



본 연구 보고서는 전적으로 Blue Orca Capital 의 의견을 피력하는 것입니다. Blue Orca Capital 은 공개도 그룹입니다. Blue Orca Capital 의 판단은 편향적일 수 있습니다. 이는 매수 투자자도 마찬가지입니다. Insulet 도 그러합니다. 또한, 회사를 위해 자금을 조달한 은행도 편향적일 수 없습니다. 롱(Long)이든 숏(Short)이든 Insulet 에 투자한 투자자도 편향적인 입장일 것입니다. Blue Orca Capital 의 의견이 편향적이라고 해서 Blue Orca Capital 의 의견이 틀렸다는 의미는 아닙니다. BOC Texas, LLC 의 연구 의견은 본인의 책임하에 활용하여야 합니다. 본 보고서와 그 내용은 금융 상품에 대한 조언이 아니며, 그 어떤 조언도 담고 있지 않으며, 그러한 의도로 작성된 것이 아닙니다. 본 보고서에서 논의하는 증권과 관련하여 투자자는 스스로 재정, 법률 및 세금 관련 사항에 관련된 조언을 구하고 그에 따라 결정해야 합니다. 본 보고서에서 다루는 증권을 비롯한 모든 투자 결정은 투자자가 사전에 스스로 조사하고 실사해야 합니다. Blue Orca Capital 은 Insulet 증권의 매도(Short)와 EOFLOW 증권의 매수(Long)에 관심이 있습니다. 따라서 Insulet 의 증권 가격이 하락하거나 EOFLOW 의 증권 가격이 상승할 경우 상당한 이익을 실현할 수 있습니다. 본 보고서의 마지막 페이지에 있는 면책 조항 전문을 참고하시기 바랍니다.

회사: EOFLOW Co. Ltd. | KOSDAQ: A294090  
 기업: 건강 치료 장비

가격 (5/13/2024)  
 마감 현재)  
 KRW 7,590

Blue Orca Capital 은 세계 최고의 인슐린 전달 패치 펌프 제조업체인 Insulet Corporation(이하 '회사' 또는 'Insulet')의 주식을 매도(Short)하고, 신생 한국 경쟁사인 EOFLOW Co. Ltd. (KOSDAQ: A294090)를 주식을 매수(Long)하고자 합니다. 이는 **투자자들에게는 공개되지 않은 사실**이지만 지난주에 연방 순회 항소 법원(Court of Appeals for the Federal Circuit)이 EOFLOW 와의 경쟁에 맞서 Insulet 의 주요 독점권을 보호하는 예비 금지 명령을 기각한 사실에 의거합니다. 이러한 항소 법원의 결정은 기존의 법원 결정에 따라 조성된 난항으로부터 EOFLOW 의 사업이 **즉시** 재개되어, Medtronic(또는 다른 업계의 대기업)이 EOFLOW 를 인수할 수 있는 기회를 열어 주어, 튜브리스(Tubeless) 자동 인슐린 전달('AID') 시스템에 대한 Insulet 의 미국 독점이 무너지는 결과를 초래하게 됩니다.

놀랍게도 투자자와 분석가는 이 매우 중요한 법적 패배에 대해 알지 못했고, Insulet 은 8-K 양식의 수익 결산이나 10-Q 양식의 최근 보고서에 이와 같은 중요 사건을 누락하여 해당 사실을 제대로 보고할 기회가 있었음에도 이를 보고하지 않았습니다. Insulet 은 이전 수익 결산에서 예비 금지 명령을 받은 사실을 대대적으로 홍보한 바 있습니다. 같은 논리라면 예비 금지 명령 기각 판결 이후에 공개된 2024년 1분기 수익 결산에서 해당 판결이 기각된 것을 솔직히 공개했어야 합니다. 예비 금지 명령이 시행되었을 때 Insulet 은 시가 총액이 18억 달러나 증가한 바 있습니다. Blue Orca Capital 은 경쟁사를 보호하고 회사의 주가에 지대한 영향을 미치는 항소 법원의 금지 명령 기각 사실을 투자자에게 숨기는 것은 매우 큰 오해의 소지가 있다는 견해를 밝힙니다. **예비 금지 명령은 기각되었습니다. 경쟁만이 남았습니다.**

Insulet 의 사업은 Insulet 수익의 대부분을 차지하는 튜브리스 인슐린 패치 펌프에 대한 독점을 기반으로 구축되어 있습니다. 한국의 스타트업 기업인 EOFLOW 는 경쟁 상품인 튜브리스 패치 펌프인 "EOPatch"를 비용 효율적으로 대량 생산하여 Insulet 의 독점을 위협했습니다. EOFLOW 는 이미 아시아와 유럽에서 출시되었으며 Insulet 의 핵심 미국 시장 출시를 준비하고 있었습니다. **Medtronic** 은 EOFLOW 의 신생 사업의 가치를 매우 높게 평가하고 2023년 5월에 EOFLOW 를 7억 3,800만 달러에 인수할 계획이 있다고 발표했습니다. 이를 통해 Medtronic 은 기존 AID 시스템에 EOPatch 를 추가하고 미국에서 튜브리스 AID 시스템을 신속하게 공급하여 Insulet 의 주력 제품인 OmniPod 5 와 직접 경쟁할 계획이었습니다.

실존적인 경쟁 위협에 직면한 Insulet 은 EOFLOW 가 영업 비밀을 훔치고 특허를 침해했다고 비난하며 연방 법원에 EOFLOW 를 고소했습니다. Insulet 은 EOFLOW 가 (a) Medtronic 과 정보를 공유하고 (b) 전 세계 어디에서나 EOPatch 를 판매하는 것을 방지하기 위해 임시 금지 명령과 예비 금지 명령을 신청했습니다.

놀랍게도 Insulet 이 EOFLOW 를 처음 고소한 지 불과 몇 주 뒤인 2023년 10월, 미국 지방 법원은 EOFLOW 에 대한 예비 금지 명령을 승인했습니다. 금지 명령의 결과로 EOFLOW 의 주가는 거의 90% 폭락했고, Medtronic 은 EOFLOW 와 완전히 결별하며 7억 3,800만 달러의 인수를 포기했습니다. 자본력이 풍부한 경쟁업체가 한국 스타업을 인수하는 것을 금지했다는 소식에 Insulet 의 주가는 반등하여 시가총액 18억 달러를 기록했습니다.

EOFLOW 는 법원의 결정에 대해 항소했고 2024년 5월 6일에 항소 법원에 구두로 항소 사실을 피력했습니다. 시장은 이미 Insulet 의 승리로 인해 주가 가격이 폭등한 상황이었으나, **지난주 구두 항소가 있는 지 하루 만에 항소 법원은 EOFLOW 에 대한 예비 금지 명령을 기각하는 명령을 내렸습니다.** 항소 법원의 판단은 다음과 같았습니다. **"Insulet 이 예비 금지 명령의 특별 구제를 받아야 함을 입증할 책임을 이행하지 않았다."** 항소 법원은 곧 나올 서면 의견에 앞서 예비 금지 명령을 유보했습니다.

Blue Orca Capital 은 소송을 면밀히 관찰하고 있었으므로 이와 같은 판결이 그리 놀라운 것은 아니었습니다. 오히려 하급심의 판단에 치명적인 결함이 있었고 몇 가지 명백한 법적 오류가 있었기 때문입니다. **항소 법원은 이미 예비 금지 명령 해제를 동의했고, 남은 절차는 항소 법원이 지방 법원 수준에서 EOFLOW 에 가해진 불의를 해결하기 위한 추론과 명령을 설명하는 의견을 작성하는 것뿐입니다.** 분명한 사실은 지난주 항소 법원이 Insulet 의 금지 명령을 기각하여 주요한 경쟁 업체를 보호했다는 사실입니다.

**이는 투자자들에게 엄청난 비대칭 기회를 초래합니다.** Insulet 에 관해서, Blue Orca Capital 은 주가가 즉시 **15% 이상 하락**하여 금지 명령 승인으로 얻은 이익을 반전시킬 것으로 예상하며, 투자자들이 Insulet 의 주력 제품의 독점이 다시금 경쟁의 위협을 받게 된다는 사실을 자각하는 기회가 될 것으로 판단합니다. EOFLOW 에 관해 항소 법원 명령은 절박한 사업에 즉각적인 생명줄을 제공하여 EOFLOW 가 경쟁 튜브리스 패치 펌프를 다시 한번 판매할 수 있을 뿐만 아니라 Insulet 의 귀중한 독점에 공격적으로 도전하고 싶어 하는 Medtronic 과 같은 잠재적 인수자와 다시 참여할 수 있도록 허용합니다. Insulet 의 고소 이전에 EOFLOW 주가는 한화도 **약 28,500 원**에 거래되었습니다. 금지 명령 이후 EOFLOW 주가는 2024년 2월 최저치인 **3,390 원**까지 거래되었습니다. 이는 Blue Orca Capital 이 예상한 대로 EOFLOW 가 금지 명령 전 가격으로 회복된다면 투자자들이 **약 600%의 수익**을 올릴 수 있다는 것을 의미합니다.

- I. **항소법원은 투자자들에게 공개되지 않은 채 예비 금지 명령을 기각했습니다.** 항소 법원이 구두 주장을 청취한 지 하루 만인 2024년 5월 7일, 항소 법원은 EOFLOW에 대한 하급 법원의 예비 금지 명령을 기각하는 명령을 내렸습니다. Blue Orca Capital은 투자자와 분석가가 이 매우 중대한 법적 패배를 인식하지 못하고 있다고 믿습니다. 왜냐하면 Blue Orca Capital이 아는 바로는, Insulet이 2024년 1분기 수익 결산 또는 판결 3일 후에 발표할 후속 10-Q에서도 투자자에게 이 중요한 사건을 공개할 충분한 기회가 있음에도 불구하고 이 중대한 사건을 투자자에게 공개하지 않았기 때문입니다. 항소 법원은 **“Insulet이 예비 금지 명령의 특별 구제를 받아야 함을 입증할 책임을 이행하지 않았다.”**라는 짧은 두 문단의 명령을 내렸습니다. 항소법원의 명령은 항소법원의 추가 명령이 있을 때까지 하급심의 예비적 금지명령을 유예시켰으며, 향후 의견서를 통해 그 이유를 설명할 것이라고 했습니다.

IT IS ORDERED THAT:

The district court's preliminary injunction order dated October 24, 2023 is stayed pending further order of the court.

As will be explained in a forthcoming opinion, Insulet has not met its burden to show that it should be granted the extraordinary relief of a preliminary injunction. To the extent that the April 24, 2024 Second Amended Preliminary Injunction (which is not part of this appeal) relies on reasoning similar to that which resulted in the October 24, 2023 order, the district court should consider whether to stay the April 24, 2024 order as well.

출처: 2024년 5월 7일, 항소 법원 명령, PACER ECF-48

Blue Orca Capital은 항소법원의 신속함에는 놀랐으나 그 결과에는 놀라지 않았습니다. 관심 있는 투자자라면 항소 법원에서 이루어진 구두 주장을 직접 **청취**할 것을 권장합니다. 항소 법원은 Insulet이 본안에서 승소할 가능성이 있음을 하급 법원에 입증해야 할 책임을 Insulet이 이행했는지에 대해 특히 회의적이었습니다. 특히, 항소 법원은 질문을 통해 Insulet이 해당 소송에서 EOFLOW의 공소시효 변호를 반박할 수 있음을 충분히 입증하지 못했거나 Insulet이 EOFLOW가 빼돌리거나 사용할 수 있었던 특정 영업 비밀을 충분히 식별했다는 점에 큰 우려를 하고 있음을 시사했습니다. **요약하자면, 예비 금지 명령은 무효이며 EOFLOW는 Insulet과 직접 경쟁하고 Medtronic 또는 다른 잠재적 인수기업과의 협상을 재개할 수 있다는 점입니다.**

- II. **공개되지 않은 항소 법원 판결로 Insulet의 핵심 독점이 무너졌습니다.** Insulet은 2023년 5월 Medtronic의 EOFLOW 인수 계획 소식으로 인해 주가가 급락하면서 시가총액 17억 달러를 잃은 바 있습니다. 이러한 Insulet의 주가는 지방 법원이 일시적으로 EOFLOW의 사업을 동결하고 Medtronic 거래를 중단시키는 임시 금지 명령(TRO)과 예비 금지 명령을 승인했다는 소식에 큰 폭으로 상승하기도 했습니다. Insulet은 Medtronic의 발표로 시가총액 17억 달러의 손해를 보았고 지방 법원의 금지명령으로 EOFLOW의 사업이 동결되었다는 소식으로 18억 달러의 이익을 보았으므로 가격 움직임에는 어느 정도 대칭성이 있었던 것이 사실입니다. **이제 투자자들은 항소 법원이 금지 명령을 기각했다는 사실을 알게 되었으며 Insulet이 금지 명령에서 승리하면서 되찾은 시가총액 18억 달러가 시장에서 신속하게 소진될 것으로 예상됩니다.** 그러나 이번에는 투자자들이 튜브리스 패치 펌프 시스템에 대한 독점을 누리던 시절이 끝났다는 가혹한 현실에 직면하면서 Insulet의 주가가 곧 더욱 급락하더라도 놀라지 않을 것입니다.

