

# 엠로 (058970)

## NDR 후기: 여전한 24년 유망주, 바뀐 것은 주가

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**153,000** 원(유지)

현재주가

**61,900** 원(11/09)

시가총액

**694**(십억원)

코스닥벤처팀 김세희\_02)368-6168\_ssay@eugenefn.com

- 3Q23 동사 매출액은 165억원(+9.5% qoq, +6.7% yoy), 영업이익 13억원(+11.5% qoq, -40.2% yoy) 기록.
- 3분기 누적 매출액 458억원으로 역대 최대 실적. 수주잔고 10월 기준 503억원으로 꾸준히 증가.
- 영업이익 하락 원인은 통합 SCM SaaS 플랫폼 개발비 반영 등 내년 해외시장 진출 준비에 따른 영향으로 24년까지는 해당 비용 일부 발생할 것으로 파악됨. 당기순손실은 전분기와 마찬가지로 CB&BW 발행에 따른 단순 회계상의 손실 인식으로 CB&BW 제외한 순이익은 74.2억원(+52.4% yoy) 크게 증가.
- 통합 SCM 플랫폼 개발비 발생에 따라 2023년 매출액은 662억원, 영업이익 56억원으로 올해 실적 전망치는 하향 조정하나 해외 사업 진행 속도에 따라 추가적으로 추정치 반영할 예정.
- SCM SaaS 통합 플랫폼은 차질없이 1분기 출시될 것으로 보이며 해외 매출은 빠르면 2-3분기 발생할 것으로 예상. 해외 시장 진출에 따른 본격적인 실적 및 밸류에이션 레벨업 기대.

주가(원,11/9)	61,900
시가총액(십억원)	694
발행주식수	11,212천주
52주 최고가	97,800원
최저가	12,500원
52주 일간 Beta	1.68
60일 일평균거래대금	189억원
외국인 지분율	2.3%
배당수익률(2023E)	0.0%

주주구성	
삼성에스디에스 (외 3인)	38.3%
엠로우리사주 (외 1인)	1.3%
김광섭 (외 1인)	0.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	-4.8	6.4	360.2
상대기준	-3.1	10.3	347.9

	현재	과거	
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	유지	유지	-
영업이익(23)	56억원	91억원	-

12월 결산(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	44.8	47.0	58.6	66.2
영업이익	6.5	6.7	6.5	5.6
세전손익	4.2	6.6	7.9	-22.0
당기순이익	3.8	5.4	6.6	(18.3)
EPS(원)	331	499	573	(1,592)
증감률(%)	0.0	50.7	14.8	적전
PER(배)	17.8	40.8	108.1	n/a
ROE(%)	n/a	19.5	13.9	(43.7)
PBR(배)	2.3	2.7	13.7	22.4
EV/EBITDA(배)	7.3	21.4	73.4	77.2

자료: 유진투자증권

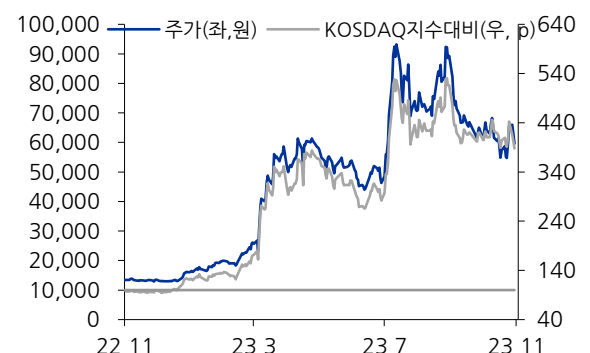


도표 1. 엠로 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	2020A	2021A	2022A	2023E
매출액	13.39	15.15	15.42	14.67	14.29	15.03	16.46	44.8	47.0	58.6	66.2
용역매출	8.62	9.37	9.35	8.93	8.08	9.66	11.17	30.6	28.0	36.3	43.1
라이선스매출	1.55	2.32	2.14	1.90	2.52	1.91	1.82	5.8	7.1	7.9	7.7
기술료매출	2.31	2.49	2.52	2.58	2.48	2.45	2.36	7.0	8.1	9.9	11.2
클라우드매출	0.91	0.97	1.41	1.25	1.21	1.01	1.10	1.6	3.8	4.5	4.2
영업이익	0.62	1.79	2.17	1.91	1.11	1.16	1.3	6.5	6.7	6.5	5.6
영업이익률	4.6%	11.8%	14.1%	13%	7.7%	7.7%	7.9%	14.4%	14%	11%	8.5%
당기순이익	1.67	1.29	1.91	1.71	1.35	-14.98	-7.86	3.8	5.4	6.6	N.A
YoY, %											
매출액	41.8	31.3	31.6	2.4	6.7	-0.8	6.7		4.8	24.7	-
영업이익	240.4	3.1	17.1	-35.6	78.4	-35	-40.2		4.2	-3.7	-

