MIRAE ASSET 미래에셋증권

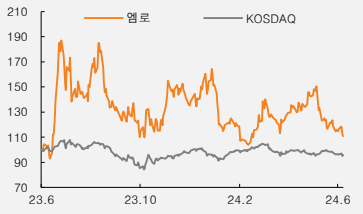
Equity Research
2024.7.5

Not Rated

목표주가	–
현재주가(24/7/3)	55,200원
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	836.10
시가총액(십억원)	619
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	60.4
외국인 보유비중(%)	2.8
베타(12M) 일간수익률	2.42
52주 최저가(원)	46,250
52주 최고가(원)	93,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-15.7	-19.8	7.6
상대주가	-14.9	-16.4	14.4



[글로벌 SW/통신서비스]
김수진
soojin.kim@miraeasset.com

엠로

미국에 한국 SW를 판매하는 기업의 등장

미국 진출 스타트

글로벌 영업을 본격적으로 진행 중이다. 지난해 4월 삼성SDS의 지분 매입 시점부터 미국의 SCP(공급망 계획) 기업 'o9(오나인)솔루션즈'와 함께 해외 진출을 준비해왔다. 지난 1년여간 클라우드 기반의 SaaS 제품을 개발했고, 올 5월경부터 삼성SDS 미주법인을 통해 영업을 시작했다. 영업 성과는 하반기에 나올 것으로 기대되며, 본격적인 매출은 내년부터 발생하기 시작할 것으로 예상한다.

엠로가 SW의 산지인 미국에서도 인정받을 수 있는 것은, 산업별 전문성을 갖춰야하는 직접 구매용 SRM(공급업체 관리) 솔루션 기업이 세계적으로 거의 없기 때문이다. 경쟁사로 분류되는 대부분은 사무용품의 구매를 위한 간접 구매용 솔루션이다. 직접 구매 SRM은 산업별 전문 지식이 필요하므로, 사전 컨설팅이 필수적이다. 이 작업을 적극적으로 하는 것이 엠로의 강점이다. 현재 삼성SDS와 미국 기업 o9(오나인)을 통해 영업을 진행하고 있다. 추가로 컨설팅 기업 BCG와도 협력 중이다. 올해 하반기 의미있는 수주를 통해 내년부터 매출이 본격화될 것으로 기대한다.

클라우드 전환+디지털화 진행 중인 국내 수주로도 실적 개선 중

국내에서 발생하는 실적도 긍정적이다. 우선 올해 5월 490억 규모의 삼성전자 차세대 SCM을 구축하는 대형 수주 공시를 발표했다. 1년 9개월 동안 진행된다. 이 수주는 글로벌 진출의 레퍼런스로 작용할 것이다. 또 기존 대기업 고객사들이 최근 디지털화의 일환으로 자회사 등의 시스템을 전환하는 고도화 프로젝트를 진행 중이다. 이에 1Q 견조한 실적을 기록했고, 24년 매출은 908억원(+44% YoY)을 전망한다.

EV/SALES 밸류에이션이 타당한 기업

동사의 기업가치는 매출액 기반으로 산정하는 것이 적합하다고 판단한다. 이는 미국 스타트업 출신의 나스닥 SW 기업들에게 적용하는 방식으로, 1) SW는 네트워크 효과가 나타나는 산업 특성상 초기 점유율 확보가 중요하기 때문에 이익 적자에 상대적으로 관대하고, 2) 스톡옵션이 많은 기업들이 많기 때문이며, 3) 비용의 대부분이 인건비이므로, 일정 수준의 Q가 확보되면 급격하게 이익이 개선되기 시작하는 레버리지 효과에 대한 믿음 등이 반영 방법이다. 현재 엠로의 Peer로 볼 수 있는 기업들은 평균적으로 EV/SALES 7~12배에 거래 중이다. 여기에 엠로의 경우, 글로벌 수주 본격화로 TAM이 증가되면, 추가적인 프리미엄 요인이라고 판단한다.

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

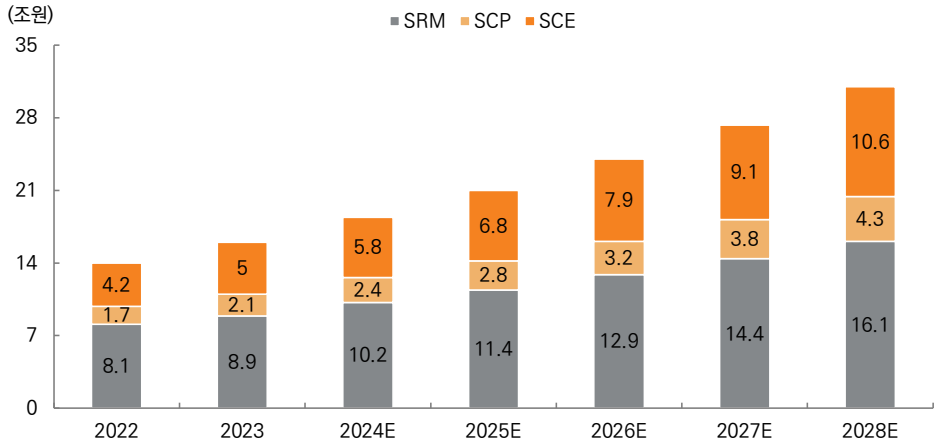
한국 SW가 해외로 나가는 첫 포문을 연다

글로벌 시장 진출

한국에서 자체 SW로 직접 해외진출을 하는 첫 사례가 곧 탄생할 것으로 기대한다. 지난해 4월 삼성SDS는 동사의 지분 33.39%를 매입했다. 지분 인수의 가장 큰 목적은 '해외진출 시너지를 위해서'였다. 그리고 1년이 조금 더 지난 현시점, 해외 진출 성과가 눈앞에 있다. 5월부터 본격적으로 삼성SDS 미국 지사를 통해 영업을 시작했다.

