엠로(058970.KQ) 매수(유지)

NDR 후기: 착실하게 쌓아온 1년

통신/소프트웨어 담당 정원석
T.02)2004-9092
jeong.won-seok1@shinyoung.com

현재주가(11/18) 38,450원
목표주가(12M, 유지) 50,000원

Valuation Indicator

(배,%,원)	24A	25F	26F
PER	40.0	60.3	38.3
PBR	8.9	5.3	4.8
EV/EBITDA	65.2	39.3	29.7
ROE	31.9	8.5	12.3
DPS	0	0	0

Key Data (기준일: 2025. 11. 18)

KOSPI(pt)	3953.62
KOSDAQ(pt)	878.70
액면가(원)	500
시가총액(억원)	4,752
발행주식수(천주)	12,360
평균거래량(3M,주)	67,465
평균거래대금(3M, 백만원)	2,912
52주 최고/최저	83,000 / 38,450
52주 일간Beta	1.6
배당수익률(25F,%)	0.0
외국인지분율(%)	2.1
주요주주 지분율(%)	
삼성에스디에스 외 2 인	39.9 %
국민연금공단	7.2 %

Company Performance

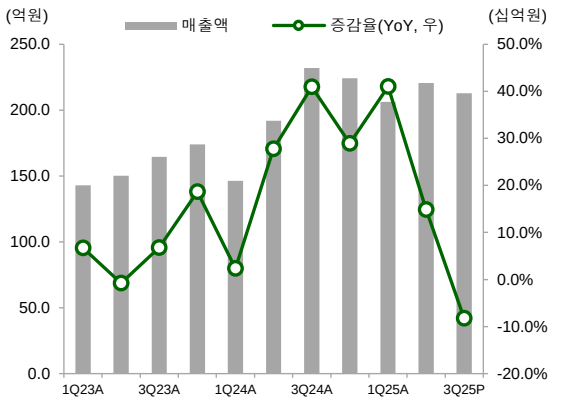
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.9	-11.6	-24.9	-43.3
KOSDAQ대비 상대수익률	-7.9	-19.7	-38.0	-55.5

Company vs KOSDAQ composite

기대에 미치지 못하는 실적, 그럼에도 불구하고

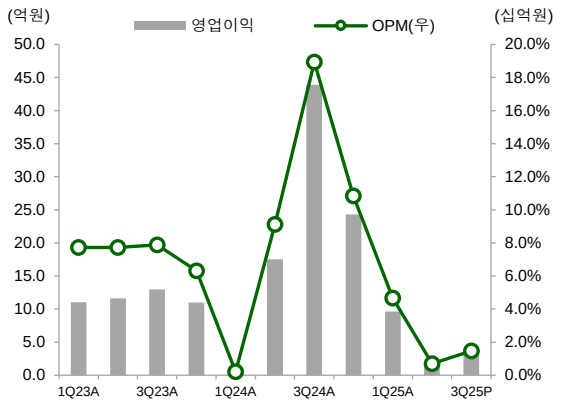
- 2025년 3분기 연결 매출액은 전년 동기 대비 8% 하락한 213억원, 연결 영업이익은 전년 동기 대비 93% 감소한 3억원을 기록함. 삼성전자 차세대 SRM 사업이 마무리단계에 접어듦에 따라 용역 매출(SCM 구축/컨설팅)이 전년 동기 대비 19% 감소하였으며, 인력 채용과 성과급 조기 인식으로 인해 인건비가 증가한 것이 영업이익 하락의 주요 원인임. 해외 시장 진출을 위해 회사 규모를 확장하는 과정에서 고정비가 확대되고 있으나, 아직 해외 매출이 본격 확대되지 못하는 과도기 구간에 있다고 판단함
- 동사는 삼성SDS 아메리카와 2024년 12월 리셀러 계약을 체결한 후 북미 SRM 시장으로 진출하였고, 현재까지 3개 고객사를 확보함. 지난 1년은 그동안 해외 시장 진출을 위해 갖추어야 할 다양한 역량과 요건을 갖추었던 한 해임. 가장 중요한 것은 '인증'과 '레퍼런스'인데, 동사는 글로벌 소프트웨어 보안 인증(SOC2)을 취득하고, IDC, FORRESTER 등 주요 컨설팅 기관의 SRM 리포트에 등재되는 등 해외 고객사 확보를 위한 형식적인 요건을 갖춤
- 앞으로 중요한 것은 초기 고객사로부터 긍정적인 레퍼런스를 확보하는 것, 동사는 기존에 글로벌 소프트웨어 시장에서의 인지도가 없었던 만큼, 글로벌 고객사들의 리뷰가 무엇보다 필요한 상황, 현재 동사의 솔루션을 도입한 고객사들이 추가 모듈 도입을 추진하고 있는 만큼, 긍정적인 레퍼런스를 확보하는 데에는 어려움이 없을 것으로 판단함. 이는 이후 해외 고객사 확대를 가속화할 중요한 열쇠가 될 전망임