자료: 유진투자증권 추정

도표 2. 연간 실적 추정치 수정

(단위: 억원)	2023E		
	변경 후	변경 전	차이
매출액	662	700	-5.4%
영업이익	56	91	-38.5%
영업이익률	8.5%	13%	

자료: 유진투자증권 추정

## 주요 QnA

### Q. 용역 매출 비중 증가 요인

용역 매출 비중이 증가한데는 일부 고객사의 수주 지연에 따라 라이선스 매출을 비롯한 리쿼링 매출이 줄었기 때문. 이는 고객사 행정처리 이슈로 지연된 것으로 별도의 이슈는 없음.

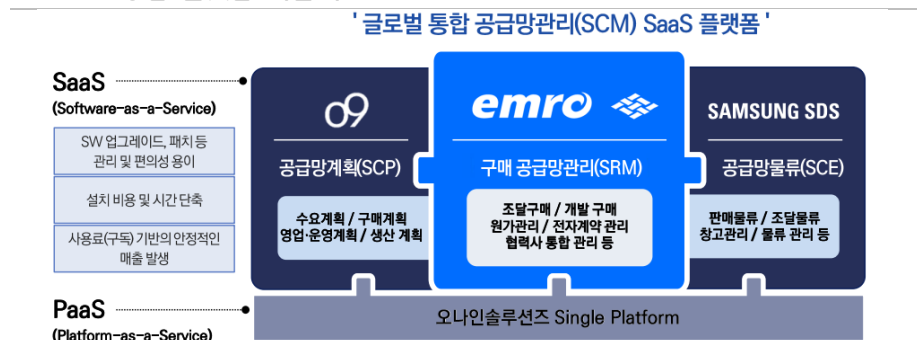
### Q. 넥스트 SRM 타임라인

24년 1분기부터 시작해 구축하는데 1년 반 정도 소요될 것으로 예상.

### Q. 글로벌 SCM SaaS 플랫폼 구조 및 동사의 역할

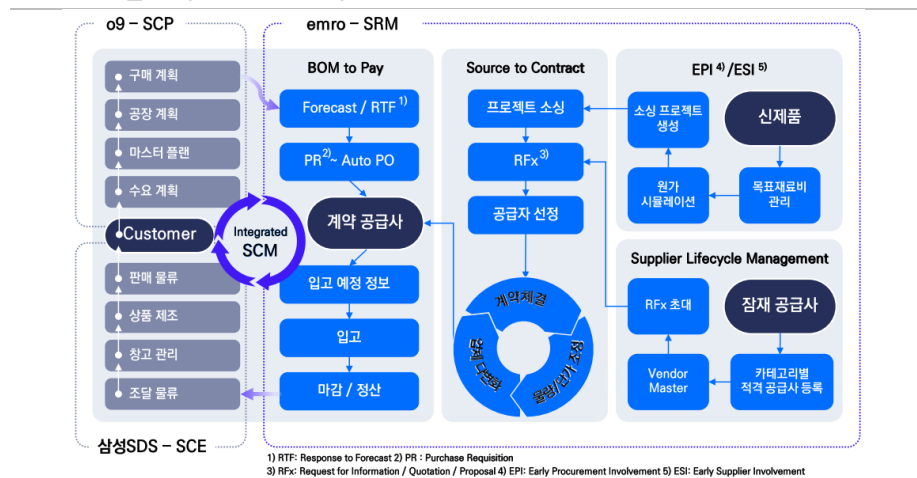
오나인솔루션즈 플랫폼 위에 3사가 개발한 SCP, SRM, SCE 솔루션을 플러그인 방식으로 통합해 클라우드 SaaS 플랫폼으로 제공할 예정. 오나인솔루션즈의 UI/UX를 빌려 각 영역별 베이스 모듈 + 옵션을 개발하는 것. 여기서 동사의 역할은 직접 구매 영역. 구매부터 가격 협상, 계약까지 전반적인 공급망을 관리하는 것으로 고객사의 벤더사까지 통합해서 관리 가능.