글로벌 SCM 시장은 국내 시장과 비교하여 약 40~50배 이상의 규모를 형성하고 있으며, 그 중에서 미국 시장의 규모가 11조 3천억원으로 가장 큰 상황이다. 동사는 기업의 공급망 분석을 통해 통합 비즈니스 계획 수립 및 실행을 지원하는 SCP(공급망계획)의 글로벌 1위 기업인 오나인솔루션즈와 전략적 파트너십을 통해 1차적으로 미국 시장을 타켓하여 글로벌 시장에서 사업 영역을 확장할 예정이다. 오나인솔루션즈와의 파트너십을 통해 SCM 관리에 필요한 핵심 솔루션을 통합 클라우드 SaaS 플랫폼으로 제공함으로써 글로벌 시장 진출에 적합한 확장성과 유연성을 확보할 계획이다.

그림 117. 글로벌 SCM SaaS 시장 규모 전망



자료: IDC, 미래에셋증권 리서치센터

엠로는 어떻게 글로벌 진출이 가능할까?

엠로는 제품 자체 경쟁력을 보유했기 때문에, 미국 시장에 도전할 수 있다. 5월경부터 본격적으로 영업을 시작했다. 미국 진출을 위해 클라우드 기반의 신제품을 올해 상반기 중으로 완성했다.

1) 엠로는 직접 구매용 SRM 솔루션을 단독으로 공급하는 대표 기업이다. 엠로는 직접 구매 SRM이다. 현재 해외에 있는 대부분의 SRM 솔루션 기업은 간접 구매(MRO) 제품이다. 간접 구매는 회사에서 일반적으로 사용하는 제품 구매에 쓰이기 때문에, 제너럴한 서비스를 제공한다. 그러나 직접 구매는 각 회사가 실제 업무에 필요한 제품을 조달하는 데 쓰이기 때문에, 전문성을 갖춰야한다. 그래서 엠로의 경우 고객사를 신규 유치하면 컨설팅 작업부터 시작한다. **이렇게 각 기업에 니즈에 맞는 구매 솔루션을 만들어 주는 것이 엠로의 강점이다.**

2) 삼성SDS와 미국 기업 o9(오나인)을 통해 영업을 진행하고 있다. 엠로는 미국에서 오나인 플랫폼에 모듈 형태로 장착되어 서비스 될 예정이다. 따라서 현재 오나인 고객 중심으로 영업을 진행 중이다. 추가로 컨설팅 기업 BCG와도 협력 중이다. 이제 막 비즈니스 시작 단계이지만, 올해 하반기 의미있는 수주를 통해 내년부터 매출이 본격화될 것으로 기대한다.

표 46. 직접구매와 간접구매 비교

대분류	항목	내용
직접구매 (Direct Procurement)	정의	- 직접구매는 회사의 생산 과정에서 직접적으로 사용되는 원자재, 부품, 반제품 등을 구매하는 행위 - 제조, 생산 및 핵심 운영에 직접적으로 영향을 미치는 것들
	특징	- 생산 관련: 생산라인과 직접 관련이 있는 품목을 구매 - 주기적인 수요: 일정한 주기로 구매가 이루어지며, 공급의 안정성이 중요 - 수량: 대량으로 구매 - 관계: 주요 공급업체와의 장기적이고 전략적인 관계를 유지하는 것이 중요
	예시	- 전자제품 제조업체의 반도체, 회로기판 등 - 자동차 제조업체의 엔진, 기어박스 등 - 엔터에서 콘서트 진행을 위한 장비와 용역
간접구매 (Indirect Procurement)	정의	- 간접구매는 생산 활동에 직접적으로 사용되지 않는 상품 및 서비스를 구매하는 행위 - 회사 운영, 유지보수, 경영활동 등에 간접적으로 기여
	예시	- 사무용품(펜, 종이, 프린터 용지 등) - IT 서비스(SW 라이선스, 클라우드 서비스 등) - 시설 유지보수(청소 서비스, 공구 등)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

o9(오나인)솔루션즈는 AI 공급망 관리, 수요 예측, 통합 비즈니스 계획 등의 솔루션을 플랫폼으로 제공하는 기업이다. 23년 말 기존 ARR(Annual Recurring Revenue, 연간반복수익)이 3억달러(3,900억원) 수준인 것으로 알려졌다. 고객사는 100여개이며, 대표 고객사로 구글, 월마트, 스타벅스 등이 있다.

