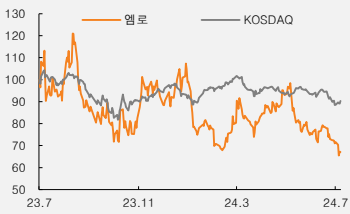


Not Rated

목표주가	-
현재주가(24/8/1)	51,200원
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	813.53
시가총액(십억원)	574
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	60.4
외국인 보유비중(%)	3.1
베타(12M) 일간수익률	1.28
52주 최저가(원)	49,950
52주 최고가(원)	92,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-13.2	-14.4	-40.7
상대주가	-9.6	-15.9	-31.6



[글로벌 소프트웨어/통신서비스]

김수진
soojin.kim@miraeasset.com

엠로

가이던스 상향조정, 해외 진출 기대감 강화

가이던스로 연간 매출 성장률 25% 이상, 영업이익률 8% 이상 제시

2Q24 매출 192억원(+27.8% YoY), 영업이익 18억원(+50.7% YoY), 영업이익률 9.1%(+1.4%pt YoY, +8.9%pt QoQ)을 기록했다. 6월말 기준 수주잔고가 947억원(+102% YoY)을 넘으면서 역대 최대 규모의 수주 성장세를 보여줬다.

호실적에 힘입어 연간 가이던스를 상향했다. 동사가 올 초 제시한 연간 매출 성장률 가이던스는 +10%에 불과했으나, 지난 5월 1Q 실적 발표 후 기존 고객사의 업셀링이 지속되면서 +20% YoY까지 상향조정했고, 이번에 한차례 더 +25% YoY로 상향조정했다. 5월 490억 규모의 삼성전자 차세대 ERP 구축 대형 수주 공시까지 더해지며 실적 성장에 대한 기대감이 강화됐다.

이익 개선세도 강력하다. 클라우드 매출 비중이 증가하면서 이익 개선이 지속되고 있다. 클라우드 제품은 구축형 제품보다 인건비 부담이 적고, 구독 매출이 타라인 성장에도 유리하다는 장점이 있다.

하반기 글로벌 영업 성과 기대

24년 매출 851억원(+35% YoY), 25년 매출은 1,000억원을 돌파할 수 있을 것으로 전망한다. 하반기 기대되는 모멘텀이 다수 존재한다. 우선 글로벌 SRM 제품이 본격 런칭했다. 제품명은 '케이던시아(Caidentia)'다. 클라우드 기반의 SaaS 솔루션으로, 구축형보다 높은 가격과 마진으로 글로벌 기업에 판매될 예정이다.

삼성전자 레퍼런스로 글로벌 영업을 강화하고 있다. 특히 상반기에도 두개의 글로벌 SCM 컨퍼런스로 신규 잠재 고객의 긍정적 피드백을 확인할 수 있었고, 하반기에도 삼성SDS 미주 법인과 함께 4개의 컨퍼런스를 통해 영업을 이어갈 예정이다.

AI 사업도 중요한 관전 포인트다. 글로벌 고객사는 국내보다 AI에 대해 훨씬 큰 관심을 보이고 있는 상황이다. 따라서 현재 10%에 불과한 AI 비중이 국내외 수요 증가를 통해 계속해서 확대될 것으로 전망한다.

삼성SDS 지분율 33.4%에서 37%로 증가: 기대감은 강해진다

7월 25일 삼성SDS는 2Q 실적발표 후 엠로 인수 때 보유한 CB와 BW를 전환/행사했다. 이로써 SDS의 엠로 지분율은 37%로 늘었고, 엠로는 파생상품손실이 사라지며 안정적 순이익이 보장됐다. 기대했던 스토리가 호실적과 함께 진행되고 있다.