도표 1. 엠로 분기별 매출액 추이



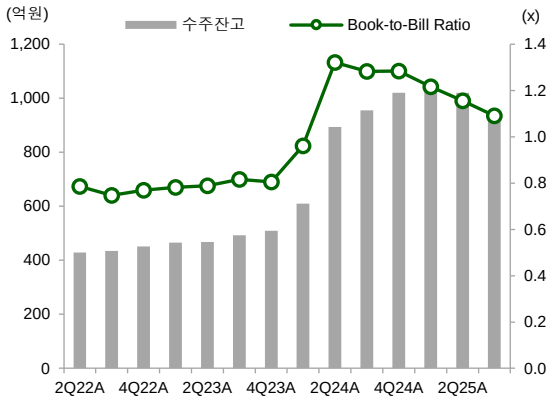
자료: 엠로, 신영증권 리서치센터

도표 2. 엠로 분기별 영업이익 추이



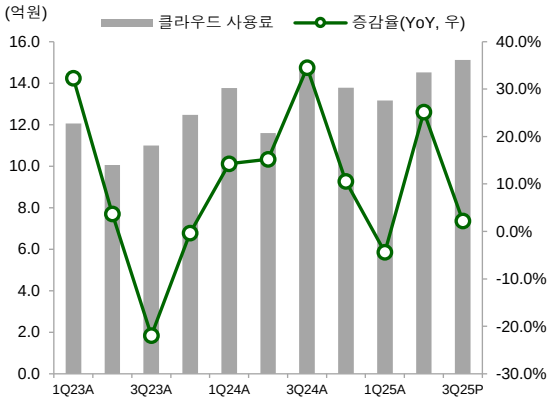
자료: 엠로, 신영증권 리서치센터

도표 3. 엠로 수주잔고 추이



자료: 엠로, 신영증권 리서치센터

도표 4. 엠로 클라우드 매출 추이

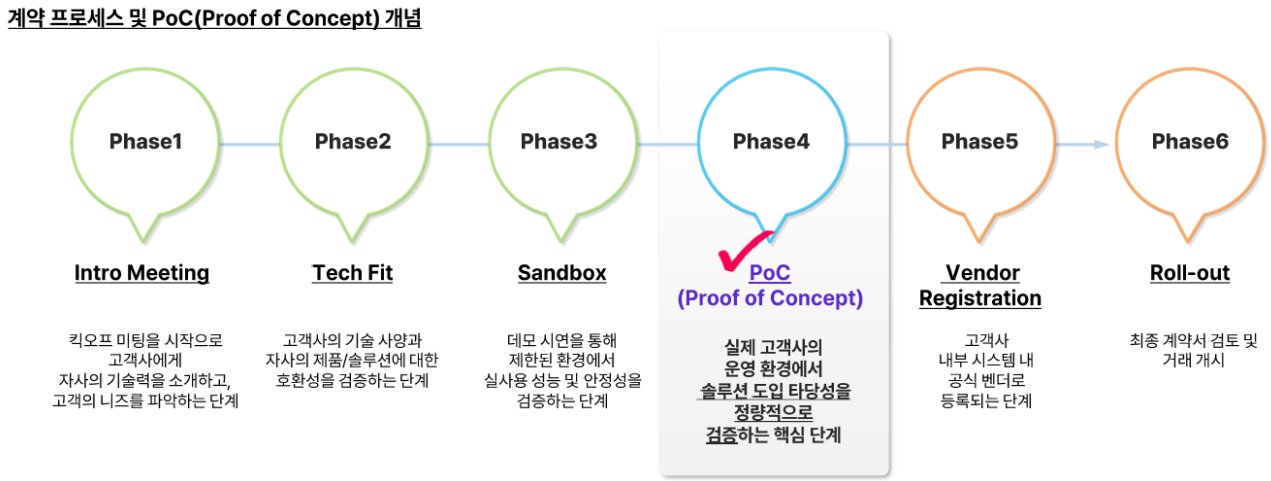


자료: 엠로, 신영증권 리서치센터

PoC를 통해 강화될 케이덴시아의 경쟁력

- 그동안 해외 고객사향 매출이 본격화되지 않았던 가장 큰 이유는 해외 고객사를 대상으로 진행하는 PoC(개념증명) 과정이 길어졌기 때문임, 해외 고객사들이 도입하고 있는 모듈(Design to Source 모듈)은 제품 양산 전 (제품 설계 및 개발 단계)부터 목표 원가를 관리하고, 원재료비를 최적화할 수 있는 기능으로 다른 SRM 소프트웨어들과는 차별화된 기능임, 해외 고객사들에게도 낯선 솔루션인 만큼 긴 PoC 과정이 필요함
- 해외 고객사들이 추가 기능을 요구하는 점도 PoC가 길어지는 요인, 해외 고객사들이 공통적으로 필요로 하는 기능들이 동사의 SaaS 제품(클라우드 소프트웨어) 케이덴시아에 추가됨에 따라, PoC에서 매출화까지 걸리는 시간은 점차 단축될 것으로 예상됨
- 한편 강화된 기능들을 SaaS 제품(클라우드 소프트웨어)인 케이덴시아에 추가해 표준화한다면, 매출 증가에 따른 영업 레버리지 효과를 기대해볼 수 있음, 고객사마다 맞춤형으로 솔루션을 개발하는 '온프레미스(On-premise)' 와 달리, SaaS는 고객사들에게 표준화된 제품을 공급할 수 있어 추가적인 개발 비용 없이 매출을 확대할 수 있음, 동사의 중장기 해외 클라우드 영업이익률 목표는 20% 이상임

