

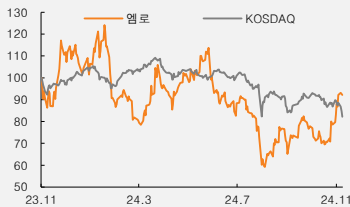
Not Rated

목표주가	—
현재주가(24/11/13)	60,800원
상승여력	—

영업이익(24F,십억원)	—
Consensus 영업이익(24F,십억원)	—
EPS 성장률(24F,%)	—
MKT EPS 성장률(24F,%)	—
P/E(24F,x)	—
MKT P/E(24F,x)	—
KOSDAQ	689.65

시가총액(십억원)	721
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	57.1
외국인 보유비중(%)	3.4
베타(12M) 일간수익률	1.49
52주 최저가(원)	39,100
52주 최고가(원)	81,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	29.4	-6.9	6.7
상대주가	44.6	15.4	19.8



[글로벌 소프트웨어/통신서비스]

김수진

soojin.kim@miraeasset.com

엠로

NDR 후기: 글로벌 시장의 문이 열렸다

영업이익 +238% YoY 서프라이즈: 이익 턴어라운드 시작

3Q24 매출 232억원(+41% YoY), 영업이익 43.9억원(+238.4% YoY), 영업이익률 18.9%로 이익이 추정치를 80% 넘게 상회했다. 지난 분기부터 인식되기 시작한 삼성전자 차세대 SCM 프로젝트(2025년 10월까지 490억원 규모)에서 80억원 가량의 매출이 인식되면서 매출 성장률이 급증했고, 기존 고객사 확장도 이어졌다.

이익 서프라이즈가 놀랍다. 현재 삼성전자에서 진행 중인 프로젝트 상당 부분이 새로운 모듈이다 보니 마진이 올라가는 효과가 나타났다. 해당 프로젝트의 경우 향후에도 기술료로 연간 공급계약액의 10% 이상의 매출이 인식될 예정이므로 클라우드 전환 수혜의 중심 역할을 할 것으로 기대한다.

미국 첫 계약 성공 - 파이프라인은 계속 확대될 것

10월 말 엠로 미국 제품인 Caidentia의 첫 계약을 알렸다. 계약업체는 EMS(전자제 조서비스) 기업으로, 매출 6조원 규모의 기업이다. 미국 내 영업/마케팅은 삼성SDS 미주 법인에서 진행 중이다. 동사는 SDS 미주법인과 소프트웨어 공급계약을 체결하고, SDS에 일정 수수료를 지급하는 형태로 진행된다. 현재 논의 중인 글로벌 기업은 점점 늘어나고 있으며, 향후에는 진행되는 계약 규모도 점점 커질 것으로 예상된다.

트럼프 정권, 우호적인 환경은 틀림없다

B2B SW 시장에서 SCM은 2000년 초반 처음 등장했으나, 본격적으로 확산된 것은 트럼프 1기부터 코로나19로 이어지는 시점 때였다. 당시 공급망 대란이 나타나며 기업들이 SCM 솔루션에 대한 니즈가 커졌다. 밴더사에 대한 국가 규제 등이 강화 된다면, 밴더사를 관리하는 SRM 수요가 커질 것이므로 현재 177억달러(한화 24.8조원) 규모의 SCM 시장 규모가 더 빠르게 성장할 수 있을 것으로 전망한다.

4Q 매출은 240.6억원(+38.3% YoY), 영업이익 44.8억원(OPM 18.6%)로 예상한다. 4Q는 기업 결산 분기로 소프트웨어 성수기다. 따라서 3Q와 같은 호실적 흐름이 이어질 것으로 전망한다. 동사는 25년 연간 가이던스로 매출 1,000억원, 영업이익 10% 이상을 제시했다. 미래에셋은 25년 매출 1,090억원(+26.4% YoY), 영업이익 172억원(OPM 15.7%)로 추정한다. 인건비 등 고정비 확대 국면이 지났고, 마진이 높은 클라우드 매출 비중이 내년 10%를 돌파할 것을 전망한다. AI 기술 개발도 활발하다. AI 제품 내재화로 높은 단가의 고마진 제품이 늘고 있다. 대형 수주에 기인한 호실적이 내년 하반기 본격화되는 글로벌 성과로 이어질 것으로 기대한다.