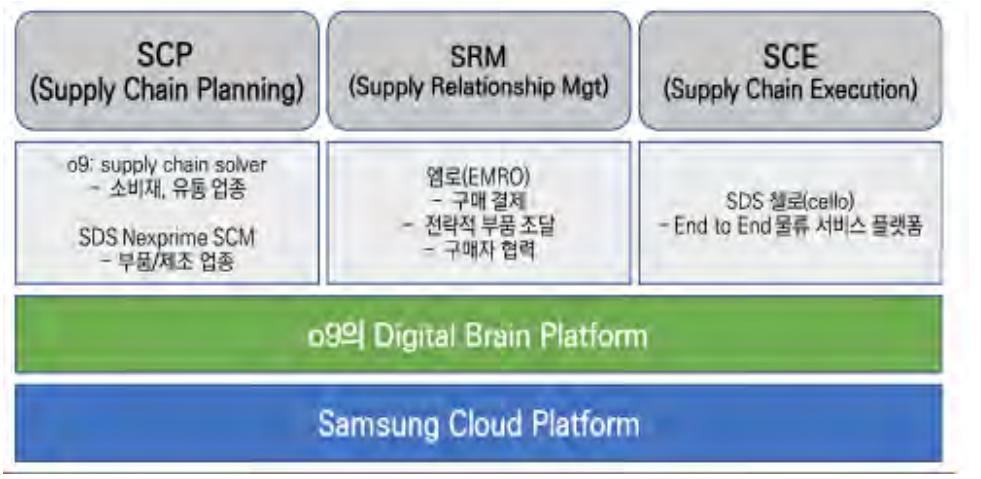
삼성SDS의 첼로스퀘어(Cello Square)는 물류를 담당하는 솔루션이다. 공급망 관리의 실제 집행 역할을 한다. 삼성SDS는 2015년 처음 첼로스퀘어를 런칭했고, 지난해 엠로 인수와 오나인과의 파트너십으로 통합적인 SCM(공급망 관리)용 플랫폼을 구상 중이다.

표 47. 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 118. 현재 삼성SDS의 SCM 밸류체인



자료: 삼성SDS, 미래에셋증권 리서치센터

새 버전 출시로 클라우드 매출 비중 확대

클라우드 전환 통한 국내 시장에서의 성장도 지속 중

국내 매출 성장의 원동력은 클라우드다. 동사는 19년 처음 클라우드를 런칭했는데, 주로 대기업 고객사가 많다보니 클라우드 전환이 빠르게 진행되지는 않았다. 그러나 신규 고객사의 경우 대부분 클라우드로 구축하기 때문에 Q의 확대와 P의 증가가 함께 나타날 수 있을 것으로 기대한다.

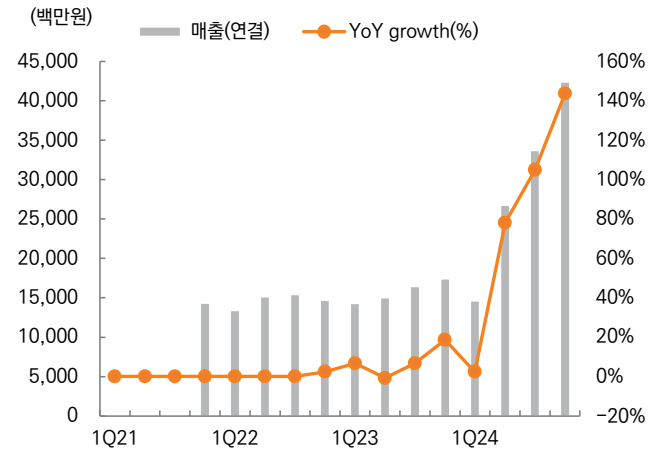
클라우드는 P의 확대에 매우 긍정적이다. 업셀링이 용이하다는 장점 때문이다. 예를 들어 한 고객사는 처음 계약할 때는 월 200만원의 구독료를 지불했지만, 추후 계속해서 기능을 추가한 결과 현재는 월 1,500만원 이상의 대형 고객이 됐다.

가장 주목할 부분은 수주잔고다. 1Q24 기준 수주잔고가 610억원을 기록했는데, 수주잔고 대비 매출 비중이 100%대에서 처음으로 100% 아래로 떨어졌다. 즉, 이번 분기 발생 매출보다, 향후 발생할 매출이 더 많이 쌓였다는 뜻이다. 클라우드 산업의 특징 중 하나다. 따라서 해당 추세가 향후 지속된다면, 안정적인 매출 성장을 기대할 수 있다고 판단한다.

동사는 1Q24 연결 기준 매출액 146.3억원(+2.4% YoY, -16.0% QoQ), 영업이익 3,100만원(-97.2% YoY, -97.2% QoQ)를 기록했다. 동사의 당분기 매출액은 역대 1Q 매출액 중 최대 매출 규모로, 특히 클라우드 사용료 사업부문에서 매출액 13.8억(+14.0% YoY, +13.6% QoQ)을 기록하며 매출 성장을 견인했다. 동사의 견조한 실적은 구매 업무의 DX(디지털 전환) 확대 및 가속화로 인한 동사의 공급망 관리 및 AI SW에 대한 수요 증가에 기인한다.

