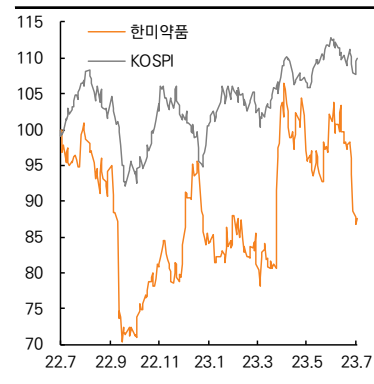
[제약/바이오] 김승민

투자포인트

- 평택 바이오 플랜트, 23,000리터 미생물 배양 공정, 연간 2,000만개 이상 프리필드 시린지 주사 제조 규모. 사노피에 GLP-1 efpeglenatide 등 기술수출 후 생산 위해 완공했으나 기술수출 반환되며 가동효율 떨어짐
- 빅파마는 인하우스→듀얼→멀티 소싱 체제. 노보는 22년 semaglutide(위고비) CMO 캐털런트 CMC 이슈로 일시적 공급 중단 경험. 현재 CMO 3개 활용. 릴리 tirzepatide(마운자로) 비만 적응증 올해 말 FDA 허가 가능성. 다만, 컨콜에서 “자체 생산시설에서 처음부터 끝까지 생산하면서, 추가적으로 필요할 경우 특정 생산 단계를 CMO에 아웃소싱”이라 언급. DP CMO 가능성은 존재
- GLP-1/GCG dual(NASH) 파트너 머크는 글로벌 2b상 진입 예정
- GLP-1/GCG/GIP triple(NASH), 동일 기전 릴리의 retatrutide의 긍정적 데이터 도출로 삼중작용 기전 포텐셜이 증가 가능성

리스크

- 리스크: Dual Agonist(파트너 머크), Triple Agonist(자체 임상)의 임상 실패



계산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,076	1,203	1,332	1,515	1,727	1,970
영업이익 (십억원)	49	125	158	203	240	277
영업이익률 (%)	4.6	10.4	11.9	13.4	13.9	14.1
순이익 (십억원)	12	67	83	110	144	173
EPS (원)	952	5,335	6,591	8,776	11,446	13,748
ROE (%)	1.6	8.7	9.9	11.9	13.6	14.2
P/E (배)	370.9	50.8	45.2	31.4	24.1	20.1
P/B (배)	5.8	4.1	4.1	3.4	3.0	2.6
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,332	1,515	1,727	1,970
매출원가	613	694	786	890
매출총이익	719	821	941	1,080
판매비와관리비	560	618	702	803
조정영업이익	158	203	240	277
영업이익	158	203	240	277
비영업손익	-37	-23	-17	-10
금융손익	-15	-11	-6	1
관계기업등 투자손익	-9	0	0	0
세전계속사업손익	121	180	223	267
계속사업법인세비용	19	45	46	55
계속사업이익	102	135	176	212
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	102	135	176	212
지배주주	83	110	144	173
비지배주주	19	25	33	39
총포괄이익	89	135	176	212
지배주주	73	111	145	174
비지배주주	16	24	32	38
EBITDA	255	300	337	378
FCF	133	157	208	229
EBITDA 마진율 (%)	19.1	19.8	19.5	19.2
영업이익률 (%)	11.9	13.4	13.9	14.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.2	7.3	8.3	8.8

자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	694	783	1,048	1,343
현금 및 현금성자산	147	161	338	533
매출채권 및 기타채권	180	205	234	267
재고자산	266	303	345	394
기타유동자산	101	114	131	149
비유동자산	1,230	1,188	1,131	1,086
관계기업투자등	28	32	37	42
유형자산	888	841	781	730
무형자산	85	82	80	77
자산총계	1,925	1,971	2,180	2,429
유동부채	677	586	616	651
매입채무 및 기타채무	121	138	157	180
단기금융부채	489	373	373	374
기타유동부채	67	75	86	97
비유동부채	239	240	242	245
장기금융부채	226	226	226	226
기타비유동부채	13	14	16	19
부채총계	915	826	859	896
지배주주지분	872	982	1,126	1,299
자본금	31	31	31	31
자본잉여금	413	413	413	413
이익잉여금	452	563	706	879
비지배주주지분	137	162	195	234
자본총계	1,009	1,144	1,321	1,533