특히, Insulet이 침묵을 지키고 있는 동안 EOFLOW는 이미 한국 규제 기관에 경쟁사의 튜브리스 인슐린 패치 펌프 판매를 자유롭게 재개할 수 있다는 사실을 이미 보고했습니다. 이를 제대로 파악한 한국 투자자들로 인해 판결 이후 EOFLOW의 주가가 이미 80% 이상 상승했습니다.

이 모든 징후는 예비 금지 명령이 사실상 종료되었으므로 Medtronic이 EOFLOW 인수 협상을 재개할 것임을 시사합니다. Medtronic의 목표는 EOFLOW를 통해 OmniPod 5와 경쟁하기 위한 'AID 패치 도입을 가속화'하는 것이었습니다. Medtronic은 예비 금지 명령 판결 후 SEC 서류에 **“[EOFLOW] 항소 절차를 계속 모니터링할 것.”**이라고 밝혔습니다. Medtronic은 이 거래에서 물러난 후에도 EOFLOW와의 거래에 있어 여전히 **“상당한 상호 이익”**이 있다고 합니다.

Blue Orca Capital은 궁극적으로 이와 같은 출혈적 평가에서 Insulet이 “경쟁 기업”으로부터 우위를 점할 수 있는 실행 가능한 경로를 찾지 못했다고 판단합니다. Insulet은 FY2024E EV/EBITDA에서 29.4 배, FY2024E P/EPS에서 52.1 배로 거래됩니다. 이러한 성장 배수로는 Insulet이 원치 않는 경쟁 환경에서 버티는 것이 불가능합니다. Orca Capital은 지난 주의 항소 법원 결정이 OmniPod 플랫폼의 상품화되면서 Insulet이 독점권, 리더십 지위, 그리고 인해 성장 전망을 잃게 될 **첫 번째 단계**라고 판단합니다. 역사상 처음으로 Insulet은 현재 미국 시장과 전 세계 시장의 문턱에 있는 새로운 튜브리스 인슐린 펌프 및 AID 시스템 기술과 경쟁해야 할 것입니다.

- III. **시장은 EOFLOW를 부당하게 방치했습니다.** 그러나 한국에서는 투자자들에게 놀라운 비대칭 기회가 있습니다. 1년도 채 되지 않아 Medtronic은 EOFLOW를 7억 3,800만 달러에 인수할 계획을 발표했고 주식은 약 28,500원에 거래되었습니다. 최근 EOFLOW 주가는 2023년 5월 대비 거의 90% 하락한 3,390원까지 최저치로 거래되었습니다. 달라진 유일한 것은 Insulet의 소송과 그 여파뿐입니다. 지난주 항소심 판결로 인해 EOFLOW의 주가는 가처분 전 거래가인 약 **23,700원**으로 회복될 것으로 예상됩니다. 이는 EOFLOW가 기록한 저점에서 약 **600%의 이익**을 얻을 수 있는 가능성을 반영합니다.

이 모든 징후는 예비 금지 명령이 사실상 종료되었으므로 Medtronic이 EOFLOW 인수 협상을 재개할 것임을 시사합니다. 그럼에도 불구하고 EOFLOW는 자체적으로 경쟁할 수 있는 좋은 위치에 있습니다. Medtronic과의 거래 이전에 EOFLOW는 이미 2021년 한국에서, 2022년 유럽에서 EOPatch를

상업적으로 출시했고, 다른 여러 국가에서 규제 승인을 획득했으며, 미국 시장에 대한 FDA 시판 전 승인 신청서를 제출했습니다. 또한 이미 승인된 전체 AID 시스템의 주요 구성 요소인 AID 시스템 컨트롤러 및 알고리즘 소유 기업인 Diabeloop와의 중요한 협력 관계를 체결함으로써 패치 펌프를 전체 AID 시스템에 통합하여 OmniPod 5와 경쟁할 준비를 갖추었습니다. 이는 이미 유럽에서 승인을 획득하고 판매 중입니다.

이미 기업 내부자들이 주식을 매수하고 있는데 이는 추가 상승을 대비하는 것을 시사합니다. 이미 EOfFlow의 발행주식의 10% 이상을 소유한 EOfFlow의 창립자이자 CEO는 최근 개인 EOfFlow 주식 보유량을 늘리고 있습니다. 2024년 4월 말에 EOfFlow 주식 50만 달러 이상을 공개 시장 현금 구매한 것도 이와 같은 행보입니다.

**IV. 다음 단계에 관한 전망: 항소 법원은 Insulet 소송의 치명적인 결함을 강조합니다.** 예비 금지 명령의 기각은 *당연한 결과*이지만, 왜 이를 기각했는가에 대한 항소 법원의 향후 의견은 투자자들에게 여전히 흥미로울 수 있습니다. 이는 Insulet의 소송이 실패할 가능성이 높은 이유를 강조할 것으로 기대하기 때문입니다. 항소법원은 이미 “Insulet이 예비 금지 명령의 특별 구제를 받아야 함을 입증할 책임을 이행하지 않았다”고 판결했으나 아직 그 이유를 밝히지는 않았습니다. 그럼에도 불구하고 여기에는 미스터리한 점은 거의 없습니다. 항소 법원은 구두 변론을 통해 향후 의견이 유지될 가능성이 높다고 전보했으며 Insulet이 재판에서 승소할 가능성이 있음을 입증하지 못했다고 설명했습니다. 항소 법원이 예비 금지명령에 대한 법적 근거를 다룰 때, Blue Orca Capital은 향후 의견에서 **EOfFlow의 공소시효 변호를 반박할 수 있음을 충분히 입증하지 못했거나, Insulet이 EOfFlow가 빼돌리거나 사용할 수 있었던 특정 영업 비밀을 충분히 식별했다는 점을 필연적으로 강조할 것으로 기대합니다.** 그러나 예비 금지 명령이 무효가 되었으므로 이 모든 것은 현재로서는 중요하지 않습니다.

EOfFlow는 이제 경쟁 관계에 있는 튜브리스 인슐린 패치 펌프를 대규모로 자유롭게 출시하고 Insulet의 사업과 주가를 형성하는 독점 구조에 도전할 수 있습니다. 게다가 지난주 판결 이후부터 EOfFlow는 즉시 매력적인 인수 대상이 되었습니다. 실제로 Medtronic과 EOfFlow는 여전히 거래 체결에 상호 이해 관계를 맺고 있는 것으로 알려졌습니다. 요약하자면, Blue Orca Capital은 이러한 소송 절차와 Insulet의 자료 공개 실패 및 엄청난 법적 패배로 인해 고유한 비대칭 투자 기회, 즉, EOfFlow 주식을 매수(Long)하고 Insulet 주식을 매도(Short)하는 기회가 발생했다고 판단합니다

## I. 항소법원은 투자자들에게 공개되지 않은 채 예비 금지 명령을 기각했습니다.

항소 법원이 구두 주장을 청취한 지 하루 만인 2024년 5월 7일, 항소 법원은 EOfFlow에 대한 하급 법원의 예비 금지 명령을 기각하는 명령을 내렸습니다. "Blue Orca Capital은 투자자와 분석가가 이 매우 중대한 법적 패배를 인식하지 못하고 있다고 믿습니다. 왜냐하면 Blue Orca Capital이 아는 바로는, Insulet이 2024년 1분기 실적 발표회에서 이를 할 기회가 충분했음에도 이런 중요한 사건을 공시하지 않았기 때문입니다.

Insulet은 2023년 8월 3일 연방 지방 법원에 EOfFlow를 고소함으로써 경쟁사의 위협에 처음 대응했습니다. Insulet의 소송은 EOfFlow가 Insulet의 특허를 침해하고 영업 비밀을 도용했다고 주장합니다. Insulet의 주장의 핵심은 2017-2018년에 EOfFlow가 Insulet의 전 임원 3명을 고용하여 "EOPatch의 개발, 제조, 규제 승인 및 마케팅을 감독하게 했다"는 사실에 있습니다. 소송 제기 직후, Insulet은 임시 금지 명령(Temporary Restraining Order, TRO)과 예비 금지 명령을 신청했습니다.

시장을 놀라게 하고 Insulet의 주가를 급등시킨 판결에서 지방법원은 본안 심리 전까지 임시 금지 명령과 예비 금지 명령을 승인했습니다. 법원의 예비 금지 명령은 (a) 신규 사용자에 대한 제조, 마케팅 및 판매, (b) Medtronic과의 기술 정보 공유를 금지하여 EOfFlow의 사업에 큰 타격을 주었습니다. 예비 금지 명령으로 인해 손발이 묶인 Medtronic은 EOfFlow 인수에서 발을 뺐고, 이는 Insulet과 투자자들에게 EOfFlow의 향소가 진행되는 동안 일시적인 안도감을 주었습니다.

예비 금지 명령이 승인된 후, 투자자들은 Insulet이 독점을 유지하기 위한 중요한 법적 싸움에서 승리했다고 믿었고, 이로 인해 Insulet의 주가는 급등했습니다. 반대로, EOfFlow의 주가는 예비 금지 명령 이후 거의 90% 폭락했으며, 이 한국 스타트업의 기업 가치는 7억 3,800만 달러에서 9천만 달러 이하로 떨어졌습니다. Blue Orca Capital은 이 주가 행동이 반전될 것으로 보고 있습니다.

2024년 5월 7일 항소 법원은 "Insulet이 예비 금지 명령의 특별 구제를 받아야 함을 입증할 책임을 이행하지 않았다."라는 짧은 두 문단의 명령을 내렸습니다. 항소법원의 명령은 항소법원의 추가 명령이 있을 때까지 하급심의 예비적 금지명령을 유예시켰으며, 향후의 결정을 통해 그 이유를 설명할 것이라고 했습니다. 이 판결과 의견을 분리하는 것은 조금은 일반적이지 않은 조치입니다. 그러나 항소 법원이 판결을 발표한 속도로 미루어 보았을 때, 법원이 EOfFlow에 대한 정의의 오남용을 가능한 한 하루라도 더 지연시키고 싶지 않았음은 분명해 보입니다.

### IT IS ORDERED THAT:

The district court's preliminary injunction order dated October 24, 2023 is stayed pending further order of the court.

As will be explained in a forthcoming opinion, Insulet has not met its burden to show that it should be granted the extraordinary relief of a preliminary injunction. To the extent that the April 24, 2024 Second Amended Preliminary Injunction (which is not part of this appeal) relies on reasoning similar to that which resulted in the October 24, 2023 order, the district court should consider whether to stay the April 24, 2024 order as well.

출처: 2024년 5월 7일, 항소 법원 명령, PACER ECF-48

다음 날, 항소 법원의 파기에 심려한 하급 법원이 금지 명령을 즉시 철회했습니다.<sup>1</sup> EOfFlow는 공시를 통해 금지 명령은 사실상 철회되었으며, EOfFlow가 경쟁 제품을 판매할 수 있게 되었다는 기쁜 소식을 한국 증권 시장의 투자자들에게 전했습니다.

<sup>1</sup> 지방 법원의 명령은 EOfFlow를 추가로 제한하기 위해 내린 두 번째 금지 명령 또한 철회했습니다.



**ORDER****SAYLOR, C.J.**

In light of the Order of the Federal Circuit dated May 7, 2024, the Second Amended Preliminary Injunction dated April 24, 2024, is hereby STAYED pending further order of the court.

**So Ordered.**

/s/ F. Dennis Saylor IV  
F. Dennis Saylor IV  
Chief Judge, United States District Court

Dated: May 8, 2024, at 11:30 a.m., in Boston, Massachusetts

출처: 지방법원 명령, 2024년 5월 8일, PACER ECF-368

**Blue Orca Capital은 항소법원의 신속함에는 놀랐으나 그 결과에는 놀라지 않았습니다.** 하급 법원의 예비 금지 명령 판결은 당사자의 주장과 방어의 핵심을 뒤집을 수 있는 법적 오류로 가득 차 있습니다. 항소 법원이 일반적으로 '재량권 남용' 심사 기준에 따라 하급 법원의 사실 판단을 높게 존중하지만, 이 사건에서 하급 법원은 핵심 쟁점에 대한 핵심 사실에 대한 *평가조차 시도하지 않음으로써* 재량권을 반복적으로 남용했습니다. 2024년 5월 7일 항소 법원의 판결 전에 Blue Orca Capital가 자문을 구했던 한 법률 전문가가 간결하게 말했듯이, **"... 이는 파기 사유입니다. 다른 방법은 없어 보입니다."**

항소법원의 구두 변론 심문은 항소법원이 예비 금지 명령 신청을 받아들이지 않을 것이라는 저희의 확신을 더욱 확고히 해주었습니다. 관심 있는 투자자라면 항소 법원에서 이루어진 구두 변론을 직접 [청취](#)할 것을 권장합니다.<sup>2</sup> 항소법원은 특히 Insulet이 하급심 법원에 Insulet의 청구가 제소 기간에 의해 시효가 중단되었는지 또는 EOFLOW가 Insulet이 보유하고 있거나 사용했을 가능성이 있는 특정 영업 비밀을 충분히 식별했는지에 대한 입증책임을 다했는지에 대해 회의적이었습니다. 항소법원은 하급심 법원이 제소 기간을 고려하지 않은 것을 **"치명적인 결함"**이라고 언급하기도 했습니다.

