

엠로 (058970)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | Mid-Small Cap | 2025.8.18

2Q25 Review: 일단 개발할 것이 많다

2Q25 Review

동사의 2Q25 실적은 매출액 221억원(+14.9% yoy), 영업이익 2억원(-91.3% yoy)을 기록하였다. 매출액 성장은 경성적인 수주잔고 증가 흐름에 따른 것이며, 영업이익 감소 흐름은 상반기 SW 개발 인력 위주의 대규모 채용(임직원 수 +10.5% yoy) 및 평균 임금 인상(+10% yoy 이상), 일회성 행사비(8억원)에 기인한 것이다. 동사의 2Q25 구축형 제품 신규 수주잔고는 1,010억원, 분기 신규 수주액은 136억원이다.

4Q25 이후 북미 대형 고객사 확보 기대

동사의 협력사인 o9 Solutions는 2009년 미국에서 설립된 SCP SaaS(제품명: Digital Brain) 기업으로 미국 내 소비재 및 리테일 기업(Nestle, Walmart, Starbucks, Pepsico 등)을 주요 고객사로 두고 있으며, 자사 제품을 SAP IBP, Oracle SCM Cloud 등 기업용 SCM 솔루션에 SCP를 모듈 형태로 공급한다. 엠로는 o9 Solutions에 탑재 가능한 SRM 모듈을 4Q25에 개발 완료할 계획으로, 2026년부터 동사의 북미 고객선 확대가 기대된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 하향 조정

엠로에 대해 투자의견은 매수 유지, 목표주가는 51,900원으로 하향 조정한다. 목표주가 조정은 2025E EPS 추정치 하향 조정에 Target PER(동종기업 SAP, 서비스나우의 평균 PER 45x) 하락이 반영된 것이다. 당사는 ①기존 계약의 매출액 인식 시점이 2026~2027년으로 지연되는 점, ②SW 개발인력 조기 확보에 따른 인건비 부담 증가를 고려하여 동사의 2025E 영업이익 추정치를 수정하였다.

동사의 3월말 수주잔고 기준 신규 수주액은 2023년(2Q22~1Q23) 395억원 → 2024년 526억원 → 2025년 939억원 → 2026E 892억원 → 2027E 1,026억원의 흐름이다. 2026년 추정치는 2025년 대비 95% 수준(그룹 편입 이후 기저 효과 고려)을 가정, 2027년부터의 성장률은 SRM 산업 평균 성장률인 15%를 적용하였다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	63.2	79.5	99.8	120.2	137.0
영업이익	4.7	8.6	16.0	25.4	36.1
순이익	-26.5	18.6	14.4	21.2	29.5
EPS (원)	-2,385	1,531	1,180	1,752	2,427
증감률 (%)	적전	흑전	-22.9	48.5	38.6
PER (x)	-28.9	42.1	38.1	25.7	18.5
PBR (x)	27.3	8.9	5.3	4.4	3.6
영업이익률 (%)	7.4	10.8	16.1	21.1	26.3
EBITDA 마진 (%)	12.8	14.5	19.0	23.5	28.5
ROE (%)	-67.7	31.9	15.0	18.8	21.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 엠로, LS증권 리서치센터



Analyst 정우성
wsjung@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	51,900 원
현재주가	45,000 원
상승여력	15.3 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (08/14)	815.26 pt
시가총액	5,556 억원
발행주식수	12,347 천주
52 주 최고가/최저가	83,000 / 42,200 원
90 일 일평균거래대금	44.79 억원
외국인 지분율	3.1%
배당수익률(25.12E)	0.0%
BPS(25.12E)	8,456 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -11.4%
	6개월 -50.5%
	12개월 -50.4%
주주구성	삼성에스디에스 (외 3인) 40.0%
	국민연금공단 (외 1인) 8.2%
	엠로우리사주 (외 1인) 1.2%