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액 (십억원)	29	40	44	55	59
영업이익 (십억원)	1	6	7	6	4
영업이익률 (%)	3.4	15.0	15.9	10.9	6.8
순이익 (십억원)	1	3	6	6	-27
EPS (원)	92	329	514	545	-2,432
ROE (%)	8.5	29.9	20.2	13.3	-70.6
P/E (배)	16.3	17.9	39.6	24.1	-28.4
P/B (배)	1.3	4.0	5.3	2.9	28.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 엠로 분기 실적추정표

(백만원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출(연결)	14,288.0	15,027.0	16,456.0	17,403.0	14,625.0	19,200.0	23,199.0	24,063.4	24,915.4	27,194.2	28,687.2	28,806.6
YoY growth	6.7%	-0.8%	6.7%	18.7%	2.4%	27.8%	41.0%	38.3%	70.4%	41.6%	23.7%	19.7%
Seasonality	22.6%	23.8%	26.0%	27.5%	16.9%	22.1%	26.8%	27.0%	22.7%	24.8%	26.2%	26.3%
SCM 구축/컨설팅	8,081.0	9,657.0	11,174.0	12,007.0	9,202.0	12,824.0	15,903.0	16,242.8	12,987.2	15,520.0	17,958.0	19,296.8
YoY growth	-6.2%	3.0%	19.5%	34.4%	13.9%	32.8%	42.3%	35.3%	41.1%	21.0%	12.9%	18.8%
% of total revenue	56.6%	64.3%	67.9%	69.0%	62.9%	63.1%	64.3%	67.5%	60.5%	63.1%	64.3%	65.0%
라이선스	2,519.0	1,942.0	1,823.0	1,559.0	1,296.0	1,998.0	2,451.0	2,767.3	6,360.7	3,838.2	3,577.2	3,160.2
YoY growth	62.5%	-16.2%	-14.7%	-18.1%	-48.6%	2.9%	34.4%	77.5%	390.8%	92.1%	45.9%	14.2%
% of total revenue	17.6%	12.9%	11.1%	9.0%	8.9%	14.1%	12.5%	11.5%	14.6%	14.1%	12.5%	11.0%
기술료	2,483.0	2,452.0	2,360.0	2,590.0	2,750.0	2,750.0	2,750.0	3,128.2	0.4	0.4	0.3	0.3
YoY growth	-3.6%	-1.2%	-3.8%	9.7%	6.2%	0.0%	0.0%	13.8%	23.2%	-1.2%	-3.8%	9.7%
% of total revenue	25.1%	24.8%	23.9%	26.2%	18.2%	17.9%	12.3%	51.6%	25.1%	24.8%	23.9%	26.2%
클라우드	1,205.0	1,109.0	1,099.0	1,247.0	1,377.0	1,159.0	1,812.6	1,925.1	2,318.6	2,133.9	2,114.6	2,399.4
% of total revenue	8.4%	7.4%	6.7%	7.2%	9.4%	6.0%	7.8%	8.0%	11.7%	9.3%	14.0%	11.3%
수주	46,500.0	46,800.0	49,300.0	50,900.0	61,000.0	94,700.0	96,000.0	-	-	-	-	-
수주잔고 대비 매출	13%	9%	13%	13%	31%	102%	95%	-	-	-	-	-
매출총이익	-17,379.0	5,656.0	6,363.0	6,693.0	5,165.0	8,329.0	10,897.0	11,333.8	11,710.2	12,645.3	13,368.2	13,481.5
총이익률	-121.6%	37.6%	38.7%	38.5%	35.3%	43.4%	47.0%	47.1%	47.0%	46.5%	46.6%	46.8%
판매비와 관리비	-11,999.0	4,493.0	5,066.0	5,595.0	5,134.0	6,578.0	6,505.0	6,858.1	7,225.5	8,185.5	9,237.3	9,362.2
YoY growth	-398.0%	11.8%	18.2%	39.7%	-142.8%	46.4%	28.4%	22.6%	40.7%	24.4%	42.0%	36.5%
% of total revenue	-84.0%	29.9%	30.8%	32.1%	35.1%	34.3%	28.0%	28.5%	29.0%	30.1%	32.2%	32.5%
영업이익	-5,380.0	1,163.0	1,297.0	1,098.0	31.0	1,751.0	4,392.0	4,475.8	4,484.8	4,459.9	4,131.0	4,119.3
YoY growth	-967.7%	-35.0%	-40.2%	-42.4%	-100.6%	50.6%	238.6%	307.6%	14367%	154.7%	-5.9%	-8.0%
영업이익률	-37.7%	7.7%	7.9%	6.3%	0.2%	9.1%	18.9%	18.6%	18.0%	16.4%	14.4%	14.3%
당기순이익	-5,231.0	-14,977.0	-7,859.0	-4,971.0	619.0	8,717.0	6,153.0	3,447.2	4,224.7	3,266.7	2,881.6	2,880.2