명망 있는 대형 로펌에서 증권 소송을 담당할 수십 년의 경험과 연방법원 서기로 근무한 경력이 있는 Blue Orca 투자팀의 법률 경험에 비추어 볼 때, 항소법원 판사가 이처럼 적대적이고 회의적인 태도를 보이는 경우는 드뭅니다. Blue Orca는 항소법원이 곧 발표하겠다고 약속한 의견서에서 하급 법원이 Insulet의 금지 명령 소송에서 이기기 위한 필요한 법적 요소를 제대로 평가하지 못한 오류, 특히 Insulet이 EOFLOW의 제소 기간 방어를 성공적으로 물리칠 수 있다는 점을 입증하지 못한 오류를 전부는 아니더라도 많은 부분을 다룰 것으로 기대합니다. **간단히 말해서, 가져분은 종료된 것입니다.**

<sup>2</sup>구술 변론 녹화본은 [여기](#)에서 1분 25초 07분부터 시청할 수 있으며, 대부분의 격렬한 논쟁은 1분 37초부터 본격적으로 시작됩니다.

## II. 공개되지 않은 항소 법원 판결로 Insulet의 핵심 독점이 무너졌습니다.

지난주 항소법원의 명령으로 EOfFlow는 경쟁사 튜브리스 패치 펌프 판매를 재개할 수 있게 되었고, Medtronic 또는 다른 인수자가 EOfFlow 인수에 다시 참여할 수 있게 되었습니다. 즉, Insulet의 주가는 하락할 것으로 예상되며, 항소법원의 결정이 뉴스에 보도되면 하급 법원이 EOfFlow의 사업을 동결하고 Medtronic과의 거래를 무산시켰을 때 Insulet이 회복한 시가총액 18억 달러가 사라질 것으로 예상됩니다. 하지만 이것은 시작에 불과합니다.

Insulet은 2023년 5월 Medtronic의 EOfFlow 인수 계획 소식으로 인해 주가가 급락하면서 시가총액 17억 달러를 잃은 바 있습니다. EOfFlow는 튜브리스 웨어러블 인슐린 펌프 패치에 대한 Insulet의 중요한 독점권을 깨뜨리기 직전이었을 뿐만 아니라, B에 의한 Medtronic의 인수는 자본이 풍부하고 정교한 경쟁자가 Medtronic의 기술을 활용하여 OmniPod 5와 경쟁할 무선 AID 시스템을 빠르게 시장에 출시할 가능성을 제기했습니다. 투자자들은 이러한 경쟁 위협을 인식하고 Insulet의 주식을 급매도했습니다.

반면, 이러한 Insulet의 주가는 지방 법원이 일시적으로 EOfFlow의 사업을 동결하고 Medtronic 거래를 중단시키는 임시 금지 명령('TRO')과 예비 금지 명령을 승인했다는 소식으로 큰 폭으로 상승하기도 했습니다. Insulet은 Medtronic의 발표로 시가총액 17억 달러의 시가총액을 잃었고, 지방 법원의 금지명령으로 EOfFlow의 사업과 Medtronic 거래를 무산시켰다는 소식으로 18억 달러의 이익을 보았으므로 가격 움직임에는 어느 정도 대청성이 있었던 것이 사실입니다.

놀랍게도, 투자자와 분석가들은 이 중대한 법적 패소를 눈치채지 못했으며, Insulet은 판결 후 이틀 뒤에 열린 2024년 1분기 실적 발표 회의에서 이 중대한 사건을 투자자들에게 공개할 충분한 기회가 있었음에도 불구하고, 이를 공개하지 않았습니다. 또한 Insulet은 판결 3일 후 제출한 8-K 또는 10-Q에서 패소 사실을 공개하지 않았습니다. 특히 Insulet이 예비 금지 명령 승소를 실적 발표 회의에서 발표할 만큼 중요하다고 여겼던 점을 고려할 때, 이번 판결을 공개하지 않은 것은 매우 오해의 소지가 있다고 생각합니다. Blue Orca Capital은 항소 법원이 Insulet의 경쟁 우위를 보호하는 데 중요한 역할을 했던 예비 금지 명령을 무효화했음을 투자자들에게 숨기는 것은 이 금지 명령이 승인되었을 때 A의 주가가 18억 달러의 시가총액 상승을 가져왔던 점을 고려하면 매우 큰 오해의 소지가 있다고 생각합니다. **예비 금지 명령은 기각되었습니다.**

그러나 이번에는 투자자들이 Insulet이 튜브리스 패치 펌프 시스템에 대한 독점을 누리던 시절이 끝났다는 가혹한 현실에 직면하면서 Insulet의 주가가 곧 더욱 급락하더라도 놀라지 않을 것입니다. 그러나 현재 Insulet은 경쟁 디바이스를 대규모로 제조할 수 있는 역량을 갖춘 신생 경쟁자에 직면하고 있으며, 이 경쟁자는 Medtronic와 같은 업계 대기업의 매력적인 인수 대상일 뿐만 아니라 곧 독립 디바이스 제조업체로서 시장 점유율을 확보할 수 있을 것으로 보입니다.

### 1. Blue Orca Capital은 항소법원의 판결이 Insulet의 시가총액에서 18억 달러 이상을 줄어든 게 할 것으로 예상합니다.

Insulet이 조치를 취하기 전까지 EOfFlow는 한동안 위협적인 경쟁자로 떠올랐습니다. Medtronic의 EOfFlow 인수 계획에 관한 소문은 Medtronic가 인수 계획을 2023년 5월 25일에 공식 발표하기 전, **최소 2023년 2월부터** 몇 달 동안 돌고 있었습니다. 그럼에도 불구하고, Insulet의 주식은 Medtronic가 EOfFlow를 인수하고 Insulet의 주력 제품에 대한 압박한 경쟁적 위협이 있음을 알리는 뉴스에 따라 급격하게 하락했습니다.

## Insulet, Tandem fall as Medtronic to buy insulin pump maker

May 25, 2023 11:53 AM ET | Insulet Corporation (PODD) Stock, TNDM Stock | MDT | By: Dulan Lokuwithana, SA News Editor | 1 Comment

출처: [뉴스 기사 2023년 5월 25일](#)

이 뉴스로 Insulet의 주가는 평균 거래량의 약 4배 증가하며 하루 동안 **최대 17억 달러까지 시가총액이 하락하는 등** 급락했습니다.



출처: Capital IQ

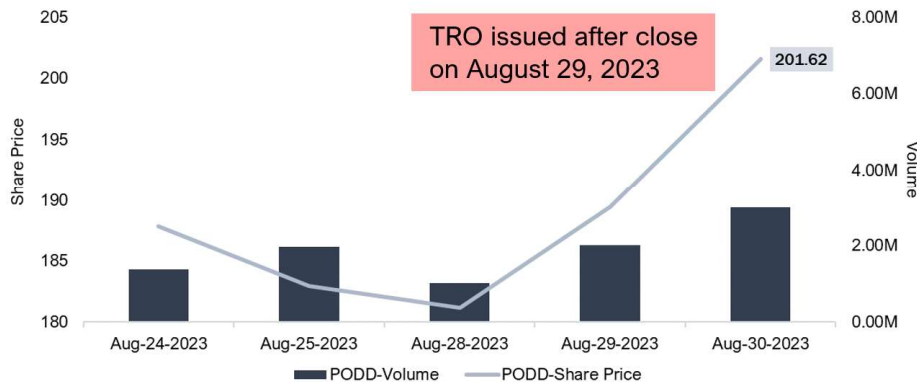
2023년 8월 29일, Insulet은 EOFlow에 대한 임시 금지 명령을 승인받았으며, 다섯 주 후에 지방법원은 이를 예비 금지 명령으로 전환하기로 동의했습니다. 지방법원의 명령은 사실상 EOFlow가 Medtronic과 기술 정보를 공유하지 못하도록 하였으며, 전 세계에서 경쟁사의 기기를 제조, 마케팅 또는 신규 사용자에게 판매할 수 없게 했습니다. 투자자들은 적어도 Insulet이 예비로 EOFlow와 Medtronic의 경쟁적 위협을 방어했다는 소식에 환호했습니다.

## Insulet gains amid winning TRO in dispute with EOFlow, CEO insider buy

Aug. 30, 2023 10:51 AM ET | **Insulet Corporation (PODD) Stock** | MDT, TNM | By: Joshua Fineman, SA News Editor

출처: [뉴스 기사, 2023년 8월 30일](#)

하급 법원이 Insulet의 EOFlow에 대한 임시 금지 명령을 승인했다는 소식으로 Insulet의 주가는 장중 거래에서 평균 거래량의 3배에 달하는 약 11%이나 상승했습니다.



출처: Capital IQ

EOFlow는 연방순회항소법원에 예비 금지 명령에 대해 항소했지만, 2023년 12월 6일, 예비 금지 명령으로 인해 EOFlow에 대해 제한당한 Medtronic은 EOFlow 인수 계획을 포기할 수밖에 없었습니다. 애널리스트들은 “[우리는 이 새로운 소식이 Insulet의 인슐린 패치 펌프에 대한 독점적인 지위가 더욱 공고해졌다고 생각합니다.]”라고 언급했습니다. 이 소식으로 Insulet의 주가는 또다시 상승했습니다.

예상 가능하다시피, Medtronic의 EOFlow 인수 계획이라는 악재가 Insulet의 시가총액에서 17억 달러를 깎아내렸지만, 하급 법원의 금지 명령과 Medtronic가 EOFlow 거래를 포기하는 호재가 겹치면서 18억 달러가 다시 Insulet의 시가총액으로 회복되었습니다.

거래일자	사건	주가 변동 <sup>3</sup>	발행 주식수	시가총액 변동	총 시가총액 변동률
2023-05-25	Medtronic 의 EOFlow 인수 계획 소식	-24.99 달러	6,970 만 달러	-17억 달러	-17억 달러
2023-08-30	하급 법원의 EOFlow 에 대한 임시 금지 명령 발표	20.83 달러	6,980 만 달러	14 억 6 천만 달러	18 억 달러
2012-07-23	Medtronic 의 EOFlow 인수 철회 소식	5.45 달러	6,980 만 달러	3 억 8 천만 달러	

출처: Capital IQ

하지만 지난 주에 발표된 항소법원의 의견으로 인해, 이제 EOFlow 가 경쟁하는 튜브리스 펌프를 판매할 수 있게 되었고 Medtronic(또는 다른 인수자)가 EOFlow 의 인수 계약을 재협상할 수 있게 되었습니다. Insulet 의 회복의 근거가 뒤바뀐 것으로 Blue Orca Capital 은 하급 법원이 EOFlow 의 사업을 동결하고 Medtronic 와의 거래를 무산시켰을 때 회복했던 18억 달러의 시가총액을 다시 내줄 것으로 예상합니다. 현재 주가 수준에서 18억 달러의 시가총액 감소는 약 15% 이상의 주가 하락에 해당합니다.

Insulet 이 항소심 판결을 공개하지 않은 것은 경영진의 신뢰성에 대한 의문을 불러일으키며, 이는 주가에 더욱 부정적인 압력을 가할 뿐입니다. 투자자들은 (오인이나 생략으로 인해) 속는 것을 좋아하지 않습니다. Blue Orca Capital 은 Insulet 이 항소법원이 임시 금지 명령을 폐기한 판결을 발표한 후 이를 뒤 열린 2024 년 1 분기 실적 발표에서 충분한 기회가 있었음에도 불구하고 투자자들에게 이 치명적인 법적 패배를 즉시 공개하지 않은 것은 매우 오해의 소지가 크다고 생각합니다.

첫째, 소송으로 인해 이미 Insulet 의 주가가 크게 변동하고 있었기 때문에 이번 패소 소식은 매우 중요하다고 판단합니다. Blue Orca Capital 의 의견으로는, 결과로 인해 최대 18억 달러의 시가총액 변동되는 소송은 즉시 공개되어야 합니다.

더불어 Insulet 은 2023 년 3 분기 실적 발표에서 예비 금지 명령 소송에서 승소했을 때 이 소송이 투자자들에게 자랑했을 만큼 충분히 중요한 사안이라고 여겼습니다.

Finally, an important update on our intellectual property portfolio, which is a key asset enabling our continued growth. In August, we filed a suit in the U.S. against EOFlow and other affiliated parties to stop the misappropriation of Insulet's proprietary trade secrets. Last month, after requesting preliminary relief and obtaining some initial evidence, the court granted our request for a preliminary injunction against EOFlow, which prohibits EOFlow from manufacturing, marketing or selling to any new customer any product that we designed, developed or manufactured using or relying on Insulet's trade secrets.

The court also extended the prior injunction issue to restrain EOFlow from disclosing to any third party information that contains, derives from or incorporates Insulet's confidential information. In granting Insulet's motion, the court found "very substantial, indeed, strong evidence of misappropriation" and "that Insulet is likely to succeed on the merits of its trade secrets claim."

출처: [Insulet 2023 3 분기 실적 발표](#)

Insulet 금지 명령 소송에서 승소했을 때 EOFlow 의 소송이 충분히 논의할 가치가 있을 만큼 중요한 사안이었다면, Insulet 은 소송에서 패소했을 때 또한 투자자들에게 이를 솔직하게 알려야 할 동등한 의무가 있다고 생각합니다. 그러나 Blue Orca Capital 이 파악한 바로는 Insulet 은 실적 발표나 10-Q 에서 충분한 기회가 있었음에도 불구하고 패소 사실을 공개하지 않았고, 그 결과 현재 투자자와 애널리스트들은 패소 사실을 알지 못하는 것으로 보입니다.

<sup>3</sup> 전일 종가에서 다음 거래일 장중 고가/저가를 기준으로 계산되었습니다.