도표 3. 통합 플랫폼 개발 구조



자료: 엠로, 유진투자증권

도표 4. 엠로의 SRM 프로세스



자료: 엠로, 유진투자증권

## \*Procurement(구매 조달) S/W 시장

Procurement 의 경우 기업의 구매 과정 전체에 대한 포괄적인 개념. 관련 S/W 의 역할은 전 세계 공급업체와 연결해 구매/결제 과정을 단순화할 뿐 아니라 회사가 돈을 어떻게 쓰는지 가시화. 기업들의 지출 관리를 용이하게 해 수익성을 높이는 방안 제고 가능.

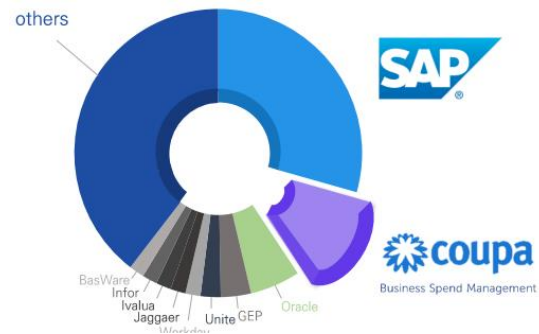
동사와 가장 유사한 회사는 쿠파(Coupa). 쿠파는 간접구매, 동사는 직접구매 영역에 특화된 차이가 있지만 구매 과정 전체를 다룬다는 점에서 가장 유사함. 클라우드 Procurement S/W 시장 점유율 2위 기업(1위 SAP Ariba). 기업용 구매/지출 관리 소프트웨어를 개발/판매하는 회사로 기업들의 공급망, 조달 및 재무 기능 전반에 걸친 솔루션을 제공(소싱, 지출 분석, 계약 관리, 공급 업체 관리 및 인력 관리를 포함한 지원 모듈). 2022 년 매출액 7 억 2,500 억 달러로 나스닥 상장사였다 2022 년 12 월 사모펀드가 80 억 달러에 인수하면서 비상장 회사로 전환.

도표 5. Procurement 개념



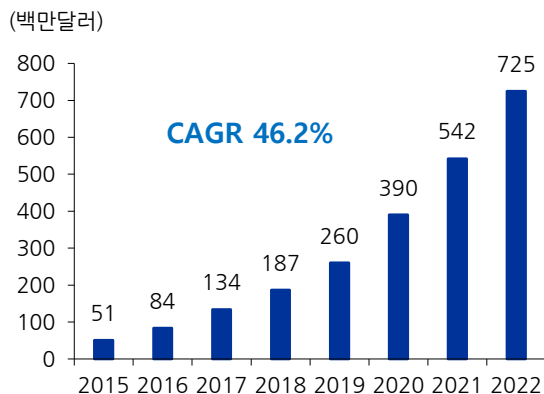
자료: 유진투자증권

도표 6. 글로벌 Procurement S/W 시장 점유율



자료: 엠로, 유진투자증권

도표 7. 쿠파 매출액 추이(CAGR 46.2%)



자료: 엠로, 유진투자증권

도표 8. 리비아의 비용절감 사례

Rivian Drives \$213 Million in One-Year Savings with Coupa



자료: Yahoo Finance, 유진투자증권

### Q. 3사 플랫폼 해외 매출 발생 시점

3사 플랫폼 및 동사 제품 개발은 1분기 내로 완료 예정. 다만 해외 케이스라 PoC 및 딜리버리 과정에 걸리는 시간을 통계적으로 알 수 없어 정확한 시점을 알기는 어려움(통상적으로 2-3개월).

### Q. 해외 진출 전략, 타겟 산업군이나 고객

1차적으로는 오나인솔루션즈의 고객이 세일즈 대상. 오나인솔루션즈의 UI/UX를 기반으로 할 뿐만 아니라 기존 고객 중 통합 솔루션(SCP+SRM, SCP+SRM+SCE)에 대한 니즈가 있었기에 우선적으로 집중할 예정. 타겟 산업군은 논의되고 있으나 아직 정해진 바는 없음.

