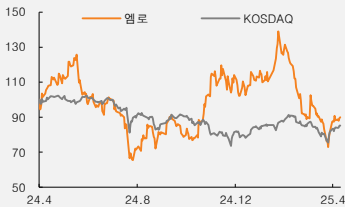


Not Rated

목표주가	—
현재주가(25/4/24)	53,700원
상승여력	—

영업이익(25F,십억원)	—
Consensus 영업이익(25F,십억원)	—
EPS 성장률(25F,%)	—
MKT EPS 성장률(25F,%)	—
P/E(25F,x)	—
MKT P/E(25F,x)	—
KOSDAQ	726.08
시가총액(십억원)	656
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	58.5
외국인 보유비중(%)	4.1
베타(12M) 일간수익률	1.18
52주 최저가(원)	39,100
52주 최고가(원)	83,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.1	15.0	-15.4
상대주가	-5.9	16.3	0.4



[글로벌 소프트웨어/통신서비스]

김수진
soojin.kim@miraeasset.com

엠로

글로벌 세 번째 계약 성사

매출 증가세 이어지고, 글로벌 지출로 비용은 확대

1Q25 매출 206.3억원(+41% YoY), 영업이익 9.63억원을 기록했다. 1Q는 통상적으로 계절적 비수기기 때문에, 삼성전자 프로젝트를 진행하는 상황에서 추가적인 신규 수주 확대가 용이한 환경이 아니었다. 글로벌 진출에 박차를 가하면서 비용도 계속 발생하고 있다. 사업 확대와 함께 인력 충원이 이어지고 있고, 글로벌 사업에 대한 비용도 함께 늘어나고 있기 때문에 아직까지는 이익보다 성장에 초점을 맞출 수밖에 없는 상황으로 판단한다. 수주잔고는 1,040억원(+41.5% YoY)으로 높은 수준을 유지 중이다. 리드타임은 6~12개월로 매출화가 보장되어 있는 상황이다.

AI가 솔루션의 핵심 역할을 하고 있다. AI 고객사는 50여개사로, 현재 10%인 AI 매출 비중이 27년까지 20%에 달할 것으로 기대한다. AI를 통해 수요 예측, 비용 분석, 협력사 건적이 분석 등의 기능을 제공한다.

글로벌 탑 PC 서버 제조사와 세 번째 계약 성사

글로벌 프로젝트가 지금까지 세 건 발표됐다. 첫번째 기업은 지난해 11월 성사된 Plexus이란 전자제조서비스(EMS) 전문 기업이다. 이 회사의 2024년 기준 매출액은 40억달러다. 두번째 수주는 이달 발표된 Modine으로 열 관리 솔루션 기업이다.

4월 글로벌 탑 PC 서버 제조사와 디자인 두 소스 모듈을 계약하면서, 3번째 계약을 성사시켰다. 이 밖에 글로벌 산업 장비 제조사 등을 대상으로 영업 중이다. 국내에서 IT, 자동차, 정유화학, 제조, 유통 등 전방위적인 산업 이해도를 보유하고 있다. 따라서 이는 충분히 글로벌 진출에서 경쟁력으로 작용할 것으로 판단한다.

무역 분쟁은 SCM의 확실한 기회

트럼프 시대는 동사에게 기회로 연결된다. SCM 시장이 본격화된 것도 미중 무역전쟁으로 공급망 대란이 일어난 트럼프 1기였다. 또 다시 관세 전쟁이 시작된 현 시점에, 공급망 최적화를 통한 시간과 비용 절감은 기업들에게 선택이 아닌 필수 사항이다. 다만 SCM 특성상 산업 밸류체인에 맞춰 세부적인 작업이 필요하기에 계약을 진행할 때 시간이 소요될 수밖에 없다. 기다림은 길어지고 있지만, 경쟁력은 변치 않을 것이라고 판단한다. 현재 주가는 PSR 7.4배에 거래되고 있다. 글로벌 기업으로 도약한다면, 글로벌 peer와의 비교도 가능할 것으로 기대한다. 구독 모델 특성상 단기에 매출이 늘기 힘들지만, 경쟁력을 차곡차곡 쌓아가고 있다.