## 2. 독점의 붕괴로 초래된 실존적 위기.

Insulet의 주가는 훨씬 더 큰 폭으로 떨어질 수 있어 보입니다. 항소 법원이 약속한 향후 의견서에서 Insulet이 재판에서 성공 가능성이 있다는 입증 책임을 다하지 못했다고 판단할 가능성이 높기 때문입니다. 항소 법원의 의견은 투자자들에게 처음으로 소송이 시효 문제로 인해 Insulet의 소송을 종결시킬 수 있다는 사실을 드러낼 가능성이 높습니다. 다시 말해, 지난주 항소 법원의 명령과 함께 곧 발표될 의견서를 통해 투자자들은 Insulet의 '경쟁적 해자'가 끝났다는 사실을 인식할 수 있을 것으로 생각합니다.

Insulet의 사업, 매출, 그리고 마진은 현재 세계에서 가장 큰 당뇨병 시장인 미국에서 OmniPod 5가 유일하게 이용 가능한 옵션인 튜브리스 패치 펌프 시스템에 대한 거의 독점적 지위에 의존하고 있습니다. 이 부러움을 살 만한 시장 지위는 EOFLOW, 그리고 아마도 Medtronic이나 다른 전략적 인수자의 경쟁으로 인해 무너질 것입니다.

OmniPod 5는 2022년 8월에 막 출시되었지만 이미 Insulet의 2023 회계연도 총 매출의 약 60%를 차지하고 있습니다. 경영진은 앞으로 이 성과가 더 나아질 것으로 예상하고 있으며, 2024 회계연도 전망에서는 OmniPod 5가 매출 및 마진 성장을 주도할 것으로 예상하고 있습니다. 또한, 경영진은 OmniPod 5가 2023 회계연도에 큰 폭으로 인상된 가격으로 인해 받은 혜택 없이 순전히 판매량만으로 기록적인 성장을 주도할 것으로 예상하고 있습니다.

중요한 점은 경영진의 낙관주의와 성장 전망이 해당 회사의 튜브리스 착용형 인슐린 펌프 독점을 기반으로 하고 있다는 것입니다. 경영진은 반복적으로 튜브리스 웨어러블 기능이 “우리 제품을 독특하고 경쟁사 제품과 분명히 차별화”하며 “우리의 성장을 촉진”하고 있다고 거듭 강조합니다. 경영진에 따르면, 이 튜브리스 디자인이 “경쟁 우위의 기반”인 것입니다.

OmniPod 5 is the only FDA-cleared, fully disposable pod-based AID system. This makes our product unique and clearly differentiated from competitors' offers. These product attributes underpin our competitive advantages and are key to fueling our growth, further establishing our leadership position and expertise in the diabetes market. The fully on-body wearable AID experience of OmniPod 5 dramatically reduces the daily burden of living with diabetes. And its simplicity, ease of use and broad and affordable access are also key drivers of its rapid adoption.

출처: [Insulet 2023 4분기 실적 발표](#)

Insulet의 미래 성장 전망에서 **경영진은 반복적으로 경쟁사가 없다고 주장했습니다.**

**James R. Hollingshead**  
President, CEO & Director

Thanks, Matt. I'll do those in reverse order. The first one is on the tubeless form factor. We obviously watch our competitor pipelines as closely as we can. And in terms of what is out there publicly that we can see, **we don't see anything coming in that time frame that's even close to what we have in market right now with OmniPod 5. Just in terms of the whole package, the convenience, the ease of use, the scalability, the wear experience, automated needle insertion, we could go on and on about the feature set, but we are very confident in our competitive position.**

We're never complacent. We have a lot of respect for our competitors, and we know that because OmniPod 5 -- OmniPod in general, but OmniPod 5 has been so successful, everybody wants to chase it. So that just **makes sense, and that's how competition works. But we are very confident in our competitive position, and we don't see anything coming in anybody's pipeline that even matches what we have, and we're going to continue to drive innovation. So we're going to extend our lead.**

출처: [Insulet 2023 4분기 실적 발표](#)

**James R. Hollingshead**  
President, CEO & Director

As to patch pump companies, there's patch pumps -- we're the leader in patch pump. There's not really a viable patch pump competitor that we see on the horizon. And so that's another reason that we're very, very **bullish on our position and expect to continue to lead the market.**

출처: [Insulet 2023 3분기 실적 발표](#)

## Insulet sizes up competition as Tandem, Medtronic plan new insulin patch-pumps

Insulet CEO Jim Hollingshead said the company is “very confident” in its competitive position as rivals develop their own patch pumps.

Published Feb. 29, 2024

출처: [뉴스 기사, 2024년 2월 29일](#)

**하지만 이제 아닙니다.** 지난주 항소법원의 명령에 따라 EOfFlow는 즉시 경쟁사 패치 펌프를 계속 판매할 수 있게 되었으며, Medtronic은 EOfFlow를 다시 인수할 수 있게 되었습니다.

EOfFlow는 항소심 승소를 발표하는 기업 보고서에서 “이번 2차 수정 금지 명령 효력 중정 결정으로 우리 회사의 Eo-Patch의 생산, 마케팅 및 판매가 가능해졌다”고 투자자들에게 분명하게 밝혔습니다. 한국 투자자들은 이를 파악했으며, 판결 이후 EOfFlow의 주가는 80% 이상 상승했습니다.

### EOfFlow (A294090)

#### Settlement of Lawsuit (Charging More Than Certain Amount)

Date: 2024-05-09 15:23



2. Due to the decision to suspend the effect of this second revised injunction decision, production, marketing and sales of our company's Eo-Patch are possible until a separate decision is made by the court.

<p>10. Other references concerning investment decisions</p>	<p>1. 상기 '자기자본'은 한국채택국제회계기준에 따라 작성된 최근 사업연도말 (2022년 12월 31일) 연결자본총계에서 공시일 현재까지의 자본금 및 자본잉여금의 증감액을 반영한 금액입니다.</p> <p>2. 금번 2차 수정 가처분 결정에 대한 효력정지 결정으로 법원의 별도 결정이 있을 때까지는 당사 이오패치의 생산, 마케팅 및 판매가 가능합니다.</p> <p>※ Relevant Disclosure   2024-04-25 소송등의판결 · 결정</p>
---	---

출처: 판결 관련 중요 경영 정보, 2024년 5월 8일 제출(DART)에서 확인 가능)

Insulet의 경쟁 전망을 더욱 어렵게 하는 것은 모든 징후가 [Medtronic이 여전히 EOfFlow 인수에 관심이 있음을 시사하며](#), Medtronic이 이전에 EOfFlow 인수를 시도할 때 명시적으로 밝힌 목적은 사용자에게 OmniPod 5와 경쟁할 수 있는 튜브리스 AID 시스템을 신속하게 제공하는 것이었습니다.

Blue Orca Capital은 궁극적으로 이와 같은 출혈적 평가에서 Insulet이 “경쟁 기업”으로부터 우위를 점할 수 있는 실행 가능한 경로를 찾지 못했다고 판단합니다. Insulet은 FY2024E EV/EBITDA에서 29.4 배, FY2024E P/EPS에서 52.1 배로 거래됩니다. 이러한 성장 배수로는 Insulet이 원치 않는 경쟁 환경에서 버티는 것이 불가능합니다.

Blue Orca Capital은 Insulet이 OmniPod 5가 상용화되고 미국 시장에 진입한 최신 튜브리스 인슐린 펌프 및 AID 시스템 기술과 경쟁함에 따라 곧 독점적 지위와 리더십, 성장 전망을 잃게 될 것으로 보고 있습니다. **경쟁이 예상되는 것이 아닙니다. 이미 경쟁은 시작되었습니다.**

**III. 시장은 EOFLOW를 부당하게 방치했습니다. EOFLOW가 돌아왔습니다.**

투자자들은 굉장한 비대칭적 기회를 누릴 수 있습니다. 1년도 채 되지 않아 Medtronic은 EOFLOW를 7억 3,800만 달러에 인수할 계획을 발표했고 주가는 약 28,500원에 거래되었습니다. 최근 EOFLOW 주가는 2023년 5월 대비 거의 90% 하락한 3,390원까지 최저치로 거래되었습니다. 무엇이 바뀌었을까요? Insulet은 영업 비밀 도용 혐의로 EOFLOW를 고소했고, 불과 몇 주 후 보스턴 지방법원 판사는 EOFLOW의 사업을 동결하고 진행 중인 Medtronic 인수를 무산시키는 금지 명령을 내렸습니다. **Blue Orca Capital은 시장이 EOFLOW의 미래에 대한 신뢰 왜 잃었는지 이해합니다. 하지만 지난주 항소 법원의 판결은 이것이 실수였다는 것을 보여줍니다.**

지난주 항소 법원의 판결로 Medtronic과의 거래를 무산시키고, EOFLOW의 사업을 동결하고, 주가를 폭락시킨 하급 법원의 명령이 무효화되었습니다. 저희는 이번 항소심 판결이 2023년 5월의 EOFLOW에 대한 시장의 시각을 빠르게 회복시키고 EOFLOW의 주가에 가해진 피해를 상당 부분 회복시킬 것으로 생각합니다. 또한 마찬가지로 중요한 것은 지난주 항소법원의 명령과 약속된 향후 의견서를 통해 투자자들에게 제시된 기타 이슈로 인해 Insulet의 소송이 파멸에 이르게 될 것이라는 점이 밝혀질 것으로 예상된다. 이는 중요합니다.

이로써 지난주부터 Medtronic이 EOFLOW를 인수할 수 있게 되었으며, 이제 Medtronic은 사용자에게 OmniPod 5와 경쟁할 수 있는 튜브리스 AID 시스템을 신속하게 제공할 것이라는 계획을 실행에 옮길 수 있게 되었습니다. 또한 EOFLOW는 이제 잠재적 인수자의 관심 여부와 관계없이 독자적으로 경쟁할 수 있는 생명줄을 확보하게 되었습니다.

**1. 지방 법원의 판결 번복으로 인해 EOFLOW의 주가 90% 가까이 하락.**

2023년 2월 말, 국내 언론은 Medtronic이 EOFLOW 인수를 추진 중이며 실사를 시작했다는 **소문을 보도했습니다**. Medtronic가 인수에 관심이 있다는 소문이 돌기 전 몇 주 간 EOFLOW의 주가는 대략 18,000원~22,000원 범위에서 거래되었으며, 시가총액은 약 4억 3,000만~5억 2,000만 달러에 달했습니다. 2023년 5월 25일 Medtronic이 EOFLOW를 7억 3,800만 달러에 인수하기로 최종 합의했다는 소식이 전해진 후, EOFLOW의 주가는 약 27,000원~28,000원에 거래되어 Medtronic의 공개매수 예정 가격 바로 밑으로 떨어졌습니다. 주가는 그 후 약 두 달 동안 좁은 박스권에 머물렀습니다.



출처: Capital IQ

그 후 2023년 8월 8일, Insulet은 8-K를 발행하여 자사의 영업 비밀을 도용하고 특허를 침해한 혐의로 EOFLOW를 고소했다고 발표했습니다. 이 소식은 이후 Insulet의 2023년 8월 소송에서 직접적으로 비롯된 임시 금지 명령, 예비 금지 명령, 장기간의 거래 중단, 마지막으로 Medtronic의 7억 3,800만 달러 규모의 거래철회 등 일련의 악재가 연달아 이어졌습니다.

EOFLOW의 주가는 폭락했습니다. 대부분의 하락은 지방 법원의 예비 금지 명령 이후 발생한 것으로, 명령 전 23,700원이었던 EOFLOW의 주가는 최저 3,390원까지 떨어졌습니다. 당연히 Insulet의 소송으로 인해 EOFLOW의 주가 차트 상황은 매우 악화되었습니다.



출처: Capital IQ

하지만 이러한 상황은 투자자들에게 엄청난 비대칭 기회를 창출합니다. 지난주 항소 법원의 명령(및 항후 의견서)은 절망에 빠진 EOFLOW가 경쟁사의 튜브리스 패치 펌프를 계속 판매할 수 있을 뿐만 아니라 Medtronic 또는 다른 잠재적 인수자와 재계약할 수 있도록 하는 생명줄과도 같습니다.

EOFLOW의 주가는 예비 금지 명령 전 거래 가격인 약 23,700 원까지 회복할 것으로 예상되며, 이는 투자자들이 가져본 후 저점에서 회복할 경우 최대 600%의 수익을 볼 수 있다는 의미입니다. 이미 EOFLOW의 발행주식의 10% 이상을 소유한 EOFLOW의 창립자이자 CEO는 최근 개인 EOFLOW 주식 보유량을 늘리고 있어 Blue Orca Capital의 이러한 기회에 대한 확신은 견고해지고 있습니다. 여기에는 최근 2024년 4월에 50만 달러 이상의 EOFLOW 주식을 시장에서 현금으로 구매할 사례가 포함됩니다.<sup>4</sup>

**2. Medtronic과 EOFLOW는 여전히 거래를 완료하는 데 “상호 관심”을 가지고 있는 것으로 알려졌습니다.**

Medtronic이 “[EOFLOW] 항소 절차를 계속 모니터링할 것”이라는 Medtronic의 자체 성명, Medtronic과 EOFLOW가 여전히 거래에 “상당한 상호 이해관계”가 있다는 언론 보도 등 모든 징후는 곧 EOFLOW 인수 재협상을 시도할 것임을 시사합니다.