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 삼성SDS US 법인에서 판매 중인 엠로의 미국 버전 제품 Caidentia

Caidentia



- Optimize Costs** Unique AI-powered Cost Management tools help unlock 2-3% direct procurement cost savings in customers
- Reduce Procurement Team's effort** Well-streamlined operations enable reducing cycle times and improving efficiencies on the bidding & contracting process
- Strengthen Supplier Relationships** Differentiated supplier strategies allow you to fostered deeper partnerships with suppliers, leading to better pricing and cost-reduction opportunities

자료: 삼성SDS US, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 엠로 연간 실적추정표

(백만원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출(연결)	58,623	63,174	86,702	109,603	131,672
YoY growth	24.7%	7.8%	37.2%	26.4%	20.1%
SCM 구축/컨설팅	36,275	40,919	54,172	65,762	72,420
YoY growth	29.6%	12.8%	32.4%	21.4%	10.1%
% of total revenue	61.9%	64.8%	62.5%	60.0%	55.0%
라이선스	7,909	7,813	10,695	19,729	25,018
YoY growth	12.1%	-1.2%	36.9%	84.5%	26.8%
% of total revenue	13.5%	12.4%	12.3%	18.0%	19.0%
기술료	9,901	9,885	15,151	15,345	22,384
YoY growth	21.7%	-0.2%	53.3%	1.3%	45.9%
% of total revenue	16.9%	15.6%	17.5%	14.0%	17.0%
클라우드	4,538	4,557	6,684	8,768	11,851
% of total revenue	7.7%	7.2%	7.7%	8.0%	9.0%
매출총이익	22,822	24,154	35,725	51,205	55,504
총이익률	38.9%	38.2%	41.2%	46.7%	42.2%
판매비와 관리비	16,336	19,491	25,075	32,832	32,947
YoY growth	26.5%	19.3%	28.6%	30.9%	0.4%
% of total revenue	27.9%	30.9%	28.9%	30.0%	25.0%
영업이익	6,486	4,663	10,650	17,195	20,596
YoY growth	-3.7%	-28.1%	128.4%	61.5%	19.8%
영업이익률	11.1%	7.4%	12.3%	15.7%	15.6%
당기순이익	6,584	-26,454	18,936	13,253	16,421

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

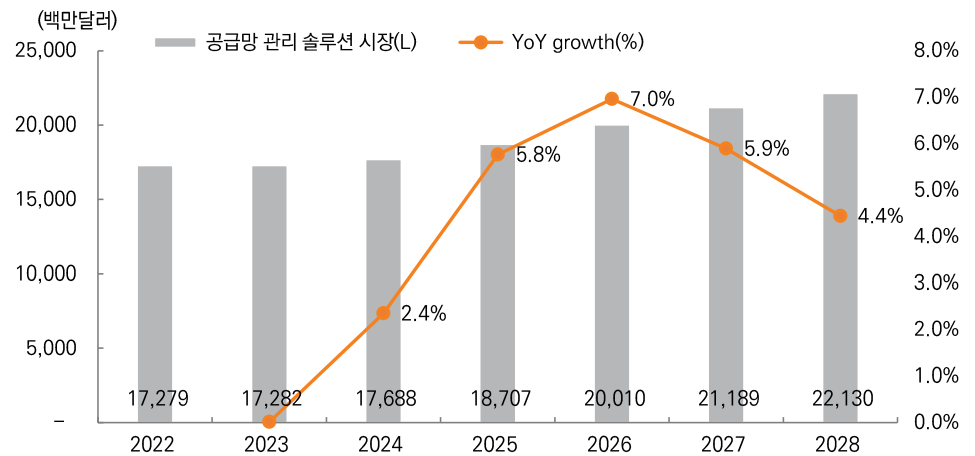
표 3. 엠로 밸류에이션 시나리오 분석

(백만원/원)

Target EV/Revenue	7.00	8.00	9.00	10.00
예상 매출	109,603	FY25 매출		
Target EV	767,223	876,827	986,430	1,096,034
Net debt(cash)	55,000	55,000	55,000	55,000
시가총액	822,223	931,827	1,041,430	1,151,034
주식수	11.853	11.853	11.853	11.853
Target Price	69,400	78,700	87,900	97,200
현재주가(24/11/13)	60,800	60,800	60,800	60,800
상승여력	14.1%	29.3%	44.5%	59.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 공급망 관리 솔루션(SCM) 시장 전망



