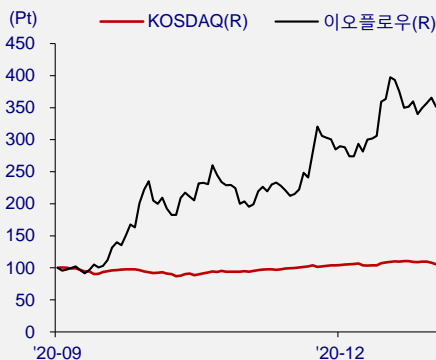


Not Rated

목표주가	-		
현재주가	76,900 원		
Upside	-		
Key Data	2021년 01월 20일		
산업분류	코스닥 제조		
KOSDAQ(pt)	977.66		
시가총액 (억원)	8,656		
발행주식수 (천주)	11,256		
외국인 지분율 (%)	5.8		
52 주 고가 (원)	83,200		
저가 (원)	17,500		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	76		
주요주주 (%)			
김재진 외 4인	22.05		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	40.3	-	-
상대주가	36.0	-	-

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 한유건
yghan@leading.co.kr
02-2009-7220

이오플로우 (294090)

Insulet vs 이오플로우 글로벌 2강 체재

350억 전환사채(CB) 발행으로 신사업 가속화

미국 Insulet 에 이어 세계 2 번째로 웨어러블 인슐린 펌프(EOPatch) 상용화에 성공했다. 특히 세계 최초로 저전력형 전기삼투펌프(EOPump) 기술을 개발하여 시장 진입 장벽을 더욱 높였다. 1월 19일 350억 전환사채(CB) 발행을 통해 1. 미국 내 웨어러블 인공신장 관련 자회사 연구개발 및 라이선스 취득 2. 웨어러블 인공신장 임상/연구 3. 신규 웨어러블 약물 주입기 개발에 사용할 계획이다.

완치가 없는 당뇨병 시장 진입

국제당뇨연맹(IDF) 자료에 따르면 '19년 전세계 20~79세 당뇨병 환자는 4억 6,300만명 → 2024년 7억명으로 약 51%에 이르는 증가세를 나타낼 것으로 예상된다. 식습관 및 환경 변화로 전세계 성인 10명 중 1명이 당뇨병 환자인 만큼 비중 확대는 더욱 가속화 될 전망이다. 당뇨병 치료제로 비구아나이드(biguamide), 사이아졸라딘(TZD)계 약물로 처방을 이루어지고 있으나 완치가 없는 당뇨병 특성을 고려하면 인슐린 주입기 시장규모 또한 '17년 \$118억 → '25E \$228억 연평균 8.6%의 증가가 예상된다. 꾸준히 유지/관리가 필요한 당뇨병 시장에 동사의 인슐린 펌프 공급이 본격화 되며 수요는 가파르게 증가, 시장점유율은 확대될 전망이다('21년 56만개 → '24년 737만개)

2분기 유럽 인증 완료 예정

코로나 19 영향으로 지연되었던 유럽 CE 인증이 5월에 마무리 될 것으로 파악된다. 이와 동시에 Menarini社(이탈리아)와 맺은 \$100만 규모의 제품 선적도 동시에 이루어질 예정이다. 글로벌 제품 공급은 타국가를 대상으로한 영업에 있어 중요한 트랙 레코드로 작용할 수 있다(단순 제품 공급 이상의 영향) 현재 CE 인증 관련 일정은 큰 차질 없이 진행 중이다.

美-中 당뇨병 시장 동시 진출

미국과 중국 시장 진출을 동시에 추진하고 있다. 현재 신제품 이오파치(EOPatchX)는 개발 완료된 상태로 임상 테스트 진행 중에 있다. 경쟁력 있는 신제품을 통해 '22년 미국 FDA 인증과 함께 시장 진출이 본격화 될 것으로 예상된다(국내 인증은 완료) (다음장→)

구분	2015	2016	2017	2018	2019
매출액 (억원)	0	0	0	0	0
영업이익 (억원)	0	-15	-37	-71	-85
영업이익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배순이익 (억원)	0	-15	-81	-323	-94
PER (배)	0.0	-	-	-	-
PBR (배)	0.0	0.0	-	0.0	0.0
ROE (%)	0.0	-4,570.9	161.2	1,641.0	-195.3
EPS (원)	0	-375	-1,989	-4,704	-1,025

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

또한 중국 시장 진출을 위해 현지 업체와 세부사항에 대해 협의 중에 있는 것으로 파악되며 빠르면 상반기 중(늦어도 하반기)에 구체적인 결과물이 나올 것으로 전망한다.