2023년 5월, Medtronic은 7억 3,800만 달러에 EOFLOW를 인수할 계획이라고 발표했습니다.<sup>5</sup> Medtronic은 같은 날 8-K와 실적 발표에서 이번 인수를 통해 “시장 출시 속도를 가속화할 것”이라며 “Medtronic은 EOFLOW의 튜브리스 펌프와 자사의 알고리즘 및 차세대 연속 혈당 모니터를 결합한 AID 시스템을 환자에게 제공할 수 있게 됐다”고 밝혔습니다.

And just this morning, we announced our intent to acquire EOFLOW, the manufacturer of the EOPatch, a tubeless, wearable and fully disposable insulin delivery device. The EOPatch is already available in Europe, South Korea and the UAE, and this will accelerate our speed to market in the fast-growing patch pump space with a product that has demonstrated manufacturability. In addition, upon close, we'll work quickly to integrate our clinically proven meal detection technology algorithm, which is in the MiniMed 780G system, into the EOPatch and seek marketing authorization.

출처: Medtronic 2023 4분기 실적 발표

Medtronic은 EOFLOW의 장치를 기존 AID 시스템에 “신속하게 도입”하는 것을 목표로 한다고 밝혔습니다. Medtronic은 EOFLOW 인수를 통해 “공격적으로 전환”하고 있다고 밝혔습니다.

<sup>4</sup> 한국증권거래소에 제출된 기록에 따르면, 2023년 12월 13일부터 2024년 4월 22일 사이에 EOFLOW CEO의 주식 보유량은 191,900주 증가했습니다. 이러한 주식 매입은 2023년 말 CEO가 개인 주식을 담보로 한 개인 대출을 상환하기 위해 200만 주 이상을 매각해야 했던 이후에 이루어졌습니다. 한국 현지 뉴스 기사, 2023년 11월 22일 참조.

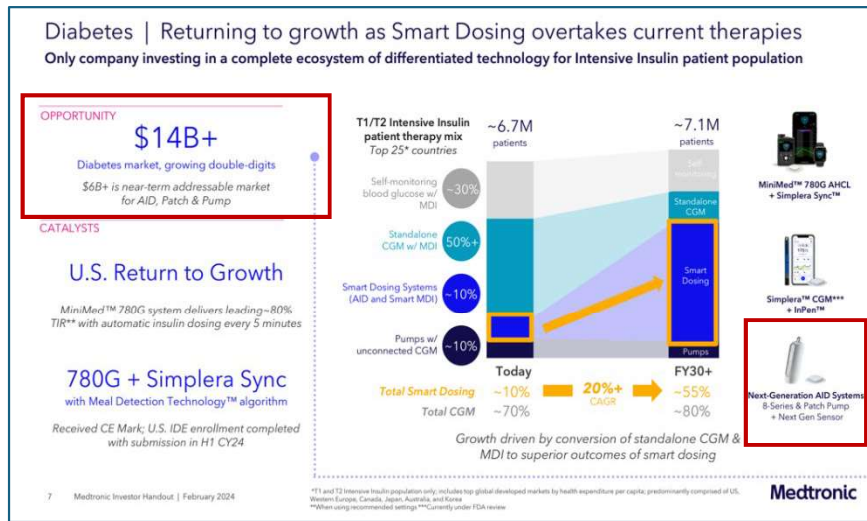
<sup>5</sup> 계획된 거래의 재무적 메커니즘은 일반적으로 Medtronic이 주당 30,000원에 발행된 모든 EOFLOW 주식에 대해 비공개 및 공개매수를 하기로 합의하는 것이었습니다. 당시 이는 EOFLOW의 주가에 20%의 프리미엄이 붙은 금액이었습니다.



"Look, we have not blinked when it comes to diabetes, and we're **shifting to offense** as we continue to invest heavily in assembling our ecosystem of durable pumps, smart pens, **patch pumps**, sensors, algorithms, and customer service with multiple programs under development," CEO Geoff Martha said during **Medtronic's fiscal fourth-quarter earnings call** Thursday. "Having this ecosystem is really important because we believe the market will move from CGM first to **automated insulin delivery**, and we are well positioned for that trend."

출처: 뉴스 기사, 2023년 5월 25일; Medtronic 2023년 4분기 실적 발표

그 이후로 Medtronic 는 미국 시장에 튜브리스 AID 시스템을 신속하게 출시하기 위해 꾸준히 노력하고 있습니다. Medtronic 은 2024년 3월 12일 "우리는 당뇨병 분야에서 빠르게 움직이고 있다"며 패치 펌프를 시장에 출시하는 것을 최우선 과제로 삼고 있다고 밝히면서 Insulet 과 경쟁하려는 의도를 거듭 강조했습니다. 2024년 2월 22일자 Medtronic 의 투자자 자료는 Medtronic 의 우선순위와 중점 사항을 잘 보여줍니다:



출처: Medtronic 2024년 1 투자자 안내문

이론적으로는 Medtronic 이 EOfFlow 를 인수하는 대신 내부적으로 튜브리스 펌프를 개발할 수도 있지만 그런 일은 일어나지 않을 것입니다. 특히 Medtronic 이 조만간 미국 시장에서 경쟁하려는 의지가 있다면 말이죠. Blue Orca Capital 은 Medtronic 이 튜브리스 펌프를 자체적으로 개발할 수 있을지에 대해 회의적인 전직 Medtronic 임원을 인터뷰했는데, 그는 Medtronic 가 이미 15년 동안 이러한 시도를 했지만 실패했다고 말했습니다.

Q: Medtronic 이 더 빨리 시장에 출시하려면 어떤 것이 더 합리적일지 궁금합니다. 자체적으로 개발하는 것파 다른 회사를 인수하는 것 중 어떤 것이 더 나은 방법일까요?

A: Medtronic 가 과연 지난 15년 동안 자체 패치를 시장에 출시하기 위해 애를 썼을 것이라고 생각하십니까? 맞습니다. 그리고 전 이것이 바로 경영진이 내부의 실행 능력을 의심하고 있기 때문이라고 생각합니다. 저는 그래서 7억 달러에 [EOfFlow] 인수를 진행하고자 했다고 생각합니다.

-- 전 Medtronic 임원

Blue Orca Capital 은 Medtronic 님이 EOfFlow 와 재계약하기를 매우 원하고 있을 것이라고 생각합니다. Medtronic 은 이미 EOfFlow 의 기술 및 제조를 검증하는 데 필요한 실사를 수행했으며, EOfFlow 는 여전히 Medtronic 의 가장 빠르고 최선의 시장 진출 경로입니다. Medtronic 은 예비 금지 명령 판결 후 SEC 서류에 "[EOfFlow] 향소 절차를 계속 모니터링할 것."이라고 밝혔습니다. 중요한 것은 Medtronic 이 금지 명령에 의해 거래에서 물러난 후인 2023년 12월의 뉴스 보도에 따르면 Medtronic 과 EOfFlow 는 여전히 거래에 "상당한 상호 이해관계"가 있다는 것을 알 수 있다는 것입니다.

## Report: There's still 'mutual interest' with EOfFlow, Medtronic despite deal falling through

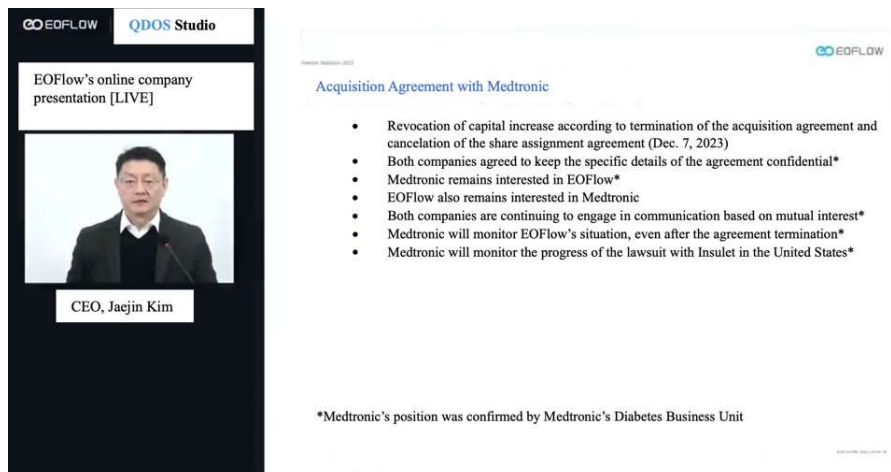
DECEMBER 8, 2023 BY SEAN WHOOLEY

출처: [뉴스 기사, 2023년 12월 8일](#)

Medtronic이 거래에서 발을 뺀 후 EOfFlow는 투자자 콜을 개최했고, CEO는 “두 회사는 이 거래의 궁극적인 성공을 위해 노력할 것”이라고 말하는 등 EOfFlow와 Medtronic의 관계 현황에 대해 언급했습니다.

**“Medtronic은 여전히 EOfFlow에 관심을 갖고 있습니다. 우리 또한 Medtronic에 대한 관심을 유지하고 있죠. 우리는 그 누구보다도 양사가 결국 이 거래를 성사시킬 것이라는 것을 믿습니다.** 양사는 서로의 기본 입장이 무엇인지에 대해 지속적으로 논의하고 있습니다. 심지어 지난 주말에도 대화를 나눴습니다. 더불어 Medtronic은 계약 종료 이후에도 EOfFlow의 상황을 계속 모니터링할 계획입니다. 나아가 Insulet 소송 진행 상황을 계속 모니터링하기로 협의했습니다. 제가 언급한 사항들은 Medtronic의 당뇨사업부와 합의한 사항입니다.”

출처: 2023년 12월 11일 투자자 콜의 공인 번역본(PACER ECF 번호 278-3)



출처: 2023년 12월 11일 투자자 콜의 공인 번역본(PACER ECF 번호 278-3)

실제로 지난주까지만 해도 Insulet은 예비 금지 명령이 해제되면 Medtronic이 EOfFlow인수에 다시 참여할 것이라는 예상을 인정했습니다. 2024년 5월 6일 구두 변론에서 Insulet의 변호사들은 Medtronic의 EOfFlow인수를 “취소”로 규정할 수 있는 지에 대한 의문을 표하며 Insulet은 “Medtronic 거래가 완전히 끝났다는 전제를 확실히 거부한다”고 말했습니다.

[항소심 판사]: “Medtronic측에서는 두 번째 페이지에 아직 관심이 있을 수 있다고 하는데, 앞 페이지에 보시면 아시겠지만, 김씨는 인수 계약이 종료되었다고 말한 것으로 알고 있습니다. 계약이 취소되었다고요. 취소됐다는 게 맞다는 것으로 받아드릴 수 있을 것 같은데요. 아닌가요?”

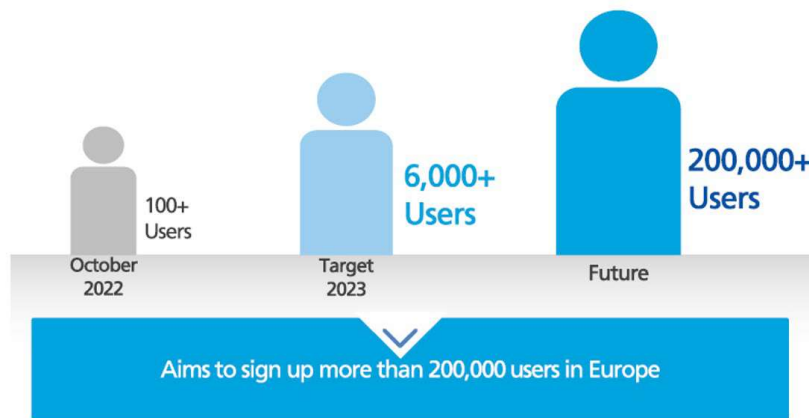
[Insulet 변호사]: 존경하는 판사님, 그건 아닙니다... 이 건 CEO가 말한 “취소”가 무엇을 의미하느냐가 중요한 것 같습니다. 그러니 저희는 Medtronic이 완전히 발을 뺀다는 전제를 거부합니다.”

출처: [연방순회 항소 법원, 구두 변론, 2024년 5월 6일\(오디오 녹음\)](#)

중요한 점은 Medtronic 이 2023년 12월 EOfFlow 거래를 철회한 것이 어떤 식으로든 EOfFlow의 기술이나 재판에서의 EOfFlow의 승리 가능성에 대한 신뢰를 잃었기 때문이 아니라는 것입니다. 오히려 Medtronic 이 2023년 5월 계약에서 철회한 이유는 지방 법원이 EOfFlow에 부당하게 예비 금지 명령을 내렸기 때문이라고 생각합니다. 이로 인해 EOfFlow는 합병을 완료하지 못하게 되었고, 법원의 결정으로 인해 곤경에 처하게 되었습니다. EOfFlow는 OmniPod 5와 경쟁할 수 있는 튜브리스 AID 시스템을 신속하게 시장에 출시하겠다는 Medtronic의 목표를 달성할 수 있는 최선의 방법이자 어쩌면 유일한 방법일지도 모릅니다.<sup>6</sup>

**3. EOfFlow는 자체적으로 경쟁할 수 있는 좋은 위치에 있습니다.**

우리는 EOfFlow가 인슐린 패치 펌프 시장에 진입하고자 하는 Medtronic 또는 여러 인수 후보자들에게 분명하고 매우 매력적인 인수 대상이라고 생각합니다. 하지만 분명히 말씀드리지만, EOfFlow가 성공하고 Insulet과 경쟁하기 위해 Medtronic이 필요한 것은 아닙니다. 2023년 여름 예비 금지 명령이 내려질 당시 EOfFlow의 패치 펌프는 이미 미국외 지역에서 시판되고 있었고 EOfFlow는 제품 개발, 마케팅, 제조 및 판매 분야에서 지속적으로 발전하고 있었습니다. Insulet의 OmniPod를 제외하고는 튜브리스 인슐린 펌프 경쟁업체는 존재하지도 않았습니다. EOfFlow는 이미 2021년에 한국에서, 2022년에 유럽에서 EOPatch를 상용 출시했습니다. EOPatch는 3,000명<sup>7</sup> 이상의 신규 사용자를 주로 한국에서 확보했으며, 2023년에는 글로벌 사용자 6,000명, 장기적으로는 유럽 사용자 20만 명을 목표로 하고 있었습니다.