도표 5. o9 SCP와 엠로 SRM의 통합



자료 : 엠로, 신영증권 리서치센터

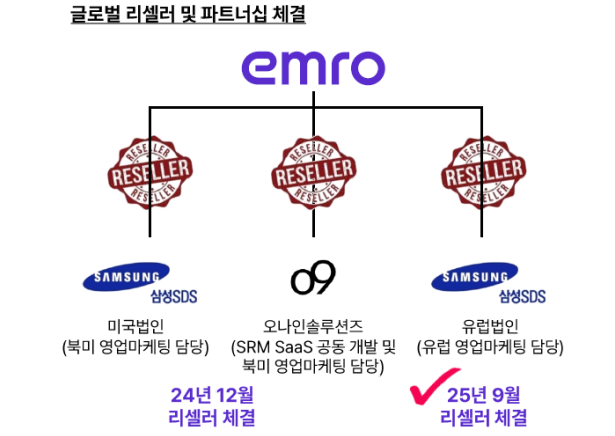
도표 6. o9 SCP와 엠로 SRM의 통합

자료 : 엠로, 신영증권 리서치센터

투자의견 매수 및 목표주가 50,000원 유지

- 투자의견 매수 및 목표주가 50,000원을 유지함, 해외 매출 확대에 대한 기대감이 여전히 유효한 상황이지만, 단기적 성과와 실적에 대한 아쉬움으로 인해 주가는 지속적으로 조정받고 있음, 현재 주가 기준 상승여력은 30%
- 삼성SDS 아메리카에 이어 삼성SDS 유럽과 올해 9월 리셀러 계약을 체결하여 유럽의 제조 기업들을 대상으로 PoC를 진행 중임, 유럽의 경우 SRM 소프트웨어에 대한 보급률이 더욱 낮아, 동사 솔루션에 대한 반응이 더욱 긍정적인 것으로 파악됨
- 기존에 리셀러 파트너사였던 오나인 솔루션즈의 영업도 2026년부터 본격화될 가능성이 큼, 그동안 성과가 없었던 가장 큰 이유는 오나인 솔루션즈의 플랫폼에 동사의 SRM 소프트웨어를 통합하는 과정이 필요했기 때문임, 현재 제품화 과정이 막바지에 달했으며, 2025년 내 마무리될 것으로 예상되는 상황임
- 에이전틱 AI의 수익화가 시작되었다는 점도 긍정적임, 동사의 에이전틱 AI 기능을 도입할 경우, 구매 시스템에서 챗봇을 통해 관련 업무를 질의하거나, 구매 관련 문서 및 리포트를 작성하는 등 다양한 업무 수행이 가능해짐. 삼성전자 프로젝트를 통해 최초로 에이전틱 AI 기능을 제공하였으며, 다음 고객사들에 대한 PoC도 진행중인 것으로 파악됨