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (십억원)	40	44	55	59	75
영업이익 (십억원)	6	7	6	4	9
영업이익률 (%)	15	15.9	10.9	6.8	12
순이익 (십억원)	3	6	6	-27	19
EPS (원)	329	514	545	-2,432	1,619
ROE (%)	29.9	20.2	13.3	-70.6	32.6
P/E (배)	17.9	39.6	24.1	28.4	39.8
P/B (배)	4	5.3	2.9	28.4	9
배당수익률 (%)	0	0	0	0	0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

주요 계약 체결 기업 소개

Plexus (PLXS US)

Plexus는 1979년 설립된 미국 위스콘신주 니나 소재의 전자 제조 서비스(EMS) 전문 기업이다. 의료기기, 항공우주·방산, 산업 자동화, 통신 장비 등 고신뢰성과 복잡성을 요구하는 산업을 대상으로 설계·공급망·제조·사후서비스까지 전 과정을 통합 제공한다. 단순 위탁생산이 아닌 고부가가치 설계 역량과 고객 맞춤형 개발·검증·양산 체계를 중심으로, 고부가 시장에서 높은 진입장벽을 형성하고 있다.

사업은 미국, 아시아태평양(APAC), 유럽·중동·아프리카(EMEA) 3개 부문으로 운영된다. 아시아에서는 말레이시아, 중국, 태국 등에 생산 거점을 두고 있으며, 전사 매출의 절반 이상을 차지하는 핵심 지역이다. 2024 회계연도 기준 총 매출은 39.6억 달러이며, 이 중 의료·생명과학 부문이 18.7억 달러(전체의 약 47%)를 차지하는 핵심 사업군이다. 이 외에도 산업·상업(33%), 항공우주·국방(15%), 통신·네트워킹(5%) 순으로 매출이 구성되어 있다.

특히 고신뢰성을 요구하는 의료기기(체외진단기기, 영상진단장비 등), 군용 항공 전자장비, 산업용 로봇 제어시스템 등 복잡하고 규제 많은 제품군에 특화되어 있다. 설계 초기부터 제조 후 품질 추적에 이르기까지 통합형 서비스를 제공함으로써 타 EMS 기업 대비 높은 부가가치를 창출한다. 주요 고객사로는 GE Healthcare Technologies와 General Electric이 있으며, 약 190개의 고객사를 보유하고 있다.

Modine (MOD US)

Modine Manufacturing Company는 1916년 설립된 미국 위스콘신주 레이신 소재의 열 관리 솔루션 전문 기업이다. 상업용 HVAC부터 전기차 배터리 냉각, 데이터 센터 냉각 시스템에 이르기까지 다양한 열 교환 솔루션을 제공한다. 사업은 크게 기후 솔루션(Climatic Solutions)과 성능 기술(Performance Technologies)로 나뉜다.

기후 솔루션 부문은 주로 상업용·산업용 빌딩을 대상으로 고성능 공조 시스템을 공급하며, 유닛 히터, 루프탑 유닛, 적외선 히터, 덕트 퍼니스 등의 HVAC 제품과 공기처리유닛(AHU), 고성능 열 회수 환기장치 등이 포함된다. 특히 Airedale by Modine 브랜드를 통해 데이터 센터 냉각 분야에 특화된 공랭 및 액랭 시스템을 공급하며, 하이퍼스케일 및 엣지 컴퓨팅 수요 확대에 따라 이 부문 성장이 가속화되고 있다.

성능 기술 부문은 자동차 및 산업용 장비 분야에 특화된 열 관리 솔루션을 제공하며, 전기차(EV) 및 수소차용 배터리 냉각 플레이트, 파워트레인 열 제어 시스템, 산업용 발전기 및 기계용 열교환기 등이 주요 제품군이다. 특히 EV 및 연료전지차 전환 트렌드에 따라 관련 특허 확보 및 고객군 확대에 주력하고 있다.

2024년 기준 매출은 공랭 시스템(28%), 액랭 시스템(21%), 열전달 제품(18%), HVAC&R(15%), 데이터 센터 냉각 솔루션(12%), 전기차 중심 고급 열관리 솔루션(6~7%) 등으로 구성되며, 데이터센터 및 EV 부문의 매출 비중 확대가 지속되고 있다. 기술적으로는 배터리 냉각 플레이트, 냉각제 유출입 구조, 고효율 열교환기 모듈 등에 대한 특허 확보를 통해 고부가가치 제품 중심의 포트폴리오 전환을 진행 중이며, 유럽·아시아 시장에서도 사업 확장을 도모하고 있다.