질병통제예방센터 자료에 따르면 중국 인구의 10% 이상이 당뇨병 환자(1.5 억명 이상), 잠재 위험 군은 5 억명에 이른다. 당뇨병 시장규모는 '20 년 \$36 억 → 2026 년까지 \$62 억으로 크게 증가할 전망이다. 미국 시장 진출보다 상대적으로 14 억 인구의 중국 시장 진출이 더 임팩트한 요소로 작용할 수 있다.

당뇨 외 혈액 투석 시장으로 확장 가능

동사의 웨어러블 약물주입 기술(EOPump)를 이용하여 혈액투석 등 非약물주입 응용분야로 확대 가능하다. 당뇨 합병증으로 신부전 발생 시 현재 수술 외 대체할 수 있는 치료가 1.혈액투석 2.복막투석 밖에 없다. 전세계 혈액투석 시장은 말기신부전(ESRD) 환자 증가로 연평균 4.7%, 국내는 연평균 7%로 증가하고 있으며 시장규모는 2.8 조원으로 추산된다(환자 약 7 만명, 의료비 평균 4,000 만원)

또한 동사의 자체 관리 기술(EOBridge) 기술과 접목하여 규제 완화 시 원격 투석도 충분히 가능함에 따라 타사가 보유하지 못한 중·장기 비즈니스 확장성도 갖췄다.

Insulet 의 독점적 지위는 점진적으로 축소

아직까지도 전통방식(MDI) 인슐린 투여가 주를 이루고 있으나 최근에는 웨어러블 인슐린 펌프로 트렌드가 변하고 있고 IoT 기술과 접목하여 원격 의료 영역까지 확대되고 있다. 현재 웨어러블 인슐린 시장에서 Insulet 이 독점적인 시장 점유율을 가져가고 있으나 이오플로우는 차별화된 기술력(EOPump)을 바탕으로 제품 개발에 성공, 회사 설립 10 년 만에 글로벌 시장에 진출과 Insulet 과의 2 강 체재를 구축했다는 점은 프리미엄을 받기에 충분한 요소라고 판단된다. 두 기업의 선의의 경쟁은 R&D 비용을 증가 시킬 수 있으나 신제품 개발을 앞당겨 중·장기 기업가치를 높이는데 긍정적 요인으로 작용할 것이라고 예상된다.

성장성 높은 산업

경쟁사인 Insulet 은 '07 년 상장 후 10 년 간 적자를 기록했음에도 불구하고 '21 년 기준 PER 256 배에 이른다. 그만큼 성장성을 높게 보는 산업임은 분명하다. 동사가 인슐린 펌프 분야 시장에 후발 주자임을 고려하더라도 올해 3 월부터 국내외 판매가 본격화 된다(국내 360 억원+해외 \$100 만, 각 5 년간)

업체 측에서는 상장 3 년만에 흑자전환이 가능함을 제시했다. 코로나 19 로 지연되었던 인증 부분들이 더이상 늦춰지지 않는 가정 하에 '22 년 영업이익 흑자전환과 '24 년 매출액 1,700 억, 영업이익 540 억원(OPM 32%) 달성이 불가능해 보이지 않는다. 전세계 경쟁력 있는 웨어러블 인슐린 펌프 업체가 2 개 밖에 없음을 고려하면 '24 년 실적 기준 PER 는 아직 20 배에 불과하다.