도표 7. 엠로 Caidentia 소개

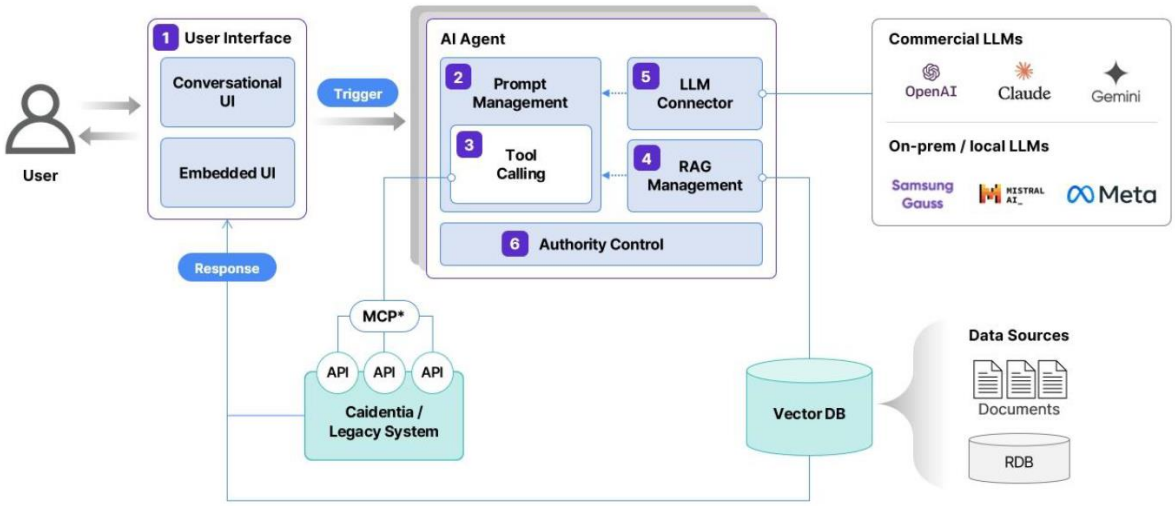


자료: 엠로, 신영증권 리서치센터

도표 8. 엠로 Caidentia 소개

자료: 엠로, 신영증권 리서치센터

도표 9. o9 SCP와 엠로 SRM의 통합



자료 : 엠로, 신영증권 리서치센터

도표 10. o9 SCP와 엠로 SRM의 통합

Procurement Guide Agent 1 RAG on documents '구매 비즈니스 규칙 정의 문서'를 기반으로 RAG를 수행하여 사용자 질문에 응답하는 가이드 에이전트 (직/간접 조달, 전략적 소싱, 협력사 관리 등 포함)	**DB Search Agent** 2 RAG on DB tables Caidentia 내 데이터베이스 테이블을 기반으로 사용자 질문에 응답하는 DB 질의 응답형 RAG 에이전트	**Caidentia Assistant** 3 RAG on documents & DB tables Caidentia 내 메뉴 검색, FAQ 등을 챗봇 인터페이스로 제공하며, 문서와 DB를 동시에 검색하여 응답하는 에이전트
SRM Copilot 4 Tool calling 사용자의 지시에 따라 적절한 API를 호출하고 실행 결과를 제공하는 에이전트	**Similar Item Search Agent** 5 RAG on documents & DB tables 사용자가 찾고자 하는 속성과 유사한 품목을 과거 발주 내역 테이블에서 탐색하여 응답하는 에이전트	**Quotation SQL Agent** 6 Text2SQL 데이터베이스 내 공급사 견적 데이터를 기반으로, 다양한 유형의 사용자 질문에 SQL 기반 분석/추론 응답을 생성하는 에이전트
Supplier Financial Curator Inference, generation 내부 및 외부 재무 데이터를 기반으로 공급사의 재무 상태를 정리하고 인사이트를 제공하는 에이전트	**Market Intelligence Agent** Tool Calling, Inference, generation 크롤링된 뉴스 기사 등 외부 정보를 요약하고, 시장 동향에 대한 추론을 통해 사용자 질의에 응답하는 에이전트	**Contents Creation Agent** Tool Calling, generation 시스템 데이터 및 헤더 정보를 기반으로 입찰공고문, 평가서, 품의서 등의 각종 문서의 초안을 생성하는 에이전트