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 실적 테이블

(백만원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출(연결)	14,288	15,027	16,456	17,403	14,625	19,200	23,517	27,753	58,623	63,174	85,095	100,031
YoY growth	6.7%	-0.8%	6.7%	18.7%	2.4%	27.8%	42.9%	59.5%	24.7%	7.8%	34.7%	17.2%
Seasonality	22.6%	23.8%	26.0%	27.5%	12.4%	22.8%	27.6%	32.5%	-	-	-	-
SCM 구축/컨설팅	8,081	9,657	11,174	12,007	9,202	12,824	14,450	14,702	30,572	40,919	51,047	51,576
YoY growth	-6.2%	3.0%	19.5%	34.4%	13.9%	32.8%	29.3%	22.4%	10.8%	33.8%	24.8%	1.0%
% of total revenue	56.6%	64.3%	67.9%	69.0%	62.9%	71.5%	64.3%	65.0%	-	-	-	-
라이선스	2,519	1,942	1,823	1,559	1,296	1,998	3,533	7,357	5,752	7,813	13,417	21,777
YoY growth	62.5%	-16.2%	-14.7%	-18.1%	-48.6%	2.9%	93.8%	371.9%	-18.5%	35.8%	71.7%	62.3%
% of total revenue	17.6%	12.9%	11.1%	9.0%	8.9%	11.1%	12.5%	11.0%	9.8%	12.4%	15.7%	21.8%
기술료	2,483	2,452	2,360	2,590	2,750	3,219	3,611	4,503	6,969	9,885	12,522	16,046
YoY growth	-3.6%	-1.2%	-3.8%	9.7%	6.2%	17.1%	12.2%	24.7%	-14.3%	41.8%	26.7%	28.1%
% of total revenue	25.1%	24.8%	23.9%	26.2%	18.2%	20.1%	26.9%	31.1%	16.1%	16.9%	14.0%	14.0%
클라우드	1,205	1,109	1,099	1,247	1,377	1,159	2,258	3,785	1,556	4,557	8,329	10,632
% of total revenue	8.4%	7.4%	6.7%	7.2%	9.4%	6.5%	9.9%	12.7%	2.7%	7.2%	9.8%	10.6%
영업이익	5,380	1,163	1,297	1,098	31	1,751	2,352	2,775	6,486	4,663	6,909	8,766
YoY growth	-967.7%	-35.0%	-40.2%	-42.4%	-100.6%	50.7%	81.3%	152.8%	-3.7%	-28.1%	48.2%	26.9%
영업이익률	-37.7%	7.7%	7.9%	6.3%	0.2%	9.1%	10.0%	10.0%	11.1%	7.4%	8.1%	8.8%

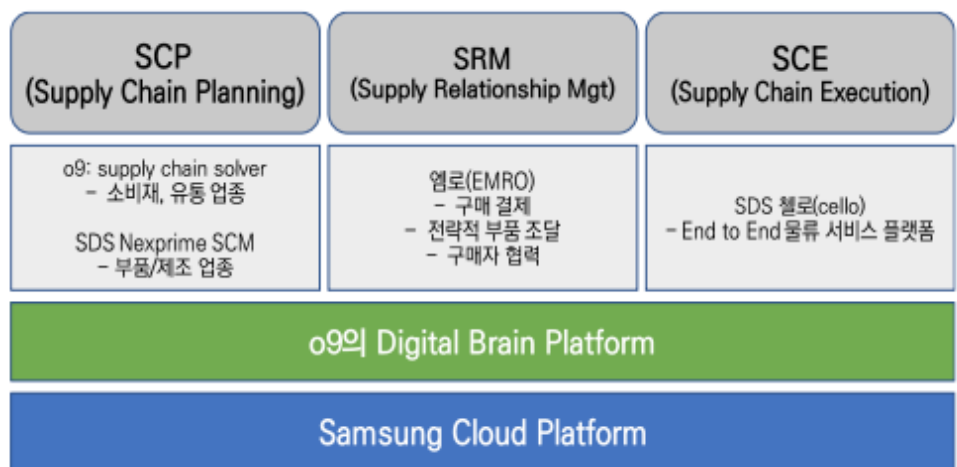
자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. SCM(Supply Chain Management, 공급망관리) SW 종류

분류	내용
SCP(공급망 계획)	SCP는 물자, 정보, 재원의 흐름을 계획하고 조정하는 시스템 고객 수요 계획(demand planning), 재고 계획(inventory planning), 생산 계획, 유통 계획, 공급 계획
SCE(공급망 실행)	SCE는 계획된 작업을 실제로 실행에 옮기는 시스템 운송 관리, 창고 관리, 주문 관리, 반품 관리, 재고 관리
SRM(공급업체 관계 관리)	SRM은 모든 공급업체와의 관계를 관리하고 최적화하는 솔루션 구매 요청/견적, 입찰/계약 관리, 발주/입고/검수 관리, 원가/목표재료비 추정 공급업체 평가, 계약 관리(계약서 작성하고 규정 따라 관리), 공급 업체 성과 관리(성과 모니터링 및 평가), 협상 및 협력 관리, 위험 관리