출처: EOfFlow 투자자 설명회, 2022년 11월

또한, 규제 당국은 이미 다른 여러 국가에서 EOPatch를 승인하여 EOfFlow가 새로운 시장에 진출할 수 있는 길을 열어주었습니다. 더불어 EOfFlow는 미국 시장에 대한 FDA 시판 전 승인 신청이 계속 중입니다.<sup>8</sup> 2022년 10월 현재 타사 연구 및 EOfFlow 내부 판매 데이터에 따르면 기존 EOPatch 사용자는 높은 만족도와 재구매율이 높은 것으로 나타났습니다.

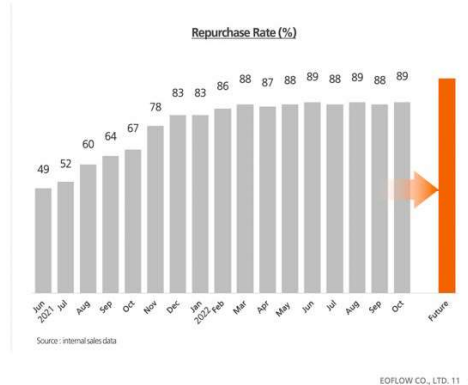
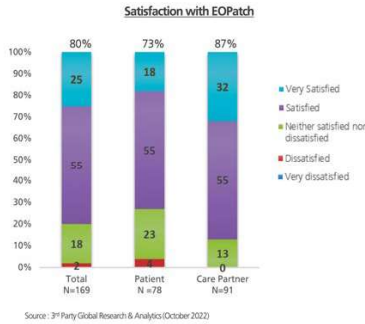
<sup>6</sup> 2023년 말 이후 세 회사가 자체 버전의 패치 펌프에 대해 FDA 시판 전 승인을 신청했습니다. Medtronic 이 이들 회사 중 어느 회사를 실행 가능하거나 매력적인 인수 대상이 될 수 있다고 판단할 가능성은 높지 않습니다. 예를 들어, Emecta는 제 2형 당뇨병 전용으로 설계된 튜브리스 펌프에 대한 시판 전 신청서를 제출했습니다. Roche Diabetes와 PharmaSense는 모듈식이거나 일회용이 아닌 패치 펌프 설계에 대한 시판 전 신청서를 제출했습니다. 적어도 Emecta와 PharmaSense는 모두 Medtronic 이 EOfFlow에서 큰 매력을 느꼈던 검증된 제조 능력을 가지고 있지 않습니다.

<sup>7</sup> 3,000명으로 추산되는 EOfFlow의 사용자 수에 대해서는 PACER ECF 156을 참조하세요.

<sup>8</sup> Medtronic 인수 발표 후 EOfFlow가 신청서를 철회한 이유는 인수 완료 후 Medtronic과 다시 조율하여 제출하기 위한 것으로 추정됩니다. FDA 501(k) 시판 전 승인 절차는 6개월 이내에 완료될 수 있습니다.

02. Korea Market (3) EOPatch User Experience Survey & Repurchase Rate

Survey was conducted to identify satisfaction of EOPatch, N=169 complete (Patient N=78, Care Partner N=91)  
How satisfied are you with your EOPatch pump?



출처: EOfFlow 투자자 설명회, 2022 년 11 월

다른 신생 튜브리스 인슐린 펌프 회사와 비교했을 때 EOfFlow 의 주요 경쟁력 중 하나는 튜브리스 인슐린 펌프를 대규모로 비용 효율적으로 제조하는 어려운 문제를 이미 해결했다는 점입니다. EOfFlow 는 이미 연간 300 만 대를 생산할 수 있는 자동화 조립 라인을 보유하고 있습니다. 실제로 2023 년 5 월 Medtronic 이 EOfFlow 를 인수한 이유 중 하나는 바로 EOfFlow 의 첨단 제조 역량입니다.

One of the reasons we were very excited by EOfFlow is their manufacturing, and how much progress they’ve made on it.... The manufacturing is one of the biggest challenges with getting a patch up to market. You got to make a device that is super accurate to dose insulin.... [EOfFlow brings] a lot of assets in that regard.

출처: 2023 년 6 월 25 일 Medtronic ADA 애널리스트 및 투자자 브리핑

EOfFlow 는 1 년 전 7 억 3,800 만 달러에 매각될 뻔했으며, 그 이후 시장은 더욱 뜨거워졌습니다. 이 인수 가격은 불과 4 개월 전에 Tandem Diabetes 가 AMF 의 개발 단계인 “Sigi” 튜브리스 펌프를 인수하기 위해 지불한 가격 2 억 1,380 만 달러의 3.5 배이기 때문에 주목할 만합니다. Medtronic 은 EOfFlow 의 패치 펌프를 사용하여 빠르게 시장에 출시할 계획과 대조적으로 Tandem 의 경우, 2027 년까지도 Sigi 가 미국에서 출시 준비를 마쳤을 것으로 예상하지 않고 있습니다. 이에 비해 EOfFlow 는 Medtronic 과 다른 잠재적 인수자에게 매력적인 사업일 뿐만 아니라, 독립형 인슐린 패치 펌프 제조업체로서 상당한 가치를 지닌다는 점에서 그 가격은 매우 저렴한 가격이었습니니다.

EOfFlow 의 전망은 패치 펌프의 판매에만 국한되지 않습니다. EOfFlow 는 패치 펌프를 전체 AID 시스템에 통합하여 미국 및 기타 지역의 OmniPod 5 및 기타 AID 시스템과 경쟁하기 위해 진전을 이루었습니다. 특히 2023 년 1 월에, EOfFlows 는 이미 유럽에서 승인되어 판매되고 있는 전체 AID 시스템의 주요 구성 요소인 AID 시스템 컨트롤러 및 알고리즘의 소유주인 DiabeLoop 과 중요한 파트너십인 Vicentra 의 “Kaleido with DBLGI” 을 발표했습니다.

DiabeLoop, EOfFlow partner on wearable automated insulin delivery in Europe

JANUARY 12, 2023 BY SEAN WHOOLEY

출처: 뉴스 기사, 2023 년 1 월 12 일

<sup>9</sup> 예를 들어, Abbott 연구소는 Tandem 이 AID 시스템에서 사용하는 높은 평가를 받는 연속 혈당 모니터를 만들지만, Abbott 자체적으로 완전한 AID 시스템을 소유하고 있지는 않습니다. 2024 년 3 월 말, Abbott 가 보유한 특허가 발표되어 Abbott 가 웨어러블 패치 인슐린 펌프 기반의 혁신적인 AID 시스템 개발을 위해 노력하고 있음을 강력하게 시사했습니다.



또한, 아직 초기 개발 단계에 있지만 EOfFlow는 튜브리스 인슐린 펌프와 연속 혈당 모니터를 하나의 장치에 결합한 차세대 AID 시스템 개발의 초기 선두 주자 중 하나입니다. 2023년 5월 Medtronic과의 계약 이전에, EOfFlow는 개발 단계의 “EOPancreas” 장치의 2026년 출시를 목표로 하고 있었습니다. EOfFlow는 여러 자회사, 합작 투자 및 소수 투자를 통해 인슐린 이외의 약물을 투여할 수 있는 튜브 없는 패치 펌프 개발에도 노력하고 있습니다. 그 예로, EOfFlow는 80억 달러 규모의 시장 기회로 추정되는 절분 과부하 장애를 치료하기 위해 튜브리스 패치로 전달할 수 있는 약물을 개발 중인 Ferrex Therapeutics의 지분 30%를 소유하고 있습니다.

마지막으로, EOfFlow는 2024년 11월 재판을 통해 예상되는 막대한 법률 비용을 지불하는 등 2025년까지 사업을 지속할 수 있는 충분한 현금을 보유하고 있습니다. EOfFlow의 2023년 연간 보고서에 따르면 회사는 148억 원(1140만 달러)의 현금과 월 평균 19억 원(150만 달러)의 영업활동 현금흐름을 보유하고 있다고 합니다. 2024년 2월에는 전환사채 발행을 통해 170억 원(1,300만 달러)을 성공적으로 조달했습니다. 2024년 11월 재판과 관련하여 200만 달러의 추가 법률 비용이 발생한다고 가정하더라도, EOfFlow는 배심원 재판을 통해 Insulet과 싸우고 2025년까지 사업을 유지할 수 있는 충분한 현금을 확보할 수 있습니다.

	KRW BN	USD M
Est. monthly cash burn (Jan'24-Sep'24)	(1.9)	(1.5)
Est. monthly cash burn incl. additional legal fees (Oct'24-Nov'24)	(3.2)	(2.5)
Reported cash balance as of 12/31/23	14.8	11.4
Est. cash balance after Feb'24 convertible bond issuance	27.9	21.5
Est. cash balance at 09/30/24 before additional legal fees	14.3	11.0
<b>Est. cash balance at 11/30/24 after jury trial</b>	<b>7.8</b>	<b>6.0</b>

출처: [EOfFlow 회계연도 23년 연간 보고서](#)

궁극적으로 Blue Orca Capital은 EOfFlow가 투자자들에게 훌륭한 비대칭적 기회를 제공한다고 생각합니다. 지방 법원의 판결로 EOfFlow 주가가 거의 90% 폭락했습니다. 하지만 지난주 해당 판결은 효력을 상실했습니다. EOfFlow는 (특히 Medtronic에게) 매우 매력적인 인수 대상일 뿐만 아니라 미국과 전 세계에서 Insulet의 독점을 성공적으로 파괴할 기술, 현금 및 제조 능력을 갖추고 있습니다.

#### IV. 다음 단계에 관한 전망: 항소 법원은 Insulet 소송의 치명적인 결함을 강조합니다.

예비 금지 명령의 기각은 *기정 사실*이지만, 왜 이를 기각했는가에 대한 항소 법원의 향후 의견은 투자자들에게 여전히 흥미로울 수 있습니다. 이는 Insulet의 소송이 실패할 가능성이 높은 이유를 강조할 것으로 기대하기 때문입니다.

항소 법원은 이미 “Insulet이 예비 금지 명령의 특별 구제를 받아야 함을 입증할 책임을 이행하지 않았다”고 판결했으나 아직 그 이유를 밝히지는 않았습니다. 그럼에도 불구하고 여기에는 미스터리한 점은 거의 없습니다. 항소 법원의 구두 변론을 통해 향후 의견이 유지될 가능성이 높으며 Insulet이 재판에서 승소할 가능성이 있음을 입증하지 못했다고 설명합니다. 항소 법원이 예비 금지명령에 대한 법적 근거를 다룰 때, Blue Orca Capital은 향후 의견에서 EOFLOW의 공소시효 변호를 반박할 수 있음을 충분히 입증하지 못했거나, Insulet이 EOFLOW가 빼돌리거나 사용할 수 있었던 특정 영업 비밀을 충분히 식별했다는 점을 필연적으로 강조할 것이라 예상합니다.

구두 변론에서 항소 법원은 하급 법원이 관련 3년의 제소 기간이 시작되기 수년 전인 2018년과 2019년에 Insulet이 EOFLOW의 침해 혐의 제품에 대해 반복적으로 통지했을 수 있다는 증거가 포함된 EOFLOW의 제소 기간 항변을 고려하지 않은 것에 대해 명백히 불쾌감을 표시했습니다. 예를 들어, 한 항소 법원의 판사는 하급 법원이 EOFLOW의 시효 방어를 다루지 않은 것을 언급하면서 “**치명적인 결함 아닙니까?**”라고 단호하게 물었습니다. 또 다른 판사는 “제소 기간이 쟁점이었는데, **[하급심] 판사가 그 점에 대해 잘못 판단한 것이죠?**”라고 물었습니다.”

마찬가지로 원고는 도난당한 영업 비밀을 구체적으로 입증해야 하기 때문에 항소 법원의 한 판사가 구두 변론에서 영업 비밀 혐의의 범위가 “**정말 놀랍다**”고 말했고 다른 판사는 EOFLOW가 보유한 영업 비밀 혐의가 “**법원이 영업 비밀이라고 말한 어떤 것보다 훨씬 더 광범위한 것이 맞죠?**”라고 묻는 것은 주목할만한 일입니다.

Insulet은 2023년 10월 하급 법원의 예비 금지 명령 전까지 증거를 수집하는 데 거의 5개월이 걸립니다. 반면 EOFLOW는 8주가 걸렸습니다. 이러한 격차에도 불구하고 Insulet은 청구의 장점으로 성공할 가능성이 있음을 증명하지 못했습니다. 이 모든 것이 투자자들에게 중요한 이유는 항소 법원의 향후 의견에서 하급 법원이 적절한 법적 체계를 적용하면 Insulet의 소송이 기각될 수밖에 없는 이유를 강조하기 때문입니다.