그림 1. 경쟁사 Insulet 인슐린 펌프



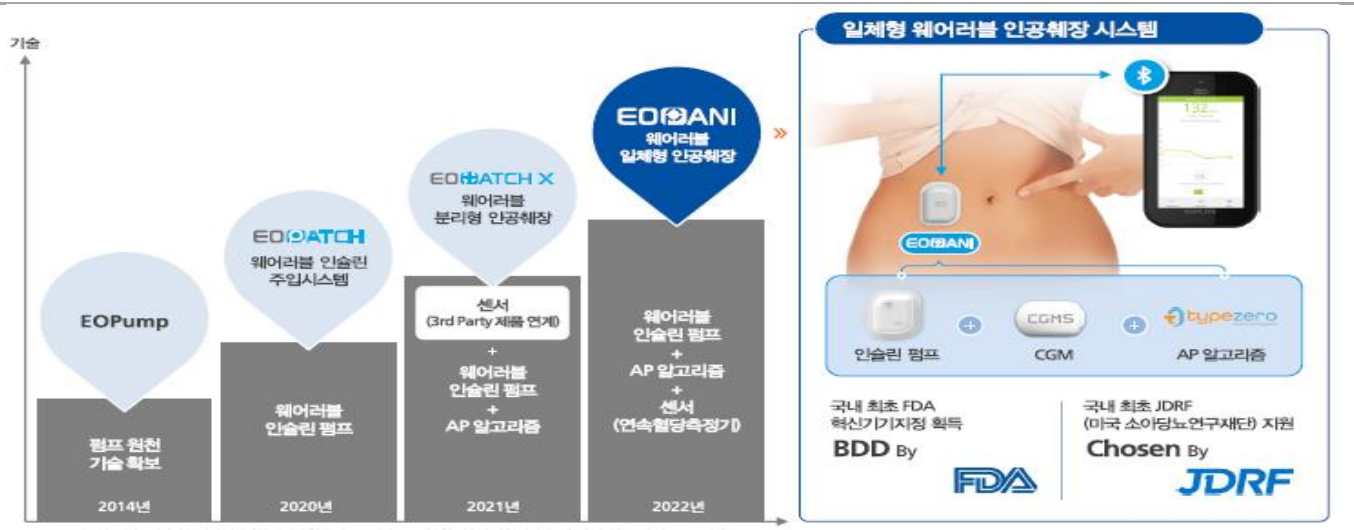
자료: 이오플로우, 리딩투자증권

그림 2. 이오플로우 인슐린 펌프



자료: 이오플로우, 리딩투자증권

그림 3. 제품 개발 현황 및 계획



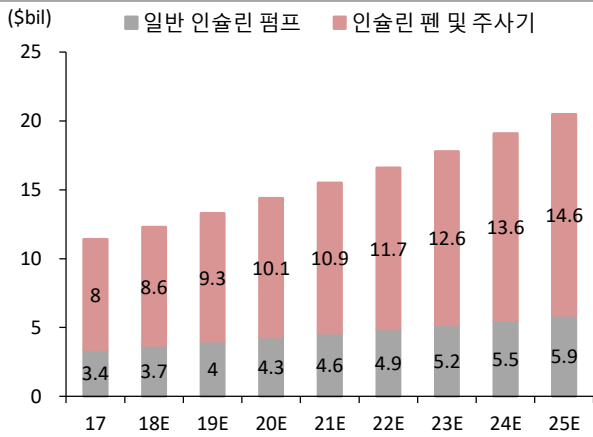
자료: 이오플로우, 리딩투자증권

그림 4. 통합 당뇨 관리 시스템



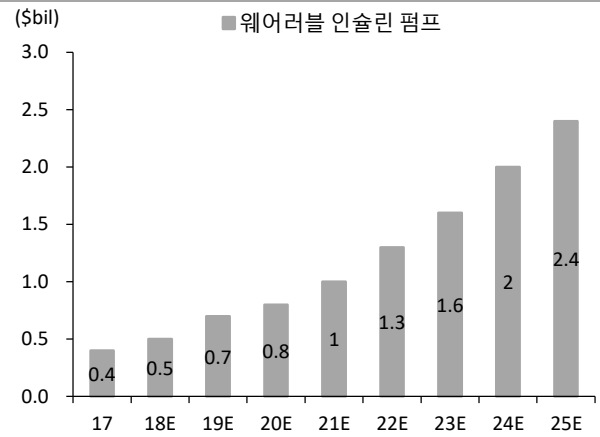
자료: 이오플로우, 리딩투자증권

그림 5. 非웨어러블 인슐린 펌프 시장규모



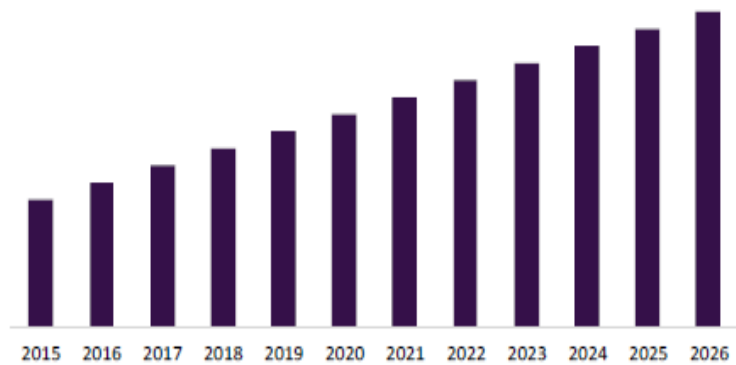
자료: 이오플로우, 리딩투자증권