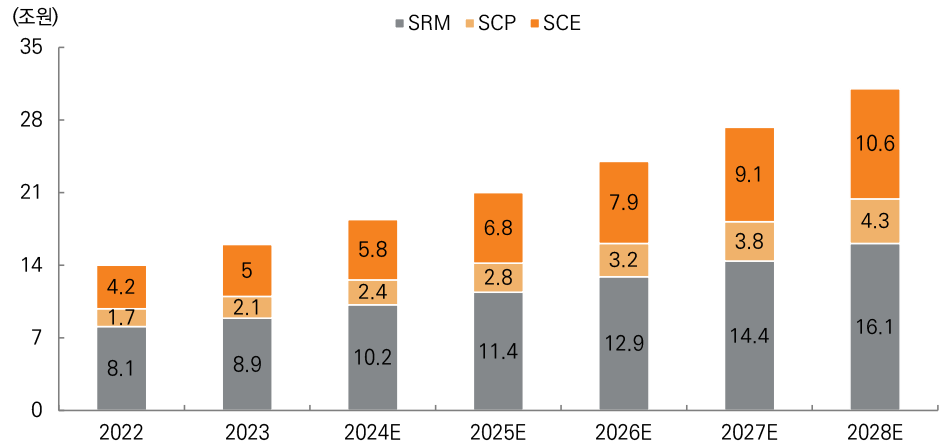
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 현재 삼성SDS의 SCM 밸류체인



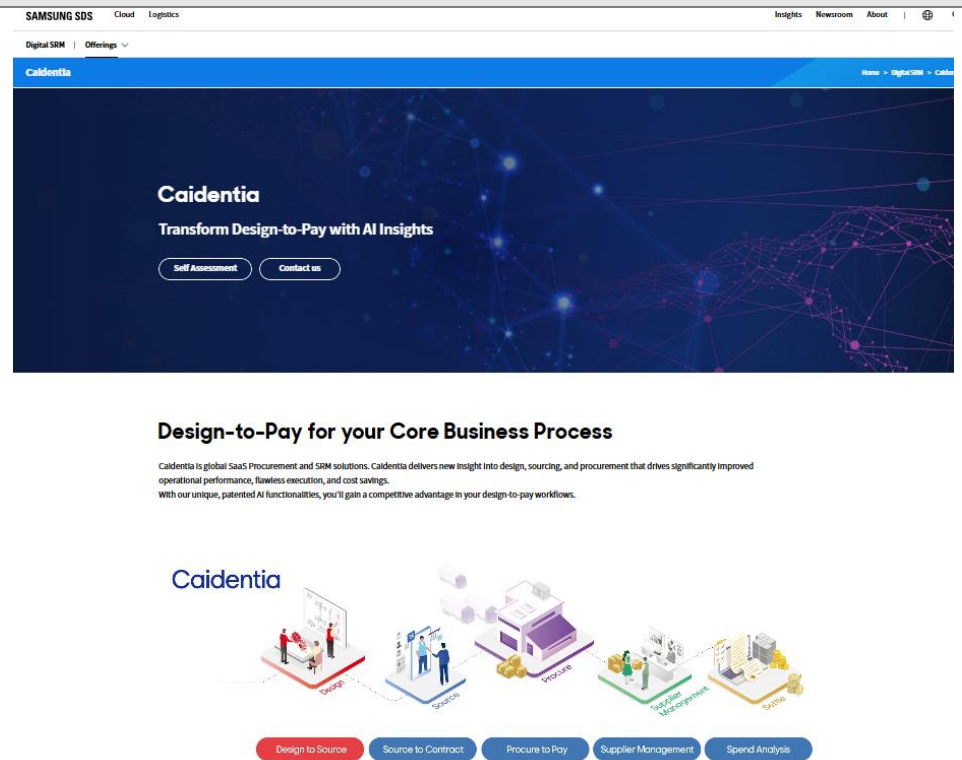
자료: 삼성SDS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 SCM SaaS 시장 규모 전망



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. Caidentia 홈페이지



자료: 삼성SDS, 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
영업활동으로인한자산및부채의변동	-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.