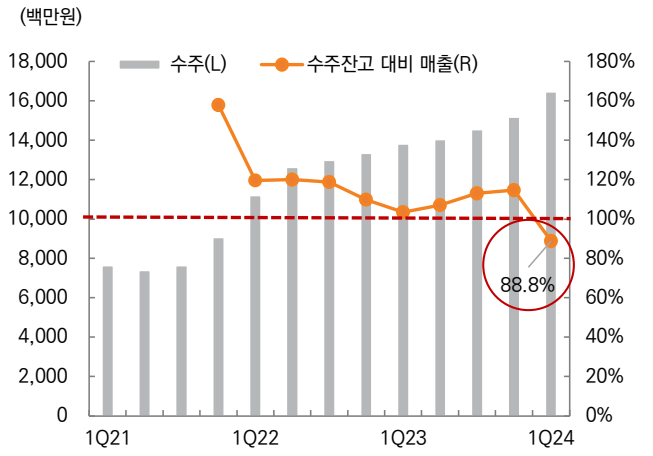
한편, 동사는 올해 해외사장 진출을 위한 글로벌 SRM SaaS 플랫폼 개발 투자, 글로벌 사업 인력 충원 및 인건비 상승 등의 원인으로 영업이익이 대폭 하락했으나, 이는 미래 성장을 위한 적극적 투자를 나타낸다. 동사의 올해 4월 기준 수주잔고는 700억원(+35.9% YoY)으로 역대 최대 규모의 수주잔고를 통해 안정적 매출 성장의 기반을 마련하고 있다.

그림 119. 연결 기준 매출 및 매출 성장률 추이



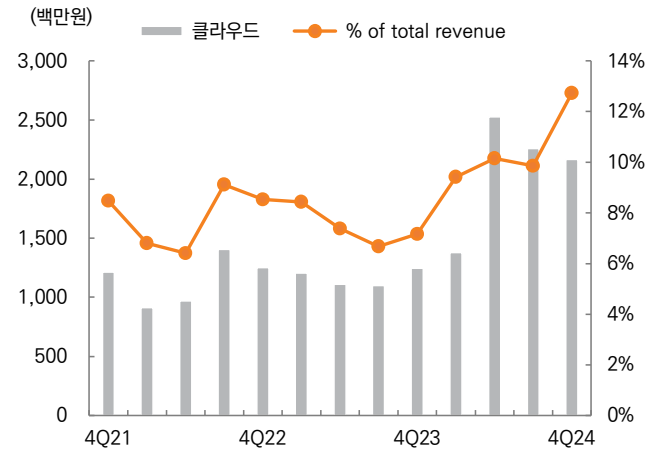
자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

그림 120. 수주잔고 및 잔고 대비 매출 비중 추이



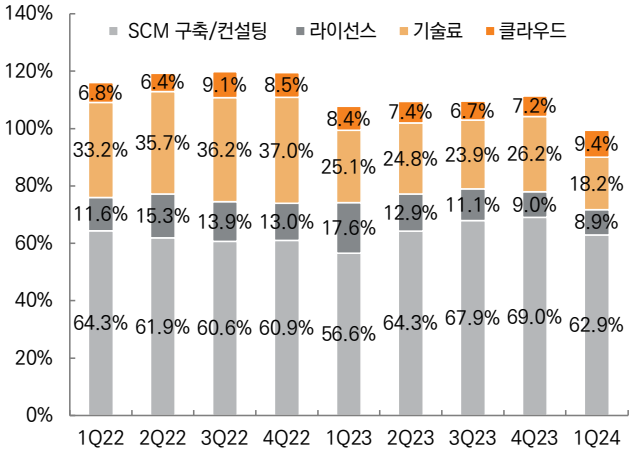
자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

그림 121. 클라우드 매출 및 전체 매출 비중 추이



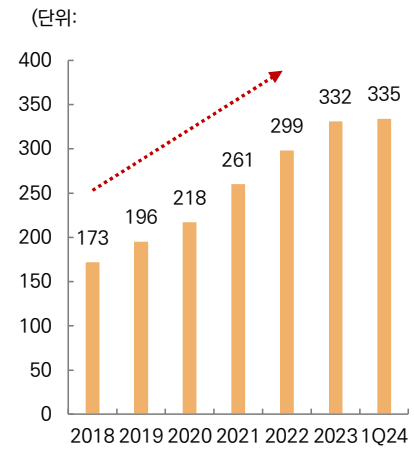
자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

그림 122. 사업부문별 매출 추이



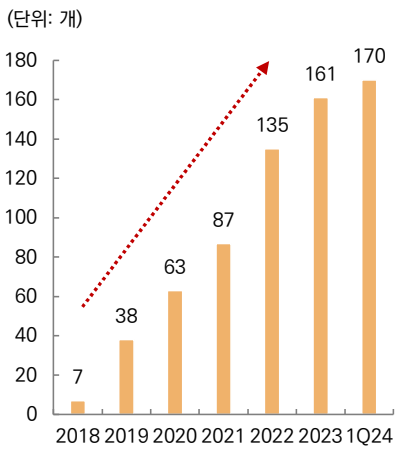
자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

그림 123. On-premise 고객사 추이



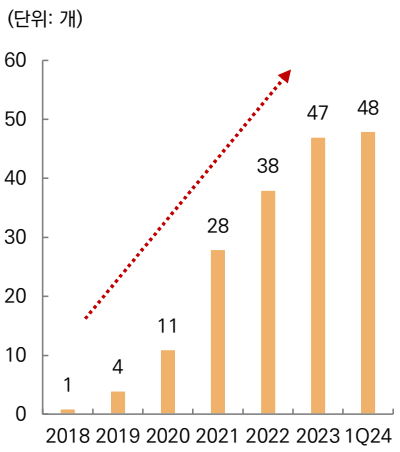
자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

그림 124. Cloud 고객사 추이



자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. AI 고객사 추이



자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

그림 126. 엠로 제품 소개



자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망 및 밸류에이션: 디지털화 진행 중인 국내 기업으로도 호실적 기대

국내에서 발생하는 실적도 긍정적이다. 우선 올해 5월 490억 규모의 삼성전자 차세대 SCM 수주 공시를 발표했다. 1년 9개월 동안 진행된다. 그 밖에 기존 대기업 고객사들이 최근 디지털화의 일환으로 자회사 등의 시스템을 전환하는 고도화 프로젝트를 진행 중이다. 이에 24년 매출은 908억원(+44% YoY)을 전망한다.