자료: IDC(24.9.27), 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 동사 SRM 제품의 '직접구매' 기능

* 직접구매핵심요건에 대한 주요 솔루션 지원 사항

구분	핵심 요건
개발구매	제품개발 단계 공급사 협업
	BOM 설계에서 소싱 실행까지 통합
	목표 재료비 산출 자동화
전략구매	신속한 RFx & e-auction 실행
	Index & formula 연계 계약
	원가 구조 기반 소싱
	데이터, 시장, TCO 인사이트
협력사 관리	신규 공급사 선정 / 등록 & 협업
	신규 공급사 선정 프로세스 설정
조달구매	BOM ~ Purchase Order 연계
	재고 가시성 및 납기 커밋

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

엠로 (058970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
매출액	40	44	55	59
매출원가	25	25	33	37
매출총이익	15	19	22	22
판매비와관리비	9	12	15	18
조정영업이익	6	7	6	4
영업이익	6	7	6	4
비영업손익	-2	0	1	-32
금융손익	0	0	0	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	4	7	7	-28
계속사업법인세비용	0	1	1	-1
계속사업이익	3	6	6	-27
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3	6	6	-27
지배주주	3	6	6	-27
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	3	7	7	-28
지배주주	3	7	7	-28
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	9	9	9	7
FCF	4	4	-27	4
EBITDA 마진율 (%)	22.5	20.5	16.4	11.9
영업이익률 (%)	15.0	15.9	10.9	6.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.5	13.6	10.9	-45.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
유동자산	15	32	17	25
현금 및 현금성자산	4	19	3	10
매출채권 및 기타채권	6	8	9	6
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	5	5	5	9
비유동자산	21	23	56	64
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	7	7	39	12
무형자산	9	9	7	7
자산총계	36	55	72	89
유동부채	13	11	11	59
매입채무 및 기타채무	2	3	3	3
단기금융부채	8	0	3	47
기타유동부채	3	8	5	9
비유동부채	9	2	11	3
장기금융부채	1	0	10	1
기타비유동부채	8	2	1	2
부채총계	22	13	22	62
지배주주지분	14	41	50	27
자본금	3	3	6	6
자본잉여금	6	22	21	21
이익잉여금	7	13	20	-8
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	14	41	50	27

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
영업활동으로 인한 현금흐름	5	5	5	6
당기순이익	3	6	6	-27
비현금수익비용가감	7	6	5	38
유형자산감가상각비	0	1	1	1
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	5	3	2	35
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-4	-6	-4	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-3	-1	2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	1	1	0
법인세납부	0	0	-3	0
투자활동으로 인한 현금흐름	0	-3	-34	-3
유형자산처분(취득)	-1	-1	-32	-1
무형자산감소(증가)	-2	-1	0	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-1	2	0
기타투자활동	3	0	-4	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	-2	14	13	4
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	-9	13	21
자본의 증가(감소)	0	17	2	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	6	-2	-17
현금의 증가	3	16	-16	6
기초현금	1	4	19	3
기말현금	4	19	3	10

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021	2022	2023
P/E (x)	17.9	39.6	24.1	-28.4
P/CF (x)	6.1	19.7	12.9	73.8
P/B (x)	4.0	5.3	2.9	28.4
EV/EBITDA (x)	8.0	21.3	17.6	111.1
EPS (원)	329	514	545	-2,432
CFPS (원)	961	1,033	1,017	935
BPS (원)	1,490	3,813	4,467	2,428
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 (%)	40.0	9.5	24.1	8.2
EBITDA증가율 (%)	161.7	9.7	-5.8	-17.9
조정영업이익증가율 (%)	586.2	17.7	-13.6	-32.6
EPS증가율 (%)	256.4	56.5	6.0	-
매출채권 회전율 (회)	6.8	6.8	6.7	8.1
재고자산 회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전율 (회)	19.2	14.5	13.4	12.4
ROA (%)	10.2	12.3	9.6	-33.8
ROE (%)	29.9	20.2	13.3	-70.6
ROIC (%)	25.9	29.0	13.3	9.2
부채비율 (%)	163.4	31.8	44.2	228.0
유동비율 (%)	115.9	280.8	153.1	42.7
순차입금/자기자본 (%)	38.1	-47.7	19.2	142.6
조정영업이익/금융비용 (x)	11.0	23.7	685.1	3.5

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 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.