### Q. 해외 진출에 따른 인건비나 비용 지출 규모

해외 영업망은 오나인, 삼성 SDS가 보유하고 있기에 동사가 별도로 직접적인 해외 영업은 고려하고 있지 않음. 다만, 제품 개발 완료 후 딜리버리하는 과정에서 일부 현지 인력 필요. 영업/마케팅 인력보다는 필수 지원 인력 고용에 따른 비용으로 크지 않을 것으로 예상.

### Q. 오나인솔루션즈와의 시너지, 관계

SCP(구매 계획)와 SRM(구매 조달) 통합이 글로벌 트렌드로 09 입장에서 SRM을 통합시키는 것이 밸류에이션 측면에서 유리하기에 묶어서 판매할 요인이 크다고 판단. 전략적 협력 관계일 뿐 서로 지분 관계는 없음

### Q. 3사 플랫폼 가격 정책

오나인솔루션즈의 플랫폼 위에 플러그인 형태로 각 사의 솔루션을 제공하는 형태라 회사마다 가격이 상이할 수 밖에 없음. 고객사가 베이스 모듈에 어떤 옵션을 선택하냐에 따라서 다르고 매출, 구매 규모, 사용자 수 등에 따라 가격 차이가 발생하기 때문. 다만 미국이 국내보다 사용료 단가나 S/W 가격 자체가 절대적으로 높은 편.

## 오나인솔루션즈(o9 Solutions) 업데이트

올해 7월 기업가치 4조 7천억원으로 평가받음. 23년 기준 매출액은 약 3,000 억원으로 추정되며 23년 3분기 기준으로 연순환매출(ARR) 전년 동기 대비 51% 증가.

도표 9. 오나인솔루션즈 산업별 주요 고객사

Consumer Electronics	Google, SONY, resideo, acer	Telecommunications	T-Mobile, COMCAST, AT&T
Retail	Walmart, Starbucks, JCREW, UNIQLO, SEPHORA	Pharma & Life Sciences	SAMSUNG BIOEPIS, KUMHO, INTUITIVE
High-tech & Semiconductor	Hewlett Packard Enterprise, FUJITSU, SILICON LABS, AsahiKASEI, nexperia		
Food & Beverage	ABInBev, Nestlé, PEPSICO, Mondelez, DANONE, KraftHeinz, Adams Park		
Fashion & Apparel	Nike, new balance, Levi's, adidas, CROCS, DECKERS BRANDS, RALPH LAUREN, GAP, FAST RETAILING		
Consumer Products	AMOREPACIFIC, ESTÉE LAUDER, L'ORÉAL, Amway, AVON, HALEON		
Automotive	FIRELY, HARELU, SCHAEFFLER, TOYOTA, TVS, G		
Industrial Manufacturing	Vestas, CATERPILLAR, HD, HYUNDAI INFRACORE, SIEMENS Gamesa, TATA STEEL		
Energy, Resources & Chemicals	Shell, Mosaic, DS Smith, ExxonMobil, Novelis		

자료: 엠로, 유진투자증권

도표 10. 오나인솔루션즈 기업개요

항목	내용
특징	SCP 분야 글로벌 1위
본사	미국 텍사스주 달러스
지사	영국, 인도, 독일, 중국, 일본 등 16개 국가 진출
대표 제품	AI 기반의 SCP 플랫폼 'Digital Brain'
주요 고객사	구글, 스타벅스, 월마트, 코카콜라, 나이키, 로레알, GE, 소니, 뉴발란스 등 2,700개+
기업가치	4.7조원
투자사	KKR, BeyondNetZero, General Atlantic 등