자료 : 엠로, 신영증권 리서치센터

도표 11. 엠로 분기 실적 추정 (단위: 억원)

구분	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25P	4Q25F	2024A	2025F	2026F
매출액	146	192	232	224	206	221	213	236	795	876	1,011
YoY	2.4%	27.8%	41.0%	28.9%	41.0%	14.9%	-8.2%	5.3%	25.8%	10.2%	15.4%
<부문별 매출액>											
용역매출	92	128	159	152	139	148	129	146	532	561	524
라이선스 수익	13	20	25	25	19	18	23	14	83	74	82
기술지원	28	32	34	33	35	40	47	58	126	180	273
클라우드 사용료	14	12	15	14	13	15	15	18	54	61	131
<부문별 매출액 YoY>											
용역매출	13.9%	32.8%	42.3%	26.9%	50.6%	15.3%	-19.1%	-4.3%	29.9%	5.5%	-6.5%
라이선스 수익	-48.6%	4.5%	34.4%	60.7%	49.6%	-10.5%	-7.4%	-42.5%	5.6%	-9.9%	10.3%
기술지원	10.8%	31.3%	42.7%	27.8%	27.9%	25.0%	38.2%	74.9%	27.9%	42.2%	51.9%
클라우드 사용료	14.3%	15.2%	34.5%	10.5%	-4.4%	25.2%	2.2%	31.7%	18.3%	13.0%	115.1%
영업이익	0	18	44	24	10	2	3	31	86	45	99
YoY	-97.2%	50.8%	83.5%	121.5%	3030.2%	-91.3%	-92.8%	26.6%	84.6%	-47.6%	120.6%
OPM	0.2%	9.1%	18.9%	10.8%	4.7%	0.7%	1.5%	13.0%	10.8%	5.1%	9.8%
당기순이익	6	87	62	31	10	-6	17	31	186	54	100
YoY	-54.2%	158.2%	178.3%	162.5%	67.5%	-106.3%	-71.9%	1.0%	170.3%	-71.2%	86.9%
EBITDA Margin	4.2%	45.4%	26.5%	13.9%	5.0%	-2.5%	8.1%	13.3%	23.4%	6.1%	9.9%
지배순이익	7	87	61	31	11	-5	19	31	186	57	100
YoY	-51.1%	157.8%	176.2%	162.7%	66.1%	-105.2%	-69.3%	0.6%	169.6%	-69.6%	76.8%
NPM	4.5%	45.4%	26.3%	13.9%	5.3%	-2.1%	8.8%	13.3%	23.4%	6.5%	9.9%

자료: 엠로, 신영증권 리서치센터

도표 12. 엠로 목표주가 산정 (단위: 억원)

구분	가치	비고
Fwd 12M 지배순이익	100	2026F 지배순이익
유통주식수(백만주)	12	
Fwd 12M EPS(원)	810	
Target PER(배)	60	해외 고성장 SaaS 기업들 평균
적정주가(원)	48,598	
목표주가(원)	**50,000**	
현재주가(원)	38,450	
상승여력	30.0%	

자료: 신영증권 리서치센터

엠로(058970.KQ) 추정 재무제표

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 132개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 140% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 152개월 동안 추천일 종가대비 ±160% 이내의 등락이 예상되는 경우 5555
매도 : 향후 172개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -180% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20250930)	매수 : 87.41%	중립 : 11.89%	매도 : 0.7%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
엠로	-	-	-	-	-	-	-	-

엠로 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-11-19	매수	50000		
2025-10-22	매수	50000		