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	45.2	31.4	24.1	20.1
P/CF (x)	13.6	12.0	10.6	9.5
P/B (x)	4.1	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA (x)	16.8	13.2	11.3	9.6
EPS (원)	6,591	8,776	11,446	13,748
CFPS (원)	21,873	23,028	25,935	29,201
BPS (원)	72,348	81,123	92,570	106,318
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	10.7	13.7	14.1	14.1
EBITDA증가율 (%)	18.8	17.9	12.1	12.2
조정영업이익증가율 (%)	26.1	28.4	18.1	15.5
EPS증가율 (%)	23.5	33.2	30.4	20.1
매출채권 회전율 (회)	6.7	7.9	8.0	8.0
재고자산 회전율 (회)	5.2	5.3	5.3	5.3
매입채무 회전율 (회)	14.9	16.3	16.3	16.2
ROA (%)	5.3	6.9	8.5	9.2
ROE (%)	9.9	11.9	13.6	14.2
ROIC (%)	9.7	11.4	14.4	16.8
부채비율 (%)	90.7	72.2	65.0	58.4
유동비율 (%)	102.6	133.6	170.1	206.2
순차입금/자기자본 (%)	47.4	29.4	10.9	-4.3
조정영업이익/금융비용 (x)	7.0	10.0	13.0	15.0

기존 1주 제형 위고비, 마운자로의 4주/8주 서방형 제제 개발 중

투자이건	Not Rated
목표주가(12M, 유지)	-
현재주가(23/7/12)	15,850원
상승여력	-

영업이익(23F, 십억원)	-
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	-
EPS 성장률(23F, %)	-
P/E(23F, x)	-
MKT P/E(23F, x)	-
KOSDAQ	879.88

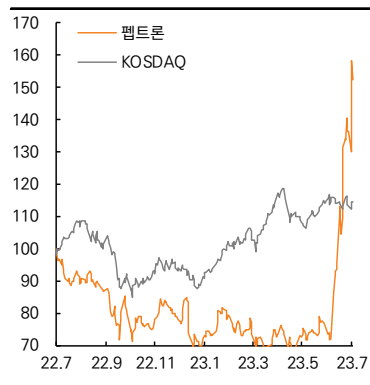
시가총액(십억원)	327
발행주식수(백만주)	21
유동주식비율(%)	90.2
외국인 보유비중(%)	4.9
베타(12M) 일간수익률	0.25
52주 최저가(원)	7,150
52주 최고가(원)	16,470
(%)	1M 6M 12M
절대주가	107.2 109.9 53.1
상대주가	108.6 69.6 30.7

[제약/바이오] 김승민

투자포인트

- ADA 2023에서 약물전달(DDS) 서방형(Sustained-Release) 기술 SmartDepot® 적용한 노보의 semaglutide(위고비/오젠폭), 릴리의 tirzepatide(마운자로) 전임상 데이터 발표
- 전임상에서 PT403(SR semaglutide) 및 PT404(SR tirzepatide)의 최적화된 제형, 균일한 크기 마이크로스피어(20±3 μm)의 유리한 물리화학적 특성을 입증
- 미니피그 모델에서 PT403의 방출은 3일~ 70일로, 잠재적으로 인간에서 4주, 8주 제형 가능성 제시
- 충북 오송 바이오파크, euGMP QP 인증 생산 시설 보유. 연간 100만 바이알 생산 가능
- 22년 12월 당뇨 탐티어 빅파마와 1개월 이상 지속 당뇨/비만 개발 위한 물질 이전 계약(MTA) 체결. 펩트론은 라이선싱 계약을 위한 Term Sheet을 수령, 7월 실사가 예정되어 있다고 밝힘
- API에 DDS기술 적용 사례로 노보 노디스크의 ‘경구’ semaglutide(라이벨서스)가 있음. 라이벨서스는 ‘주사제→경구제’ DDS 기술인 Eligen® 기술이 적용. Eligen® 개발사 Emisphere는 07년부터 노보노디스크와 파트너십 관계였으며 결국 2020년 \$1.35bn(약 1조 7천억원)에 노보에 피인수 됨