자료: 엠로, 유진투자증권

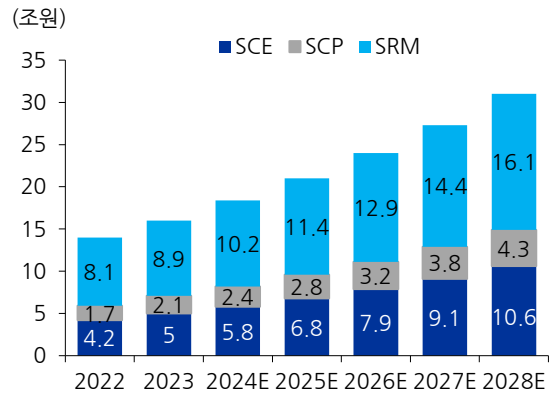
도표 11. SCP 분야 내 SAP, 오라클보다 높은 평가



자료: Gartner, 유진투자증권

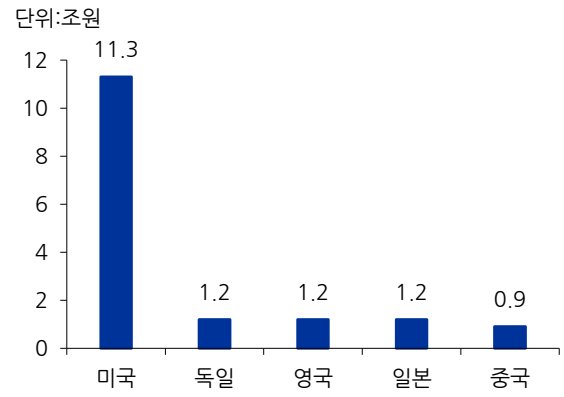
## SCM 시장 규모 업데이트

도표 12. SCM 중 가장 큰 규모인 SRM 시장



자료: 엠로, IDC(2023 기준), 유진투자증권

도표 13. SCM은 미국 시장이 가장 큰 규모



자료: 엠로, Gartner, 유진투자증권

## 엠로(058970) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>자산총계</b>	<b>37.1</b>	<b>55.8</b>	<b>73.7</b>	<b>74.1</b>	<b>124.5</b>
유동자산	16.0	32.9	18.0	18.5	51.2
현금성자산	4.6	19.8	3.8	2.1	21.4
매출채권	5.8	8.2	8.8	11.0	24.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	21.0	22.8	55.7	55.6	73.3
투자자산	5.0	6.8	9.2	10.4	26.4
유형자산	6.7	7.5	38.9	37.3	36.7
기타	9.3	8.6	7.5	7.9	10.2
<b>부채총계</b>	<b>22.9</b>	<b>14.0</b>	<b>22.7</b>	<b>42.8</b>	<b>80.0</b>
유동부채	13.4	12.0	11.4	21.5	41.7
매입채무	4.1	5.2	6.6	6.6	16.8
유동성이자부채	8.0	0.4	3.0	13.0	23.0
기타	1.3	6.4	1.9	1.9	1.9
비유동부채	9.5	2.0	11.3	21.3	38.3
비유동이자부채	1.4	0.0	10.0	20.0	37.0
기타	8.1	2.0	1.2	1.2	1.3
<b>자본총계</b>	<b>14.1</b>	<b>41.7</b>	<b>51.0</b>	<b>31.3</b>	<b>44.4</b>
지배지분	14.0	41.6	50.7	31.0	44.1
자본금	2.7	2.7	5.6	5.6	5.6
자본잉여금	5.7	22.2	21.4	21.4	21.4
이익잉여금	7.8	13.2	20.2	2.3	15.4
기타	(2.3)	3.4	3.5	1.7	1.7
비지배지분	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3
<b>자본총계</b>	<b>14.1</b>	<b>41.7</b>	<b>51.0</b>	<b>31.3</b>	<b>44.4</b>
총차입금	9.4	0.4	13.0	33.0	60.0
순차입금	4.8	(19.4)	9.2	30.9	38.6