Stock Price

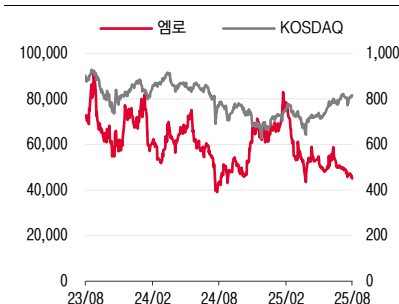
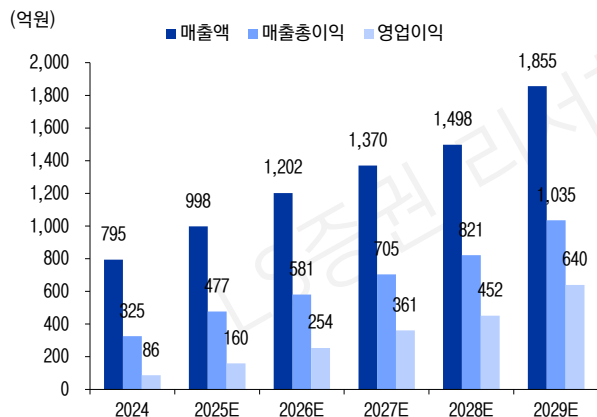


표1 연간 실적 추정

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	632	795	998	1,202	1,370
YoY	7.8%	25.8%	25.6%	20.5%	14.0%
구축용역	409	532	688	827	829
라이선스	78	83	94	113	113
기술지원	99	126	141	158	179
클라우드	46	54	75	105	250
내수	45	52	67	85	202
수출	0	2	8	20	48
YoY					
구축용역	12.8%	29.9%	29.4%	20.2%	0.2%
라이선스	-1.2%	5.6%	13.7%	20.2%	0.2%
기술지원	-0.2%	27.9%	11.7%	12.0%	12.8%
클라우드	0.4%	18.3%	38.4%	40.1%	139.0%
내수	0.2%	14.8%	28.3%	27.4%	137.5%
수출	33.3%	458.3%	300.0%	145.2%	145.2%
% of Sales					
구축용역	64.8%	66.9%	69.0%	68.8%	60.5%
라이선스	12.4%	10.4%	9.4%	9.4%	8.2%
기술지원	15.6%	15.9%	14.2%	13.2%	13.0%
클라우드	7.2%	6.8%	7.5%	8.7%	18.2%
내수	7.2%	6.5%	6.7%	7.1%	14.7%
수출	-	0.3%	0.8%	1.6%	3.5%
영업이익	47	86	160	254	361
% of sales	7.4%	10.8%	16.1%	21.1%	26.3%
% YoY	-28.1%	84.6%	86.4%	58.2%	42.2%

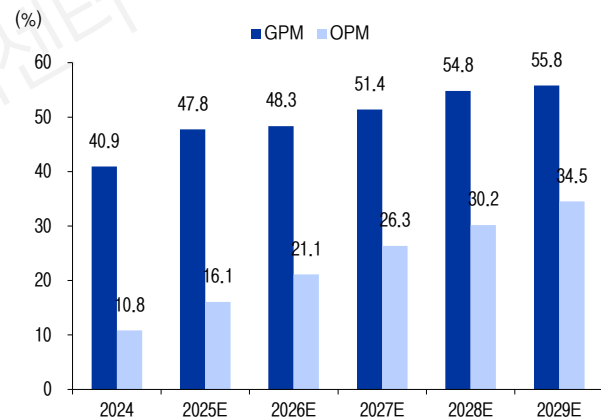
자료: LS증권 리서치센터

그림1 연간 실적 추정



자료: LS증권 리서치센터

그림2 연간 마진을 추정



자료: LS증권 리서치센터

표2 엠로 PER Valuation

항목	2021	2022	2023	2024	2025E
Target PER(x)					44.7
EPS(원)					1,161
발행주식수(천주)					12,347
지배주주순이익(억원)	54	64	-267	186	143
추정 시가총액(억원)					6,403
현재주가(원)					45,000
추정주가(원)					51,900
상승여력(%)					15.3