리스크: 당뇨 탐티어 빅파마와 라이선싱 계약 지연/실패, 향후 임상 개발 진입 실패



계산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액 (십억원)	3	4	2	3	7	6
영업이익 (십억원)	-5	-8	-13	-18	-16	-15
영업이익률 (%)	-166.7	-200.0	-650.0	-600.0	-228.6	-250.0
순이익 (십억원)	-4	-4	-18	-18	-15	-15
EPS (원)	-293	-232	-1,096	-1,134	-729	-730
ROE (%)	-8.7	-7.9	-48.4	-34.9	-21.6	-26.1
P/E (배)	-107.0	-100.1	-17.0	-14.5	-15.2	-10.5
P/B (배)	10.1	8.3	10.7	4.4	3.7	3.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 펩트론, 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
매출액	2	3	7	6
매출원가	1	2	2	2
매출총이익	1	1	5	4
판매비와관리비	13	19	20	19
조정영업이익	-13	-18	-16	-15
영업이익	-13	-18	-16	-15
비영업손익	-5	0	1	0
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-18	-18	-15	-15
계속사업법인세비용	0	0	0	0
계속사업이익	-18	-18	-15	-15
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-18	-18	-15	-15
지배주주	-18	-18	-15	-15
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-17	-19	-15	-9
지배주주	-17	-19	-15	-9
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-10	-14	-12	-10
FCF	-15	-17	-11	-13
EBITDA 마진율 (%)	-500.0	-466.7	-171.4	-166.7
영업이익률 (%)	-650.0	-600.0	-228.6	-250.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-900.0	-600.0	-214.3	-250.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
유동자산	19	72	33	23
현금 및 현금성자산	2	68	5	5
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	0	0	1	1
기타유동자산	17	4	27	17
비유동자산	42	46	45	45
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	40	41	38	41
무형자산	1	1	1	1
자산총계	61	118	78	68
유동부채	1	29	7	11
매입채무 및 기타채무	1	1	1	1
단기금융부채	0	0	3	9
기타유동부채	0	28	3	1
비유동부채	32	12	9	4
장기금융부채	29	9	6	0
기타비유동부채	3	3	3	4
부채총계	33	41	16	15
지배주주지분	28	77	62	53
자본금	8	10	10	10
자본잉여금	68	133	133	15
이익잉여금	-49	-67	-82	20
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	28	77	62	53

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021	2022
P/E (x)	-17.0	-14.5	-15.2	-10.5
P/CF (x)	-33.2	-19.7	-20.5	-17.0
P/B (x)	10.7	4.4	3.7	3.0
EV/EBITDA (x)	-31.0	-13.2	-17.3	-14.7
EPS (원)	-1,096	-1,134	-729	-730
CFPS (원)	-560	-831	-542	-449
BPS (원)	1,737	3,739	3,020	2,575
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-53.4	73.3	112.3	-12.2
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	-
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	-
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전율 (회)	32.5	12.9	16.6	15.3
재고자산 회전율 (회)	73.3	48.5	16.4	7.7
매입채무 회전율 (회)	3.1	3.2	3.2	4.1
ROA (%)	-26.7	-20.6	-15.4	-20.6
ROE (%)	-48.4	-34.9	-21.6	-26.1
ROIC (%)	-29.6	-61.5	-55.0	-34.7
부채비율 (%)	117.1	52.6	25.0	28.6
유동비율 (%)	1,674.9	252.3	494.8	216.1
순차입금/자기자본 (%)	41.3	-79.6	-30.5	-15.1
조정영업이익/금융비용 (x)	-	-	-425.0	-54.4

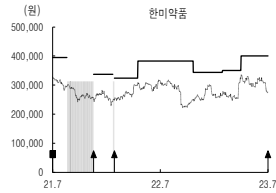
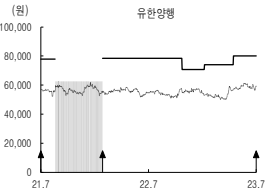
자료: 펍트론, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance

투자의건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의건	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
유한양행 (000100)					2023.02.09	매수	350,000	-22.91	-6.57
2023.04.27	매수	80,000	-	-	2022.11.02	매수	343,730	-22.49	-12.29
2023.01.19	매수	74,000	-28.35	-20.00	2022.04.28	매수	383,013	-25.87	-16.92
2022.11.04	매수	70,788	-21.11	-18.24	2022.02.07	매수	324,088	-16.62	-6.97
2022.02.07	매수	78,441	-29.89	-25.49	2022.02.03	분석 대상 제외		-	-
2021.08.31	분석 대상 제외		-	-	2021.11.29	매수	337,177	-22.74	-16.14
2021.04.27	매수	77,817	-26.08	-22.71	2021.08.31	분석 대상 제외		-	-
한미약품 (128940)					2021.02.05	Trading Buy	394,979	-18.83	-7.93
2023.04.13	매수	400,000	-	-					

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의건 분류 및 적용기준

기업

- 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과이익 예상
- Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과이익 예상
- 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
- 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업

- 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
- 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
- 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(←), Not covered(■)

투자의건 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.7%	10.7%	2.9%	0.7%

* 2023년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한미약품 을(株) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 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.