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>영업현금</b>	<b>5.8</b>	<b>4.7</b>	<b>5.5</b>	<b>(11.1)</b>	<b>20.0</b>
당기순이익	3.8	5.4	6.6	(18.3)	13.4
자산상각비	2.9	2.7	3.1	3.8	2.6
기타비현금성손익	4.0	3.1	2.4	5.6	7.1
운전자본증감	(4.6)	(6.2)	(3.6)	(2.2)	(3.1)
매출채권감소(증가)	(1.5)	(2.9)	(0.6)	(2.2)	(13.3)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	0.3	0.8	0.8	0.1	10.2
기타	(3.4)	(4.1)	(3.8)	0.0	0.0
<b>투자현금</b>	<b>(0.6)</b>	<b>(3.3)</b>	<b>(34.1)</b>	<b>(3.8)</b>	<b>(10.7)</b>
단기투자자산감소	0.6	(0.2)	(0.0)	(0.9)	0.0
장기투자증권감소	1.1	0.6	0.0	(0.5)	(6.4)
설비투자	(1.1)	(1.2)	(32.0)	0.0	(1.0)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(1.5)	(1.3)	0.3	(2.5)	(3.2)
<b>재무현금</b>	<b>(2.2)</b>	<b>14.1</b>	<b>12.9</b>	<b>12.4</b>	<b>10.0</b>
차입금증가	(1.8)	(9.1)	12.3	10.0	10.0
자본증가	0.0	23.3	0.6	2.4	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금 증감</b>	<b>2.8</b>	<b>15.5</b>	<b>(15.7)</b>	<b>(2.6)</b>	<b>19.3</b>
기초현금	1.1	3.9	19.4	3.7	1.1
기말현금	3.9	19.4	3.7	1.1	20.4
Gross Cash flow	10.6	11.1	12.1	(8.9)	23.1
Gross Investment	5.8	9.3	37.7	5.1	13.8
<b>Free Cash Flow</b>	<b>4.8</b>	<b>1.8</b>	<b>(25.6)</b>	<b>(14.1)</b>	<b>9.3</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>44.8</b>	<b>47.0</b>	<b>58.6</b>	<b>66.2</b>	<b>168.4</b>
증가율(%)	0.0	4.8	24.7	12.9	154.4
<b>매출원가</b>	<b>27.9</b>	<b>27.4</b>	<b>35.8</b>	<b>40.7</b>	<b>79.1</b>
<b>매출총이익</b>	<b>16.9</b>	<b>19.6</b>	<b>22.8</b>	<b>25.5</b>	<b>89.3</b>
판매 및 일반관리비	10.5	12.9	16.3	19.9	45.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	<b>6.5</b>	<b>6.7</b>	<b>6.5</b>	<b>5.6</b>	<b>43.8</b>
증가율(%)	0.0	4.2	(3.7)	(13.2)	678.4
<b>EBITDA</b>	<b>9.3</b>	<b>9.4</b>	<b>9.6</b>	<b>9.4</b>	<b>46.4</b>
증가율(%)	0.0	1.0	1.8	(1.9)	393.5
<b>영업외손익</b>	<b>(2.2)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>1.4</b>	<b>(27.7)</b>	<b>(27.6)</b>
이자수익	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
이자비용	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(1.7)	0.1	1.4	(27.7)	(27.6)
<b>세전순이익</b>	<b>4.2</b>	<b>6.6</b>	<b>7.9</b>	<b>(22.0)</b>	<b>16.2</b>
증가율(%)	0.0	56.6	19.7	적전	흑전
법인세비용	0.5	1.3	1.3	(3.7)	2.7
<b>당기순이익</b>	<b>3.8</b>	<b>5.4</b>	<b>6.6</b>	<b>(18.3)</b>	<b>13.4</b>
증가율(%)	0.0	42.7	22.7	적전	흑전
지배주주지분	3.6	5.4	6.4	(17.9)	13.1
증가율(%)	0.0	52.1	18.6	적전	흑전
비지배지분	0.2	(0.0)	0.2	(0.5)	0.3
<b>EPS(원)</b>	<b>331</b>	<b>499</b>	<b>573</b>	<b>(1,592)</b>	<b>1,169</b>
증가율(%)	0.0	50.7	14.8	적전	흑전
수정EPS(원)	331	499	573	(1,592)	1,169
증가율(%)	0.0	50.7	14.8	적전	흑전

### 주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	331	499	573	(1,592)	1,169
BPS	2,596	7,666	4,519	2,768	3,936
DPS	0	0	0	0	0
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	17.8	40.8	108.1	n/a	53.0
PBR	2.3	2.7	13.7	22.4	15.7
EV/ EBITDA	7.3	21.4	73.4	77.2	15.8
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	6.0	19.8	57.5	n/a	30.1
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	14.4	14.3	11.1	8.5	26.0
EBITDA이익율	20.8	20.0	16.3	14.2	27.5
순이익율	8.4	11.4	11.2	(27.7)	8.0
ROE	n/a	19.5	13.9	(43.7)	34.9
ROIC	n/a	29.0	14.2	7.1	55.7
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	34.2	(46.5)	18.1	98.7	86.9
유동비율	119.4	273.5	157.6	86.3	122.7
이자보상배율	12.0	22.5	462.4	176.9	911.8
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	n/a	1.0	0.9	0.9	1.7
매출채권회전율	n/a	6.7	6.9	6.7	9.5
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	n/a	10.1	10.0	10.1	14.4



### Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

### 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	6%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.09.30 기준)