그림 6. 웨어러블 인슐린 펌프 시장규모



자료: 이오플로우, 리딩투자증권

그림 7. 복미 인슐린 펌프 시장 추이



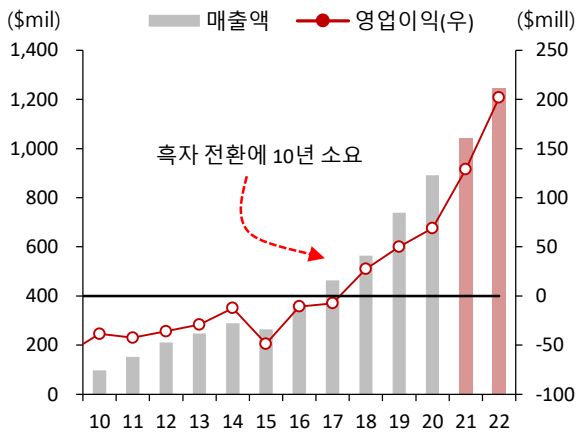
자료: 이오플로우, 리딩투자증권

그림 8. 글로벌 인슐린 펌프 업체 시장 점유율 추이

회사명	2018		2019	
	매출액	점유율	매출액	점유율
Medtronic	1,694	65.2%	1,489	54.1%
Insulet	495	19.0%	674	24.5%
Tandem	183	7.0%	362	13.2%
Animas	-	-	-	-
Roche	196	7.5%	202	7.3%
Valeritas	27	1.0%	23	0.8%
Cellnovo	3	0.1%	-	-
기타	2	0.1%	-	-