다만 이익은 미국 진출로 인해 당분간 성장이 어려울 것으로 판단한다. SW 산업은 초기 시장 점유를 통한 락인 효과와 네트워크 효과가 중요한 만큼, 지금은 이익보다 성장에 온전히 집중할 때다.

IPO 때 전직원에게 부여한 스톡옵션이 현재 5차까지 발행됐는데, 24년 25.8억정도 피크를 찍은 후 점차 규모가 감소해 26년에 모두 상각될 것으로 보인다. 이에 이익 턴어라운드는 26년 이후가 될 것으로 예상한다.

따라서 동사의 기업가치를 매출액 기반으로 산정하는 것이 적합하다고 판단한다. 이는 미국 스타트업 출신의 나스닥 SW 기업들에게 적용하는 방식으로, 1) SW는 네트워크 효과가 나타나는 산업 특성상 초기 점유율 확보가 중요하기 때문이고, 2) 스톡옵션이 많은 기업들이 대부분이기 때문이며, 3) 비용의 대부분이 인건비이므로 일정 수준의 Q가 확보되면 급격하게 이익이 개선되기 시작할 것이란 이익 레버리지 효과에 대한 확신 등이 반영된 방법이다.

이를 근거로 엠로의 밸류에이션 시나리오 분석이 가능하다. 엠로가 글로벌하게 유일한 제품을 판매 중이기 때문에, 완전히 동일한 peer를 찾기는 어렵다. 다만 SaaS 기반의 기업용 솔루션 대표 기업들인 세일즈포스, 서비스나우, 워크데이 등을 peer로 참고할 수 있다. 특정 산업용 SW 중에는 어도비, 오토데스크, 비바 시스템즈 등이 있고, 최근 온프레미스에서 클라우드로 전환되며 시장을 확대하는 기업 중에는 팔란티어 테크놀로지 등이 있다.

다만 엠로의 경우, 시장이 한국에서 글로벌로 큰 폭 성장하는 스토리를 가지고 있다. 따라서 글로벌 수주가 본격적으로 시작되면 추가적인 프리미엄이 가능할 것이라고 판단한다.

표 48. 엠로 밸류에이션 시나리오 분석 (백만원)

Target EV/Revenue	7.00	8.00	9.00	10.00
예상 매출	91,082			
Target EV	637,577	728,660	819,742	910,825
Net debt(cash)	70,000	70,000	70,000	70,000
시가총액	707,577	798,660	889,742	980,825
주식수	11.200	11.200	11.200	11.200
Target Price	63,200	71,400	79,500	87,600
현재주가(24/7/4)	54,500	54,500	54,500	54,500
상승여력	15.9%	30.8%	45.8%	60.7%