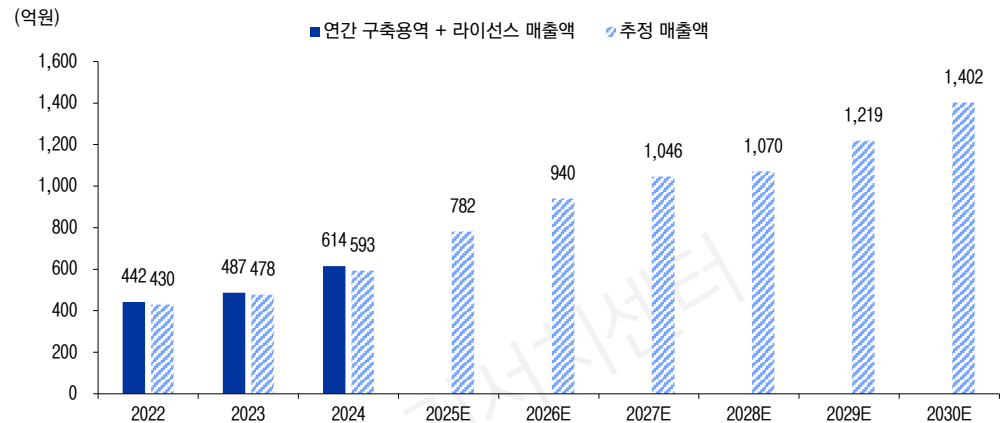
자료: LS증권 리서치센터

(단위: 백만 USD)	사명	엠로	SAP	서비스나우	더존비즈온
티커		058970 (코스닥)	SAP (독일)	NOW(미국)	012510 (코스피)
시가총액		400	343,489	176,979	1,494
주가수익률	1 개월	-9.0	-7.8	-11.1	-17.9
	3 개월	-16.0	-8.9	-17.8	15.4
	1 년	4.3	23.4	2.3	22.8
매출액	2023	48	33,752	8,971	272
	2024	58	36,971	10,984	295
	2025E	77	43,275	13,179	313
	2026E	86	48,230	15,623	342
	2027E	98	54,499	18,551	362
영업이익	2023	4	6,272	762	55
	2024	6	5,046	1,364	65
	2025E	10	12,167	4,023	75
	2026E	14	14,183	4,907	84
	2027E	19	16,614	6,015	94
OP margin(%)	2023	7.4	18.6	8.5	20.4
	2024	10.8	13.6	12.4	21.9
	2025E	13.6	28.1	30.5	24.1
	2026E	16.4	29.4	31.4	24.4
	2027E	19.7	30.5	32.4	25.9
PER(x)	2023	n/a	43.1	82.6	19.8
	2024	40.0	88.2	150.9	29.4
	2025E	32.8	39.1	50.2	30.1
	2026E	27.6	33.0	42.7	26.6
	2027E	22.1	27.8	35.5	24.5
ROE(%)	2023	-67.7	14.7	27.3	4.8
	2024	31.9	7.1	16.5	15.8
	2025E	17.3	14.9	22.7	12.2
	2026E	17.2	16.7	20.7	12.9
	2027E	17.9	17.9	20.2	13.2