##### 1. Insulet의 주장은 금지할 제소 기간으로 인해 제한될 가능성이 높습니다.

항소 법원의 의견에 따르면 하급심 법원은 Insulet의 청구가 관련 3년의 제소 기간에 의해 시효가 완성되었다는 증거가 포함된 EOFLOW의 제소 기간 항변을 명시적으로 고려하지 않음으로써 파기 사유가 생긴 것으로 판단할 가능성이 높습니다. 구체적으로 하급심 법원은 EOFLOW의 제소 기간 항변을 고려하는 대신 제소 기간이 “여기서 문제가 되지 않는다”고 판단하는 오류를 범한 것입니다. 하지만 이는 잘못된 것입니다. 제소 기간은 하급 법원의 쟁점이었고, 하급 법원이 EOFLOW의 제소 기간 항변을 고려하지 않은 것은 파기 사유였습니다.

Insulet은 영업 비밀 보호법(“the Defense of Trade Secrets Act, DTSA”)에 따라 소송을 제기했습니다. DTSA는 “오류가 발견된 날 또는 **합리적인 실사를 했더라면 발견되었을**” 때부터 3년이 지나면 소송이 소멸한다고 명시적으로 규정하고 있습니다. EOFLOW는 하급심 법원에 다음과 같은 강력한 증거를 제시하며 합리적인 실사를 통해 Insulet이 DTSA의 3년 제소 기간이 훨씬 지난 2018년 또는 2019년에 잠재적인 영업비밀 주장을 발견했어야 한다는 점을 강조했습니다.

- 2018년 6월, Insulet 대표는 업계 컨퍼런스에 참석하여 EOPatch를 발표하고 제품의 투명 버전도 전시했습니다. Insulet의 R&D 책임자는 컨퍼런스에서 EOFLOW 부스를 방문하여 당시 EOPatch가 “OmniPod와 놀라울 정도로 닮았다”고 결론 내렸죠.
- 2018년 6월 업계 컨퍼런스 이후, Insulet의 대표자들은 EOFLOW의 운영을 “지속적으로 지켜봤다”고 인정했습니다.
- 2018년 또는 2019년쯤, EOFLOW는 EOFLOW가 전 Insulet 직원을 고용한 사실을 알고 있었습니다.
- 2019년 3월, 당시 Insulet의 전략 및 기업 개발 담당 부사장이 EOFLOW 임원에게 연락해 “EOFLOW에 대한 개요”를 요청했습니다. 이 논의는 Insulet은 잠재적인 영업비밀 청구를 제기한 것이 아니라 “두 회사 간의 잠재적인 협력”을 위한 기회를 제기하기 위한 것이었습니다.
- 2019년 7월, Insulet은 한국 규제 당국이 EOPatch를 승인했다는 사실을 알게 되었습니다.
- 2019년 9월에는 EOFLOW가 EOPatch 상용화를 위한 유통 계약을 발표했다는 사실을 알게 되었습니다.<sup>10</sup>

예를 들어, 2018년 6월 업계 컨퍼런스에서 Insulet과 EOFLOW의 교류에 관한 위 첫 번째 항목과 관련하여, EOFLOW는 무역 박람회에서 자사 제품을 선보였으며, 이 자리에서 Insulet 담당자는 EOPatch를 검토하고 이에 대해 언급하기도 했습니다. Insulet의 경우와 유사한 상황에서 원고가 무역 박람회에서 제품에 대한 통지를 받은 적이 있는 경우에도 유사한 청구가 기각된 사례가 있습니다.

<sup>10</sup> 하급심 법원에 제출된 전체 증거 기록은 '봉인'되어 있어 일반에 공개할 수 없습니다. 그러나 EOFLOW는 하급심 법원과 항소심 법원의 법률 브리핑에서 제소 기간 증거에 대해 언급하면서 구체적인 진술서를 인용했습니다. *예: EOFLOW의 임시 금지 명령 및 예비 금지 명령에 대한 반대 의견서, p. 4, PACER ECF-51을 참조하십시오.*

As Insulet admits, by 2018, EOfFlow was widely publicizing and marketing EOPatch Version 2. (Compl. ¶ 8.) EOPatch Version 2 was also presented at trade shows, including the June 2018 American Diabetes Association Conference that Insulet attended in Orlando, Florida. (Kim Decl. ¶ 13.) There, without any NDA or any other restriction, EOfFlow showcased EOPatch Version 2 with a clear case cover allowing attendees to inspect the device's components. (*Id.*)



Insulet attended and approached EOfFlow's booth to inspect EOPatch Version 2. (Benjamin Decl. ¶ 68.)

출처: EOfFlow의 임시 금지 명령 및 예비 금지 명령에 대한 반대 의견서, p. 4, PACER ECF-51

하급 법원은 이 증거가 제조 기간을 촉발했는지 여부를 평가하지 않았습니다. 또한 하급 법원은 경쟁업체가 업계 전시회에서 잠재적으로 침해할 수 있는 경쟁 제품을 알게 되면 DTSA 제조 기간이 시작되기에 충분한 통지를 받았다는 명제를 뒷받침하기 위해 EOfFlow가 인용한 다섯 가지 사례와 이러한 사실을 구별하려고 시도하지도 않았습니다. 여기에는 최근 보스턴의 같은 지방 법원에서 다른 판사가 내린 2023년 사건도 포함되는데, 이 사건에서 법원은 원고가 무역 박람회에서 피고의 제품을 본 후 시효가 시작되었으므로 Insulet이 제기한 것과 같은 영업 비밀 청구는 제조 기간이 중단되었다고 판결했습니다.<sup>11</sup> 이 사건은 바로 직접적인 관련이 있는 것처럼 보이며, 제조 기간으로 인해 Insulet의 영업 비밀 청구에 대한 제약이 생길 것을 시사하고 있습니다.

또한 하급 법원은 2018~2019년에 합리적인 실사를 통해 Insulet이 주장할 영업 비밀이 있다는 사실을 발견했어야 한다는 것을 보여주기 위해 EOfFlow가 제시한 증거에 대해서는 언급조차 하지 않았습니다. 이러한 추가 사실에는 2018년 6월의 주요 회의 이후 Insulet이 EOfFlow의 운영을 “지속적으로 지켜보고 있었다”고 인정한 점, 2019년에 협업을 위해 EOfFlow에 연락하여 개요를 요청한 점, EOfFlow가 Insulet 직원을 고용하고 상용 배포 계약을 맺었다는 사실을 알고 있었다는 점, Insulet이 한국 규제 당국의 승인을 받았다는 점 등이 있습니다.

그러나 하급 법원은 EOfFlow의 제조 기간 항변을 평가하는 대신, “제조 기간의 발생에 대해 어떠한 의견도 표명하지 않겠습니다. 이는 여기서 쟁점이 아닙니다.”라고 명시적으로 언급했습니다.

According to EOfFlow, that put Insulet on inquiry notice, and, that, therefore, the relative time frame for measuring delay begins in 2018. I express no opinion about the accrual of the statute of limitations. That's not the issue here. The question is could Insulet at that point have filed for preliminary injunction? I think the answer to that is no.

<sup>11</sup>EOfFlow의 임시 금지 명령 및 예비 금지 명령에 대한 반대 의견서, p. 4, ECF-5 참조.

출처: 심리 기록, 2023 년 10 월 4 일, PACER ECF-124

하급 법원은 Insulet 이 영업 비밀 주장을 제기할 수 있는지를 조사했어야 했다는 충분한 “조사 통지”를 받았는지가 적용 가능한 질문이 아니라고 판단했습니다. 대신, Insulet 이 2018 년 또는 2019 년에 소송을 제기하고 예비 금지 명령을 요청할 수 있을 만큼의 정보를 가지고 있었는지가 적용 가능한 질문이라고 밝혔습니다. 그러나 하급 법원의 해석은 영업비밀 도용을 발견한 날로부터 3 년이 지나거나 **합리적인 주의**를 기울였다라면 발견했어야 하는 날로부터 3 년이 지나면 DTSA 청구권이 소멸한다고 명시적으로 규정하고 있는 DTSA 의 문언에 어긋납니다.

지난주 구두 변론에서 항소법원은 정확히 이 점에 초점을 맞춰 Insulet 의 변호인을 집중적으로 추궁했습니다. “[하급 법원이] 2018 년이나 2019 년에 귀하의 의뢰인이 **조사 통지** 상태에 있었는지에 대해 질문에 어디서 답을 했습니까? 귀하의 의뢰인이 2018 년에 소송을 제기하거나 금지 명령을 요청할 만큼 충분하지 않다고 말한 부분은 보았지만, **합리적인 주의 의무를 대해 2018 년이나 2019 년에 시작했다면 3 년 이내에 청구를 제기할 수 있었을지에 대한 실제 테스트는 어디에서 분석하고 있습니까?**” (오디오 1:42:28). Insulet 의 변호사는 이런 설명할 수 없는 부분에 대해 해명을 시도했지만, 항소심 판사는 Insulet 의 변호사의 설명이 **“적어도 정상적인 관찰자에게는 의심을 불러일으킨다”**고 답했습니다. (오디오 1:44:35).

항소 법원의 향후 결정은 하급 법원이 EOFLOW 의 제소 기간 항변을 다루지 않은 것에 대해 파기 사유로 판단할 것이 거의 확실합니다. 사실, 위에서 언급한 항소 법원의 매우 회의적인 질문들 외에도, 항소 법원의 한 판사는 명확히 “제소 기간이 쟁점이었고, **하급 법원 판사는 그것에 대해 틀렸습니다. 맞습니까?**”라고 말했습니다. (오디오 1:41:43). 한 항소법원 판사는 다음과 같이 반문하기도 했습니다. “지방 법원이 제소 기간에 대해 다루지 않았는데, 이는 승소 가능성을 다루는 데 절대적으로 필요한 것 아닙니까? **이건 치명적인 결함이 아닙니까?**” (오디오 1:40:56).

Blue Orca Capital 은 구두 변론이 있기 몇 달 전부터 이 소송을 주시해 왔으며, EOFLOW 의 항소에 대해 잘 알고 있고 연방순회항소법원에 대한 경험이 풍부한 지적재산권법 전문가에게 자문을 구했습니다. 해당 전문가는 “**하급 법원이 EOFLOW 의 제소 기간을 고려하지 않은 것은 돌이킬 수 있는 오류에 해당할 가능성이 크다**”며 다른 방법을 찾을 수 없다는 불가피한 결론을 확인시켜 주었습니다. **다른 방법은 없어 보입니다.**”

“[항소법원이] 살펴볼 매우 엄격한 3 년의 법정 시효와 관련하여 DTSA 에서 어떻게 빠져나갈 수 있을지 모르겠습니다. 판사가 이를 고려하지 않고 해당 증거에 무게를 두지 않았다면 이는 파기 사유일 가능성이 높습니다. 다른 방법은 없어 보입니다.”

--지식재산권법 전문가



요약하자면, 항소 법원의 향후 의견은 Insulet의 영업 비밀 소송이 소멸시효에 의해 금지될 가능성이 높다는 점을 투자자들에게 강조할 수밖에 없을 것으로 예상됩니다.

## 2. Insulet은 EOFLOW가 Insulet의 영업 비밀을 소유하거나 사용했다는 사실을 입증해야 할 것입니다.

법은 원고가 영업 비밀에 해당할 수 있는 정보의 범주를 지적하는 것만으로는 영업비밀 청구에서 성공할 수 없다는 점을 분명히 하고 있습니다. 오히려 영업비밀은 역설계가 가능하거나 피고가 공개적으로 이용할 수 있는 정보 등 영업비밀이 아닌 다른 정보와 영업비밀이라고 주장하는 정보를 구분할 수 있는 방식으로 구체적으로 식별되어야 합니다. 영업비밀을 구체적으로 식별할 수 없는 원고는 영업비밀 청구의 장점에 대해 성공할 가능성이 있다는 입증 책임을 충족할 수 없습니다.

그러나 이 판결에서는 EOFLOW가 보유한 정보가 영업비밀에 해당하는지 구체적으로 밝히지 않고 단순히 CAD도면, 사양 모델, 테스트, 프로토콜 및 데이터와 같이 EOFLOW가 보유할 수 있는 광범위한 범주의 Insulet 정보를 지적했습니다. Insulet이나 하급 법원 모두 이러한 광범위한 범주 내에서 영업비밀에 해당하는 정보와 공개된 정보 또는 EOFLOW가 역설계했을 수 있는 정보를 구분하기 위한 노력을 기울이지 않았습니다. 실제로 하급 법원은 “쟁점인 영업비밀의 정확한 수와 윤곽을 확인할 필요가 없다”는 모호한 법적 명제를 명시적으로 언급했습니다.

I also think there's little doubt that that information falls within the statutory definition of trade secret. Again, it involves CAD drawings, specifications, models, testing, protocols and data, manufacturing instructions, protocols, and so on.

Discovery has only been preliminary at this point. I think it would be unfair to require at this stage perfection as to the precise number and contours of the trade secrets at issue.