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

표 49. 엠로 실적 테이블 (백만원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023	2024F	2025F
매출(연결)	**14,288**	**15,027**	**16,456**	**17,403**	**14,625**	**20,680.0**	**26,078.5**	**29,470.1**	**58,623**	**63,174**	**90,854**	**91,082**
YoY growth(%)	6.7%	-0.8%	6.7%	18.7%	2.4%	37.6%	58.5%	69.3%	24.7%	7.8%	43.8%	0.3%
seasonality	22.6%	23.8%	26.0%	27.5%	12.4%	22.8%	28.7%	32.4%	-	-	-	-
SCM 구축/컨설팅	8,081	9,657	11,174	12,007	9,202	15,323.4	15,716.1	15,277.5	30,572	40,919	55,519.0	45,845.3
YoY growth(%)	-6.2%	3.0%	19.5%	34.4%	13.9%	58.7%	40.6%	27.2%	10.8%	33.8%	35.7%	-17.4%
% of total revenue	56.6%	64.3%	67.9%	69.0%	62.9%	63.1%	64.3%	65.0%	52.2%	64.8%		
라이선스	2,519	1,942	1,823	1,559	1,296	3,678.7	3,139.4	3,808.0	5,752	7,813	11,922.1	15,276.7
YoY growth(%)	62.5%	-16.2%	-14.7%	-18.1%	-48.6%	89.4%	72.2%	144.3%	-18.5%	35.8%	52.6%	28.1%
% of total revenue	17.6%	12.9%	11.1%	9.0%	8.9%	14.1%	12.5%	11.0%	9.8%	12.4%	52.6%	28.1%
기술료	2,483	2,452	2,360	2,590	2,750	4,646.6	4,004.7	4,782.1	6,969	9,885	15,083.8	19,328.0
YoY growth(%)	-3.6%	-1.2%	-3.8%	9.7%	6.2%	69.0%	-13.8%	19.4%	-14.3%	41.8%	0.5	0.3
% of total revenue	25.1%	24.8%	23.9%	26.2%	18.2%	30.8%	26.9%	24.1%	11.9%	15.6%	16.9%	16.9%
클라우드	1,205	1,109	1,099	1,247	1,377	2,526.6	2,258.5	2,166.6	1,556	4,557	8,328.7	10,632.4
YoY growth(%)	32.3%	14.3%	-21.8%	-0.3%	14.3%	127.8%	105.5%	73.7%	-59.3%	192.9%	82.8%	27.7%
% of total revenue	8.4%	7.4%	6.7%	7.2%	9.4%	10.2%	9.9%	12.7%	2.7%	7.2%	9.2%	11.7%
수주(단위: 억원)	**13,800**	**14,040**	**14,550**	**15,170**	**16,470**	-	-	-	-	-	-	-
YoY growth	23.2%	11.3%	12.1%	13.7%	19.3%	-	-	-	-	-	-	-
수주잔고 대비 매출	**103.5%**	**107.0%**	**113.1%**	**114.7%**	**88.8%**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
매출총이익	**17,379**	**5,656**	**6,363**	**6,693**	**5,165**	**7,858.3**	**10,501.3**	**11,604.8**	**22,822**	**24,154**	**35,129.3**	**35,980.3**
YoY growth(%)	-474.1%	-2.7%	-1.4%	13.2%	-129.7%	38.9%	65.0%	73.4%	16.2%	5.8%	45.4%	2.4%
총이익률	-121.6%	37.6%	38.7%	38.5%	35.3%	0.0%	0.0%	0.0%	38.9%	38.2%	38.7%	39.5%
판매비와 관리비	**11,999**	**4,493**	**5,066**	**5,595**	**5,134**	**7,238.0**	**9,195.8**	**10,188.9**	**16,336**	**19,491**	**31,756.7**	**31,621.5**
YoY growth(%)	-398.0%	11.8%	18.2%	39.7%	-142.8%	61.1%	81.5%	82.1%	26.5%	19.3%	62.9%	-0.4%
% of total revenue	-84.0%	29.9%	30.8%	32.1%	35.1%	35.0%	35.3%	34.6%	27.9%	30.9%	35.0%	34.7%
영업이익	**5,380**	**1,163**	**1,297**	**1,098**	**31**	**620.3**	**1,305.5**	**1,415.8**	**6,486**	**4,663**	**3,372.6**	**4,358.8**
YoY growth(%)	-967.7%	-35.0%	-40.2%	-42.4%	-100.6%	-46.7%	0.7%	28.9%	-3.7%	-28.1%	-27.7%	29.2%
영업이익률	**-37.7%**	**7.7%**	**7.9%**	**6.3%**	**0.2%**	9.8%	11.0%	9.7%	**11.1%**	**7.4%**	-83.8%	4.4%
당기순이익	**5,231**	**14,977**	**7,859**	**4,971**	**619**	**254.0**	**217.3**	**156.2**	**6,584**	**26,454**	**738.5**	**1,083.2**
YoY growth(%)	-413.4%	-1260.1%	-511.5%	-390.0%	-111.8%	-98.3%	-102.8%	-103.1%	22.7%	-501.8%	-102.8%	46.7%
순이익률	**-36.6%**	**-99.7%**	**-47.8%**	**-28.6%**	**4.2%**	**-45.6%**	**-17.7%**	**-8.4%**	**11.2%**	**-41.9%**	**0.8%**	**1.2%**

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

표 50. Peer 차트

	산업 분류	기업명	티커	시가총액 (십억원)	P/E (x) 1FY	P/B (x) 1FY	PSR (x) 1FY	매출(십억원)			영업이익(십억원)	
								23	24F	매출증가율	23	24F
국내	클라우드	더존비즈온	012510 KS	2,126.8	37.5	4.5	5.3	304	354	16.2%	45.5	69.1
		엠로	058970 KS	618.9	123.8	19.1	7.8	59	63	7.8%	6.5	4.7
		한글과컴퓨터	030520 KS	532.0	14.0	1.5	1.8	242	271	12.0%	25.0	34.2
	플랫폼	네이버	035420 KS	25,952.9	16.4	1.0	2.4	8,220	9,671	17.6%	1,304.7	1,488.8
		카카오	035720 KS	17,780.2	40.4	1.7	2.1	7,107	7,557	6.3%	581.1	460.9
		카페24	042000 KS	879.2	56.0	4.5	3.0	266	278	4.5%	(21.3)	(3.1)
글로벌 (GAAP 기준)	중소기업 타겟	인튜이트	INTU US	254,861.0	39.0	9.7	11.3	12.7	14.4	12.9%	2.6	3.1
		허브스팟	HUBS US	41,358.6	79.5	17.5	11.6	1.7	2.2	25.4%	(0.1)	(0.2)
	대기업 타겟	오라클	ORCL US	548,582.4	22.9	21.5	6.8	50.0	53.0	6.0%	13.1	15.4
		SAP	SAP US	338,931.0	38.9	4.9	6.7	29.5	31.2	5.7%	6.1	5.8
	Horizontal 솔루션	세일즈포스	CRM US	344,893.6	25.9	3.9	6.6	31.4	34.9	11.2%	1.0	5.0
		서비스나우	NOW US	226,169.3	58.8	16.9	14.9	7.2	9.0	23.8%	0.4	0.8
		워크데이	WDAY US	83,485.6	32.7	7.2	6.9	7.3	7.3	0.0%	0.3	0.3
	Vertical 솔루션	어도비	ADBE US	349,720.7	31.3	16.1	11.7	17.6	19.4	10.2%	6.1	6.7
		오토데스크	ADSK US	74,211.3	30.5	17.2	8.8	5.0	5.5	9.8%	1.0	1.1
		비바 시스템스	VEEV US	41,065.2	29.7	5.3	10.9	2.2	2.4	9.7%	0.5	0.4

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

엠로의 제품

주요 제품 및 서비스

동사의 주요 제품은 SMARTpro, SMARTrfx 등 기업용 공급망 관리 SW와 SMART item doctor 등 AI SW이다. 해당 제품은 고객맞춤형으로 On-premise 혹은 Cloud SaaS의 두 가지 방식으로 제공 가능하다.