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

주: 2025년 8월 14일 종가 기준

그림3 연간 구축용역 + 라이선스 매출액 추정

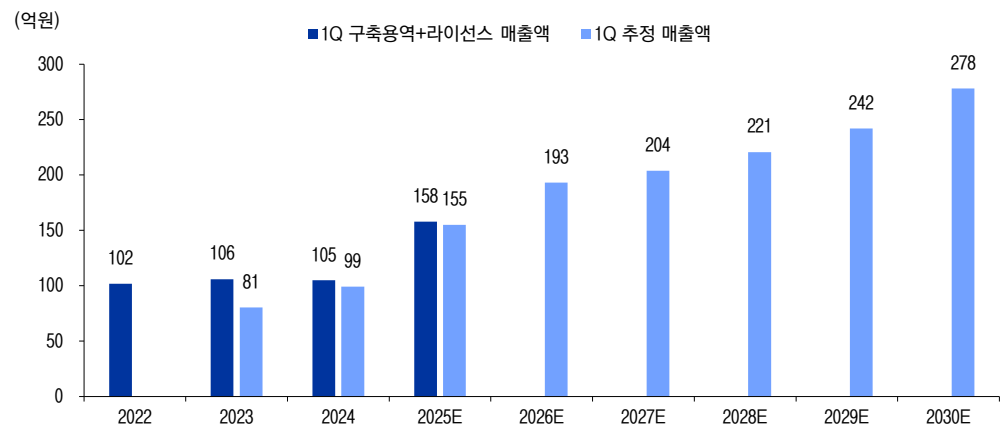


자료: LS증권 리서치센터,

주1: 추정값 = 1Q 구축용역 + 라이선스 매출액 + 3월말 수주잔고 * 80%

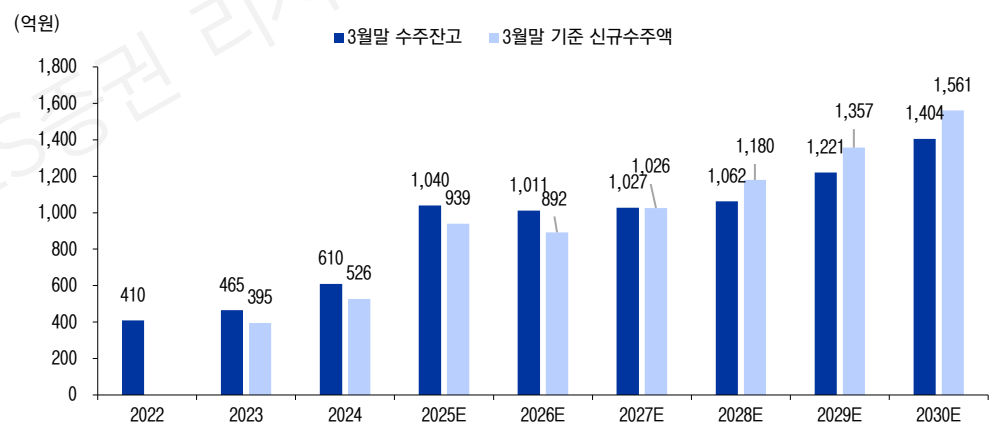
주2: 2025E 추정치는 3월말 수주잔고 * 60% 적용, 나머지 20%는 2026~2027E 추정치에 가산

그림4 1Q 구축용역 + 라이선스 매출액 추정



자료: LS증권 리서치센터, 주: 1Q 구축 & 라이 추정값 = 작년 3월말 수주잔고 * 10% + 3월말 기준 신규수주액 * 10%

그림5 3월말 수주잔고 및 신규수주액 매출액 추정



자료: LS증권 리서치센터, 주: 3월말 수주잔고 = 작년 3월말 수주잔고 10% + 3월말 기준 신규수주액 - 1Q 구축&라이 매출액

엠로 (058970)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	27.5	36.9	47.3	62.5	87.6
현금 및 현금성자산	11.1	21.7	31.1	44.4	67.9
매출채권 및 기타채권	6.4	8.1	9.1	11.0	12.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	9.9	7.1	7.1	7.1	7.1
비유동자산	64.1	65.5	73.5	81.5	87.6
관계기업투자등	3.3	1.6	2.1	2.5	2.8
유형자산	12.7	14.4	12.5	10.7	8.9
무형자산	6.7	8.7	7.7	6.6	5.5
자산총계	91.6	102.4	120.8	144.1	175.2
유동부채	59.5	9.2	13.2	15.1	16.7
매입채무 및 기타채무	9.6	5.3	9.3	11.2	12.8
단기금융부채	47.1	0.7	0.7	0.7	0.7
기타유동부채	2.9	3.3	3.3	3.3	3.3
비유동부채	3.2	4.2	4.3	4.3	4.3
장기금융부채	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
기타비유동부채	1.7	2.6	2.6	2.7	2.7
부채총계	62.7	13.4	17.5	19.4	21.0
지배주주지분	28.3	88.5	102.8	124.1	153.6
자본금	5.6	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	21.4	65.6	65.6	65.6	65.6
이익잉여금	-7.2	11.2	25.6	46.9	76.4
비지배주주지분(연결)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
자본총계	28.9	89.0	103.3	124.6	154.1