출처: 심리 기록, 2023년 10월 4일, PACER ECF-124

이는 그 자체로 파기 사유입니다. 그러나 2023년 10월 4일 심리 이후 하급 법원은 피상적인 범주 수준에서조차 영업 비밀을 구체적으로 식별하지 못했을 뿐만 아니라 “영업 비밀”을 “기밀 정보”와 잘못 동일시한 금지 명령에 서명함으로써 오류를 더욱 가중시켰습니다.

3. For purposes of this Order, the term “Trade Secrets” shall mean any and all Confidential Information of Insulet, as defined in this Order, (a) that was copied, downloaded, removed, or otherwise taken from Insulet by Luis J. Malave, Steven DiIanni, Ian Welsford, or Robert Strand, or any other present or former employee or agent of Insulet, or (b) any information that contains, derives from, or incorporates such Confidential Information.
4. For purposes of this Order, the term “Confidential Information” shall mean (a) any and all information or materials that were marked “confidential” by Insulet and (b) any and all CAD files, drawings, or specifications created by Insulet, whether or not they were marked “confidential.”

출처: 예비 금지 명령, PACER ECF-126

하급 법원은 확립된 법리와 달리 '기밀 정보'와 '영업 비밀'을 잘못 동일시했습니다. 분명히 모든 영업 비밀은 반드시 기밀이지만 그렇다고 해서 모든 기밀 정보가 영업 비밀이라는 의미는 아닙니다. 문서에 기밀 도장이 찍혀 있거나 전 Insulet 직원이 소유하고 있다는 사실은 문서가 공정하게 영업 비밀에 해당하는지에 대해 전혀 말해주지 않습니다. EOfFlow의 항소 법원 의견서는 영업비밀을 구성하는 요소에 대한 이러한 피상적이고 결론적인 분석을 거부하는 수많은 사례를 인용하고 있습니다.

구두 변론 중 항소 법원의 질문에 따르면, 향후 의견서에서는 EOfFlow가 Insulet의 영업 비밀을 보유하고나 사용했다는 사실을 충분히 입증하지 못했기 때문에 Insulet이 승소할 가능성이 높다는 점을 Insulet이 입증하지 못했다고 판단할 것입니다. 실제로 항소심 판사 중 한 명은 Insulet이 구체성 없이 광범위한 범주를 통해 영업비밀을 파악하려는 시도에 격분한 듯 다음과 같이 말하며 한탄하기도 했습니다. **“이제 승소 가능성에 대한 부분으로 넘어갑시다. 여기 일부 단락의 범위가 정말 말도 안 되네요. 그렇지 않습니까? ... 이 조사 결과의 폭이 너무 넓어서 당황스럽네요.”** (오디오 1:44:50)

항소심 판사가 하급 법원의 명령에 “당황스럽다”며 “놀랐다”고 말한 것이 주목할 만합니다. 그러나 이것이 전부는 아니었습니다. 또 다른 항소법원 판사는 Insulet의 변호사에게 질문하면서 하급 법원의 영업 비밀법 구성이 잘못되었다는 자신의 견해를 강력하게 제시했습니다. **“이 명령에서 영업비밀의 정의에는 Insulet이 기밀로 표시한 모든 정보 또는 자료가 포함됩니다. 이는 법원이 영업 비밀이라고 말한 그 어떤 것보다 훨씬 더 광범위하지 않습니까?”** (오디오 1:56:20)

제소 기간 문제와 마찬가지로, Blue Orca Capital은 항소 법원의 향후 의견서에서 EOfFlow가 Insulet의 영업 비밀을 보유하고나 사용했다는 사실을 입증하지 못했기 때문에 Insulet이 승소할 것이라는 점을 입증하는 데 실패했다고 판단할 것으로 예상하고 있습니다.

요약하자면, 예비 금지 명령은 기각되었지만 항소 법원의 예비 금지 명령 기각 이유에 대한 향후 의견은 Insulet이 EOfFlow에 대한 청구에서 성공할 가능성이 낮은 이유를 밝힐 수 있다는 점에서 투자자들에게 가치가 있을 것이며, 한국의 신생 기업이 Medtronic과 같은 대형 의료 기기 업체에게 특히 매력적인 인수 대상이 될 뿐만 아니라 EOfFlow가 해외 및 곧 미국에서 Insulet의 주요 독점에 계속 도전할 수 있도록 허용할 수 있습니다.

## 면책 조항

Blue Orca Capital 은 공매도 그룹입니다. Blue Orca Capital 의 판단은 편향적입니다. 이는 매수 투자자도 마찬가지입니다. Insulet 도 그러합니다. 또한, 회사를 위해 자금을 조달한 은행도 편향적인 수밖에 없습니다. 롱(Long) 이든 숏(Short) 이든 Insulet 에 투자한 투자자도 편향적인 입장일 것입니다. Blue Orca Capital 의 의견이 편향적이라고 해서 Blue Orca Capital 의 의견이 틀렸다는 의미는 아닙니다. EOFLOW 에 대한 우리의 장기 투자에도 동일한 논리가 적용됩니다. Blue Orca Capital 또한 다른 사람들처럼 의견을 가질 권리와 그러한 의견을 공공 포럼에서 표현할 권리를 보유합니다. Blue Orca Capital 은 연구하는 상장 기업들에 대한 우리의 의견을 공표하는 것이 공익에 부합한다고 믿습니다.

귀하는 지금 추가 하락을 예측하는 의견 기사를 읽고 있습니다. 당연히 Blue Orca Capital 은 Insulet 의 주가가 하락 시 이익을 얻게 됩니다. 또한 Blue Orca Capital 은 EOFLOW 가격이 상승하면 매수 포지션에서 수익을 올릴 수 있습니다. 이 보고서와 여기에 포함된 모든 진술은 텍사스 유한책임회사인 BOC Texas, LLC 의 의견일 뿐이며 사실에 대한 진술이 아닙니다. 당사의 의견은 선의로 작성되었으며, 당사의 의견을 뒷받침하기 위해 연구 보고서에 명시된 공개적으로 이용 가능한 증거를 기반으로 합니다. Blue Orca Capital 은 관심이 있는 사람이라면 누구나 할 수 있는 방식으로 공개 정보를 기반으로 조사 및 분석을 수행했습니다. 이 보고서에 인용되었거나 이 보고서를 작성하는 데 의존한 모든 증거에 공개적으로 액세스할 수 있습니다. 투자 결정을 내리기 전에 본 보고서에 대해 비판적으로 생각하고 스스로 검토해 보실 것을 권장합니다. 당사는 필요한 경우 법정에서 모든 내용을 뒷받침할 준비가 되어 있습니다.

이 보고서 발행일 현재 BOC Texas, LLC(텍사스 유한책임회사)는 (당사의 회원, 파트너, 계열사와 함께 또는 이들을 통해) 본 보고서에서 다루는 회사의 주식(및/또는 기타 옵션 또는 상품)에 대해 직간접적으로 숏 포지션을 보유하고 있으므로 해당 상품의 가격이 하락하면 상당한 이익을 실현할 수 있습니다. BOC Texas, LLC 의 연구는 본인의 책임하에 활용하여야 합니다. 본 보고서에서 다루는 증권을 비롯한 모든 투자 결정은 투자자가 사전에 스스로 조사하고 실사해야 합니다. 본 보고서에 제시된 의견은 투자 조언이 아니며, 투자 자문이나 어떠한 종류의 추천으로 해석되어서도 안 됩니다.

본 보고서와 그 내용은 호주 기업법 2001 (Cth)에 정의된 금융 상품 조언을 의도하거나 포함하지 않습니다. 본 문서는 특정 고객의 투자 목표, 재무 상황 또는 요구 사항을 고려하지 않고 작성되었으며 본 보고서의 어떠한 정보도 투자 전략을 추천하거나 제안하는 것으로 해석되어서는 안 됩니다. 본 보고서에서 논의하는 증권과 관련하여 투자자는 스스로 재정, 법률 및 세금 관련 사항에 관련된 조언을 구하고 그에 따라 결정해야 합니다. 현재 호주 법률의 모호성으로 인해 이 보고서는 호주 거주자에게는 제공되지 않습니다. 호주 거주자는 호주 금융 라이선스 요건에 따른 모호한 부분을 명확히 하기 위해 해당 국회의원에 문의하시기 바랍니다.

이 보고서가 발행된 후에도 당사는 이 보고서에서 다루는 증권을 계속 거래할 계획이며, 최초 의견과 관계없이 이후 언제든지 매수, 매도 또는 중립 포지션을 취할 수 있습니다. 이는 해당 관할권의 증권법에 따라 불법이 될 수 있는 관할권에서 증권을 매도하거나 매수 제안을 권유하는 것이 아니며, 어떤 사람에게도 증권을 제안하거나 판매해서는 안 됩니다. 당사의 능력과 신념에 따라 여기에 포함된 모든 정보는 정확하고 신뢰할 수 있으며, 여기에 포함된 주식의 내부자나 관련자가 아니거나 발행자에게 신탁 의무 또는 기밀 유지 의무가 있는 사람이 아닌 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단되는 공개 출처에서 입수한 것입니다. 연구 및 분석의 내용에서 알 수 있듯이, 당사는 연구 분석 및 서면 자료의 완전성과 정확성을 보장하기 위해 상당한 시간과 주의를 기울이고 있습니다. Blue Orca Capital 은 의견을 뒷받침하기 위해 정확성과 완전성을 위해 노력하고 있으며, 작성하는 모든 내용에 대해 선의의 믿음을 가지고 있지만, 이러한 모든 정보는 명시적이든 묵시적이든 어떠한 종류의 보증도 없이 '있는 그대로' 제공됩니다.

영국에 거주하는 경우, 귀하는 다음을 대신하여 BOC Texas, LLC 리서치 및 자료를 구독 및/또는 액세스하고 있음을 확인합니다. (A) 금융 서비스 및 시장법 2000(금융 촉진) 명령 2005(이하 "FPO") 제 49 조에 해당하는 고액 순자산 보유 법인(예: 순자산 5 백만 파운드의 회사 또는 고액 신탁) 또는 (B) FPO 19 조에 해당하는 투자 전문가(예: 금융 기관, 정부 또는 지방 당국, 국제기구).

본 보고서는 전체 맥락에서만 고려해야 합니다. 각 섹션은 전체 보고서의 맥락에서 읽어야 하며, 어떤 부분, 단락, 문장 또는 구절도 보고서의 나머지 부분과 무관하게 단독으로 또는 단독으로 해석해서는 안 됩니다. 이 보고서에 포함된 섹션 제목은 참조용으로만 사용되며 해당 섹션의 자세한 의견 진술과 함께 고려해야 합니다.

BOC Texas, LLC 는 해당 정보의 정확성, 적시성 또는 완전성 또는 해당 정보를 사용하여 얻을 수 있는 결과와 관련하여 명시적이든 묵시적이든 어떠한 진술도 하지 않습니다. 모든 의견 표명은 사전 통지 없이 변경될 수 있으며 BOC Texas, LLC 는 이 보고서 또는 여기에 포함된 정보를 업데이트하거나 보완할 의무를 지지 않습니다. 본 보고서를 다운로드하고 열면 귀하는 고의적 및 독립적으로 다음에 동의하게 됩니다. (i) 본 보고서의 사용 또는 본 보고서의 자료 열람으로 인해 발생하는 모든 분쟁은 법률 조항의 충돌에 관계없이 텍사스 주 법률의 적용을 받으며, (ii) BOC Texas, LLC 가 텍사스 주에서 운영되는 텍사스 유한책임회사라는 점을 고려하여 텍사스 주 내에 위치한 상급 법원의 인적 독점 관할권에 따르고 다른 관할권 또는 적용 법률에 대한 권리를 포기합니다; (iii) 상반되는 법령이나 법률에 관계없이 본 웹사이트 또는 본 웹사이트의 자료 사용으로 인해 또는 이와 관련하여 발생하는 모든 청구 또는 소송 원인은 해당 청구 또는 소송 원인이 발생한 후 1 년 이내에 제기되어야 하며 그렇지 않으면 영구적으로 금지됩니다. BOC Texas, LLC 가 본 면책 조항의 권리 또는 조항을 행사하거나 집행하지 않는다고 해서 본 권리 또는 조항의 포기로 간주되지 않습니다. 본 면책 조항이 관할 법원에 의해 무효로 판명되는 경우, 당사자들은 그럼에도 불구하고 법원이 해당 조항에 반영된 당사자의 의도를 반영하기 위해 노력하고 특히 본 증거 및 관할 조항과 관련하여 본 면책 조항의 다른 조항이 완전한 효력을 유지한다고 판결해야 한다는 데 동의합니다.

**Translation Disclaimer**

*Please be advised that while every effort has been made to ensure that the translation provided here is faithful to the original language, it may not fully and accurately capture the nuances and specificities of the English version. The translation has been made in good faith by a professional translator. However, in the case of any discrepancies, inconsistencies, or misunderstandings, the English version shall prevail. The original English language report should be consulted for the most accurate and precise information.*

**번역 관련 알림 사항**

제공된 번역본이 원어의 내용을 최대한 충실하게 전달할 수 있도록 최선을 다할 것이지만, 영어 버전의 뉘앙스나 특이성이 완전하고 정확하게 표현되지 못할 수 있다는 점을 이해해주시기 바랍니다. 번역은 전문 번역가에 의해 성실하게 이루어집니다. 다만, 모순되거나 일치하지 않거나 잘못 이해된 부분이 있다면, 영어 버전이 우선하는 것으로 합니다. 가장 정확하고 확실한 정보를 위해서는 영어 보고서 원본이 참조되어야 합니다.