표 51. 엠로 주요 제품 및 서비스

사업부문	제품 및 서비스		설명
기업용 공급망관리 SW	SMARTsuite		원가 관리, 조달 구매, 전자계약, 협력사 관리 등 구매 업무 전반의 최적화를 도모하는 통합 솔루션
	Procure to Pay	SMARTpro	구매요청, 발주/입고, 검수 평가
		SMARTrfx	다양한 유형의 전자 입찰 진행을 통한 효율적이고 투명한 협력사 선정 지원
		SMART linked pricing	시스템 기반의 납품대금 연동 및 약정서 관리
		SMARTcms	체계화된 품목 분류 및 정보 관리 지원
	Contract Management	SMARTcontract	계약 조류 별 전자계약 업무 관리
	Supplier Management	SMARTvs	신규 협력사 등록심사 및 등급 관리
		SMARTsrm	협력사 평가 기반 협력사 별 맞춤형 관리 전략
		SMARTrisk	협력사 재무·비재무 등 리스크 관리
		SMARTc&b	모기업과 n차 협력사간의 협업관리
	Cost Management	SMARTtarget	제품 개발부터 양산 과정 내 목표원가 관리
		SMARTcost	원가 관리 체계 구축 및 원가 시뮬레이션
	사용자 편의성	SMART workplace	사용자별 개인화된 업무 진척 현황 관리
		SMARTsearch	신속한 구매 업무 수행을 위한 고급 검색 엔진
	Admin/Portal	SMARTcommon	조직/기준정보/권한/직무/시스템 관리 등 다양한 관리자 특화 기능
	구매혁신 컨설팅		명확한 구매업무 체계 수립을 위한 컨설팅
AI SW	SMART item doctor		Item Master Lifecycle 관리
	SMART spend doctor		비용 자동분류 & 지출 분석
	SMART quotation doctor		협력사 견적가 적정성 분석
	SMART cost doctor		신규 모델의 부품 원가 추천
	Dynamic Optimizer		기간 변동에 따른 최적 판매가격 추천
	SMART demand forecasting		다양한 요인(Factor) 기반의 지능형 수요예측
	SMART price doctor		개별 자재의 기간별 단가 예측
	SMART dashboard		사용자 기반 동적 데이터 분석
	SMART ai studio		통합 AI 개발 플랫폼
공급망 관리 클라우드 서비스	emroCloud		클라우드 SaaS 방식의 구매 시스템
	AnySign		전자서명/계약 통합관리 플랫폼

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

고객사 추이

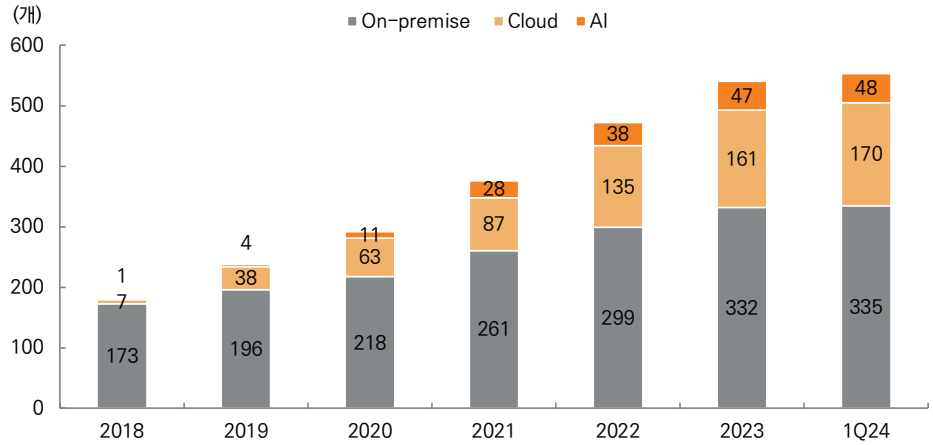
동사는 1Q24 기준 553개의 고객사를 보유하고 있으며, 그 중 On-premise 고객사는 335개, Cloud 고객사는 170개, AI 고객사는 48개이다. 글로벌 공급망 리스크 대응 및 구매 경쟁력 강화를 위하여 구매 공급망관리 및 AI SW 도입 수요가 꾸준히 증가함에 따라, 동사의 고객사 추이도 지속 증가 추세에 있다.