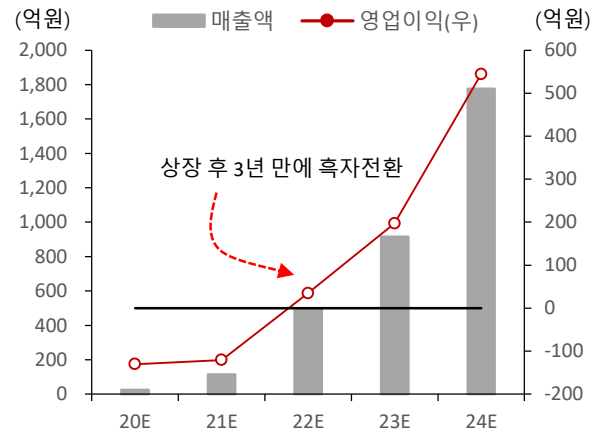
자료: 이오플로우, 리딩투자증권

그림 9. Insulet 매출액 및 영업이익 추이



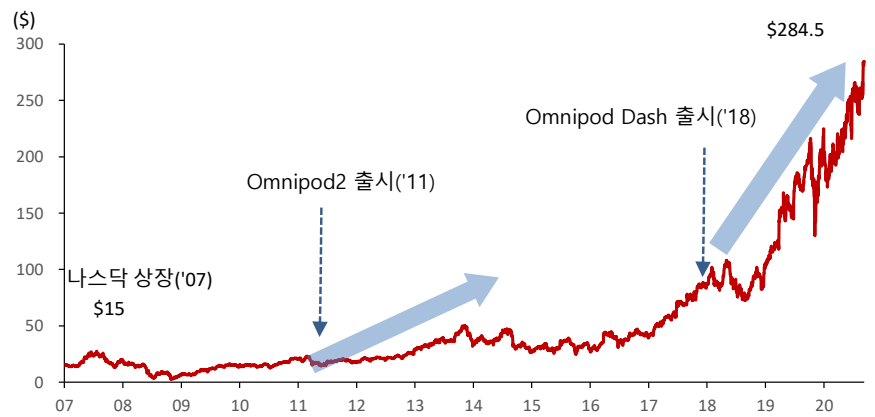
자료: Insulet, Bloomberg, 리딩투자증권

그림 10. 이오플로우 매출액 및 영업이익 추이



자료: 이오플로우, 리딩투자증권

그림 11. Insulet 주가 추이



자료: Bloomberg, 이오플로우, 리딩투자증권

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
자산총계	0	13	31	98	100
유동자산	0	5	17	82	62
현금및현금성자산	0	4	15	46	25
단기금융자산	0	0	0	30	31
매출채권및기타채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	4	4
비유동자산	0	9	14	16	38
장기금융자산	0	0	3	3	6
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	0	3	10	10	27
무형자산	0	5	1	2	3
부채총계	0	13	131	36	65
유동부채	0	2	6	8	12
단기차입부채	0	0	0	0	3
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	0	2	1	2	4
비유동부채	0	11	125	29	54
장기차입부채	0	10	124	27	46
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	0	1	-101	61	35
지배주주지분*	0	1	-101	61	35
비지배주주지분	0	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
매출액	0	0	0	0	0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	0	0	0	0
판매비와관리비	0	15	37	71	85
영업이익	0	-15	-37	-71	-85
EBITDA	0	-14	-36	-67	-79
비영업손익	0	-0	-43	-253	-9
이자수익	0	0	0	0	0
이자비용	0	1	1	1	0
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	-0	0	0
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	0	0	-43	-253	-10
세전계속사업이익	0	-15	-81	-323	-94
법인세비용	0	0	0	0	0
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	0	-15	-81	-323	-94
지배주주순이익*	0	-15	-81	-323	-94
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
기타포괄손익	0	0	0	-0	-0
총포괄손익	0	-15	-81	-324	-94

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
영업활동으로인한현금흐름	0	-14	-33	-67	-69
당기순이익	0	-15	-81	-323	-94
현금유입(유출)이없는수익	0	1	46	261	19
자산상각비	0	1	2	4	6
영업자산부채변동	0	0	2	-4	6
매출채권및기타채권	0	0	0	0	0
재고자산감소(증가)	0	0	-0	-4	-1
매입채무및기타채무	0	-0	-1	0	2
투자활동현금흐름	0	17	-11	-33	-15
투자활동현금유입액	0	24	0	91	21
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	0	7	11	125	35
유형자산	0	4	8	3	7
무형자산	0	2	1	0	2
재무활동현금흐름	0	0	55	131	62
재무활동현금유입액	0	0	55	141	63
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	55	90	0
재무활동현금유출액	0	0	0	10	1
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	10	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	0	0	-0	0
현금변동	0	3	11	31	-21
기초현금	0	1	4	15	46
기말현금	0	4	15	46	25

자료: Company Data, Leading Research Center

투자지표

(단위: 원,배,%)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
주당지표 및 추가배수					
EPS*	0	-375	-1,989	-4,704	-1,025
BPS*	0	16	-2,484	892	381
CFPS	0	-346	-816	-973	-748
SPS	0	0	0	0	0
EBITDAPS	0	-342	-878	-973	-862
DPS (보통,현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	0.0	-	-	-	-
PBR*	0.0	0.0	-	0.0	0.0
PCFR	0.0	-	-	-	-
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	-	-	-	-
재무비율					
매출액증가율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익증가율	0.0	0.0	적지	적지	적지
지배주주순이익증가율*	0.0	0.0	적지	적지	적지
매출총이익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA이익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익률*	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	0.0	-222.1	-169.7	-110.1	-85.8
ROE	0.0	-4,570.9	161.2	1,641.0	-195.3
ROIC	0.0	-452.4	-607.8	-950.1	-542.6
부채비율					
차입금비율	0.0	1,910.4	-130.5	59.3	187.3
순차입금비율	0.0	1,502.8	-123.6	44.4	140.7
순차입금비율	0.0	887.1	-108.5	-79.7	-19.4

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

이오플로우(294090)

일자	2021-01-21
투자의견	NR
목표주가	-
과리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.12.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%