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	6.7	14.2	9.8	13.8	23.9
당기순이익(손실)	-26.5	18.6	14.4	21.2	29.5
비현금수익비용가감	38.0	-3.2	-7.6	-7.5	-5.7
유형자산감가상각비	1.1	1.8	1.8	1.8	1.8
무형자산상각비	2.3	1.1	1.1	1.1	1.1
기타현금수익비용	34.6	-6.2	-10.5	-10.4	-8.6
영업활동 자산부채변동	-4.4	-0.1	3.0	0.0	0.0
매출채권 감소(증가)	2.4	-1.1	-1.0	-1.9	-1.5
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	-0.5	-1.3	4.0	1.9	1.6
기타자산, 부채변동	-6.3	2.4	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-2.7	-8.2	-0.4	-0.4	-0.3
유형자산처분(취득)	-1.2	-5.3	0.0	0.0	0.0
무형자산 감소(증가)	-1.3	-2.5	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	0.2	0.0	-0.4	-0.4	-0.3
기타투자활동	-0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	3.5	4.5	0.0	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	3.5	-0.4	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	7.4	10.6	9.4	13.3	23.5
기초현금	3.7	11.1	21.7	31.1	44.4
기말현금	11.1	21.7	31.1	44.4	67.9

자료: 엠로, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	63.2	79.5	99.8	120.2	137.0
매출원가	39.0	46.9	52.1	62.1	66.6
매출총이익	24.2	32.5	47.7	58.1	70.5
판매비 및 관리비	19.5	23.9	31.6	32.7	34.4
영업이익	4.7	8.6	16.0	25.4	36.1
(EBITDA)	8.1	11.5	18.9	28.3	39.0
금융손익	-1.1	-0.5	0.4	0.4	0.4
이자비용	1.1	1.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-30.6	11.5	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-27.1	19.6	16.4	25.8	36.5
계속사업법인세비용	-0.6	1.0	2.0	4.5	7.0
계속사업이익	-26.5	18.6	14.4	21.2	29.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-26.5	18.6	14.4	21.2	29.5
지배주주	-26.7	18.6	14.3	21.3	29.5
총포괄이익	-26.7	17.5	14.4	21.2	29.5
매출총이익률 (%)	38.2	40.9	47.8	48.3	51.4
영업이익률 (%)	7.4	10.8	16.1	21.1	26.3
EBITDA 마진률 (%)	12.8	14.5	19.0	23.5	28.5
당기순이익률 (%)	-41.9	23.4	14.4	17.7	21.5
ROA (%)	-32.4	19.2	12.8	16.1	18.5
ROE (%)	-67.7	31.9	15.0	18.8	21.3
ROIC (%)	5.7	12.5	20.0	27.5	35.3

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	-28.9	42.1	38.1	25.7	18.5
P/B	27.3	8.9	5.3	4.4	3.6
EV/EBITDA	100.2	66.4	27.8	18.1	12.6
P/CF	67.1	51.1	80.1	39.9	23.0
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	7.8	25.8	25.6	20.5	14.0
영업이익	-28.1	84.6	86.4	58.2	42.2
세전이익	적전	흑전	-16.0	56.8	41.5
당기순이익	적전	흑전	-22.5	47.5	39.0
EPS	적전	흑전	-22.9	48.5	38.6
안정성 (%)					
부채비율	217.5	15.1	16.9	15.6	13.6
유동비율	46.1	400.8	357.4	412.8	524.0
순차입금/자기자본(x)	129.3	-21.9	-27.9	-33.9	-42.6
영업이익/금융비용(x)	4.1	8.5	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	48.5	2.3	2.3	2.3	2.3
순차입금 (십억원)	37.3	-19.5	-28.9	-42.2	-65.7
주당지표(원)					
EPS	-2,385	1,531	1,180	1,752	2,427
BPS	2,524	7,276	8,456	10,208	12,635
CFPS	1,029	1,263	562	1,129	1,959
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

엠로 목표주가 추이		투자 의견 변동내역					
(원)	주가 목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비
100,000		2025.07.08	신규	정우성			
80,000		2025.07.08	Buy	66,600	-23.7	-27.5	
60,000		2025.08.18	Buy	51,900			
40,000							
20,000							
0							
23/08							
24/02							
24/08							
25/02							
25/08							

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정우성).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	89.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15%~+15% 기대	10.8%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2024.7.1 ~ 2025.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)