표 52. 엠로 주요 고객사

산업군	기업명
전기/전자/반도체	삼성전자, 삼성전기, 삼성SDI, SK하이닉스, LG전자, LG이노텍 등
자동차	현대모비스, 현대위아, 한온시스템, LS오토모티브, HL만도, 한국타이어 등
화학/정유	SK이노베이션, SK종합화학, SK에너지, SK케미칼, LG화학, 한화케미칼 등
건설/철강/기계	삼성엔지니어링, 삼성물산, 현대로템, 한화건설, 현대엔지니어링, 포스코 등
서비스/소비재	삼성SDS, 삼성바이로직스, 현대오토에버, 포스코DX, SK텔레콤, KT 등
의료/공공/금융	한국전력공사, 한국지역난방공사, 한국수력원자력, 국민건강보험, 우리은행 등

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

그림 127. 엠로 고객사 추이



자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

기업 소개

연혁

엠로(058970)는 국내 1위 AI 기반 기업용 공급망관리(SCM) SW 전문기업이다. 동사는 공급망관리 SW와 AI 기반 디지털혁신 SW를 주력 비즈니스로 영위하고 있으며, 고객사의 상황에 맞게 On-Premise(구축형) 혹은 Cloud SaaS 서비스 방식으로 제공하고 있다. 동사는 1Q24 기준 553개의 고객사를 보유 중에 있으며, 기업의 구매 업무 혁신 및 효율적 공급망 관리 수요 증가에 맞춰 글로벌 SCM 시장으로 사업 영역을 확장하고 있다.

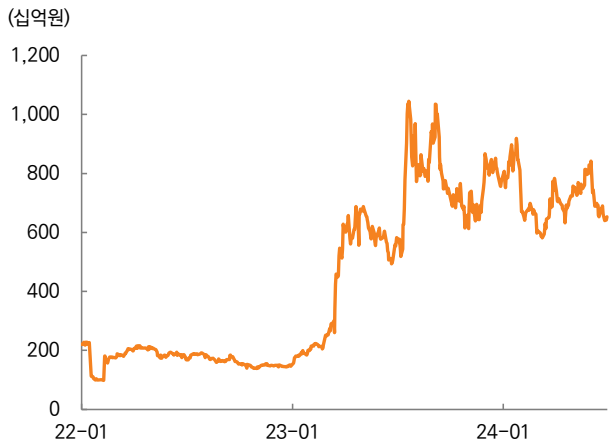
동사는 2000년 글로벌 경영 컨설팅 기업인 A.T. 커니 출신들이 주축이 되어 설립되었으며, 2005년 현 대표인 송재민 대표가 취임하며 구매 공급망관리의 컨성팅 경험을 기반으로 본격적인 솔루션 사업 확장에 나섰다. 동사는 2016년 4월 28일 코넥스 시장에 상장된 후, 2021년 8월 13일 코스닥 시장에 상장했다. 이후, 2023년 8월 MSCI 스몰캡 지수로 편입됐으며 같은 해 11월 코스닥 150 지수로 편입되었다.

표 53. 주요 연혁

시기	내용
2016.04.28	코넥스 시장 상장
2017.04.24	SMARTsuite V9.0 "GS인증" 획득 (한국정보통신기술협회 제17-0152)
2017.11.22	"SW R&D 성과" 과학기술정보통신부 장관상 수상
2017.12.13	㈜레이컴 인수를 통한 IoT 사업 진출
2018.06.12	㈜에이아이더 설립을 통한 AI 사업 진출
2019.02.01	SaaS 방식의 엠로클라우드 서비스 런칭
2019.09.18	엠로/레이컴 IoT 기반 건축물 균열 감지 모니터링 플랫폼 특허 획득
2020.10.20	2020 제6회 대한민국 굿컴퍼니대상, SCM 플랫폼 부문 대상 수상
2020.11.23	기계학습 기반 아이템을 분류하는 방법 및 장치외 3건 특허출원
2021.04.23	한국거래소 코스닥시장 상장예비심사청구
2021.05.31	제8회 대한민국 코넥스대상 최우수 기술상 수상
2021.06.10	기계학습기반 아이템을 분류하는 방법 및 장치 등 총 4건 특허 취득
2021.08.13	코스닥 시장 상장
2022.09.22	2022년 한국IR대상 특별상 수상
2022.09.28	2022년 4차 산업혁명 우수기업 산업통상자원부 장관상 수상
2022.11.22	기업 구매담당자를 위한 온라인 커뮤니티 서비스 BUYBLE 런칭
2022.12.15	2022 대한민국ICT대상 과학기술정보통신부 장관상 수상
2023.05.29	기계 학습 기반 정보 제공 방법 및 장치에 관한 일본 특허 등록
2023.05.31	삼성에스디에스(주) 자회사 편입
2023.06.07	기계학습기반 정보제공방법 및 장치에 관한 일본 특허 등록
2023.07.06	2023년 코스닥 라이징스타 선정
2023.08.11	MSCI 스몰캡 지수 신규 편입
2023.10.11	2023년 한국 IR대상 우수상 수상
2023.10.31	2023년 국가생산성 대상 대통령 표창
2023.11.23	코스닥150 지수 신규 편입
2024.02.22	'제23회 대한민국 SW 기업 경쟁력 대상' IT솔루션 부문 우수상 수상

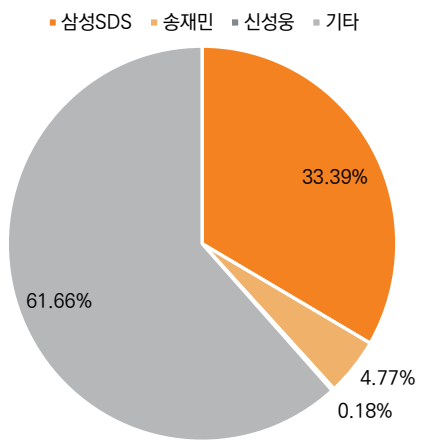
자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

그림 128. 엠로 시가총액 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 129. 엠로 주주 현황



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
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

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

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 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.