표 1. 분기 실적추정표

(백만원, 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출 (연결)	14,288	15,027	16,456	17,403	14,625	19,200	23,199	22,432	20,627	22,529	23,430	23,530
YoY growth	6.7%	-0.8%	6.7%	18.7%	2.4%	27.8%	41.0%	28.9%	41.0%	17.3%	1.0%	4.9%
SCM 구축/컨설팅	8,081	9,657	11,174	12,007	9,202	12,824	15,903	15,237	13,854	15,286	15,874	14,698
YoY growth	-6.2%	3.0%	19.5%	34.4%	13.9%	32.8%	42.3%	26.9%	50.6%	19.2%	-0.2%	-3.5%
매출 대비 비중	56.6%	64.3%	67.9%	69.0%	62.9%	63.1%	64.3%	65.0%	60.5%	63.1%	64.3%	65.0%
라이선스	2,519	1,942	1,823	1,559	1,296	1,998	2,451	2,506	1,939	2,610	2,662	4,003
YoY growth	62.5%	-16.2%	-14.7%	-18.1%	-48.6%	2.9%	34.4%	60.7%	49.6%	30.7%	8.6%	59.7%
매출 대비 비중	17.6%	12.9%	11.1%	9.0%	8.9%	14.1%	12.5%	11.5%	14.6%	14.1%	12.5%	11.0%
기술료	2,483	2,452	2,360	2,590	2,750	2,750	2,750	3,311	3,517	3,108	3,383	3,130
YoY growth	7.3%	-1.4%	-6.5%	0.5%	10.8%	12.2%	16.5%	27.8%	27.9%	13.0%	23.0%	-5.5%
매출 대비 비중	17.4%	16.3%	14.3%	14.9%	18.8%	14.3%	11.9%	14.8%	17.3%	16.4%	15.4%	16.2%
클라우드	1,205	1,109	1,099	1,247	1,377	1,159	1,478	1,378	1,317	1,525	1,511	1,699
매출 대비 비중	8.4%	7.4%	6.7%	7.2%	9.4%	6.0%	6.4%	6.1%	11.7%	9.3%	14.0%	11.3%
매출총이익	-17,379	5,656	6,363	6,693	5,165	8,329	10,897	8,142	7,835	9,012	9,372	9,412
총이익률	-121.6%	37.6%	38.7%	38.5%	35.3%	43.4%	47.0%	36.3%	38.0%	40.0%	40.0%	40.0%
판매비와관리비	-11,999	4,493	5,066	5,595	5,134	6,578	6,505	5,709	6,872	7,209	7,545	7,647
YoY growth	적전	11.8%	18.2%	39.7%	흑전	46.4%	28.4%	2.0%	33.9%	9.6%	16.0%	34.0%
매출 대비 비중	-84.0%	29.9%	30.8%	32.1%	35.1%	34.3%	28.0%	25.5%	33.3%	32.0%	32.2%	32.5%
영업이익	-5,380	1,163	1,297	1,098	31	1,751	4,392	2,432	963	1,802	1,828	1,765
YoY growth	적전	-35.0%	-40.2%	-42.4%	흑전	50.6%	238.6%	121.5%	3006.5%	2.9%	-58.4%	-27.4%
영업이익률	-37.7%	7.7%	7.9%	6.3%	0.2%	9.1%	18.9%	10.8%	4.7%	8.0%	7.8%	7.5%
당기순이익	-5,231	-14,977	-7,859	-4,971	619	8,717	6,153	3,110	1,036	1,464	1,476	1,412
YoY growth	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	67.4%	-83.2%	-76.0%	-54.6%
순이익률	-36.6%	-99.7%	-47.8%	-28.6%	4.2%	45.4%	26.5%	13.9%	5.0%	6.5%	6.3%	6.0%
EPS	-467	-1,337	-702	-444	55	778	549	278	93	131	132	126

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적추정표

(백만원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출 (연결)	58,623	63,174	79,456	90,116	103,312
YoY growth	24.7%	7.8%	25.8%	13.4%	14.6%
SCM 구축/컨설팅	30,572	40,919	53,166	58,792	61,785
YoY growth	10.8%	33.8%	29.9%	10.6%	5.1%
매출 대비 비중	52.2%	64.8%	66.9%	65.2%	59.8%
라이선스	5,752	7,813	10,695	12,530	17,219
YoY growth	-18.5%	35.8%	36.9%	17.2%	37.4%
매출 대비 비중	9.8%	12.4%	13.5%	13.9%	16.7%
기술료	6,969	9,885	15,151	12,530	17,219
YoY growth	-10.0%	41.8%	53.3%	-17.3%	37.4%
매출 대비 비중	11.9%	15.6%	19.1%	13.9%	16.7%
클라우드	1,556	4,557	5,390	6,265	7,090
매출 대비 비중	2.7%	7.2%	6.8%	7.0%	6.9%
매출총이익	22,822	24,154	32,533	35,631	40,049
총이익률	38.9%	38.2%	40.9%	39.5%	38.8%
판매비와관리비	16,336	19,491	23,926	29,273	28,360
YoY growth	26.5%	19.3%	22.8%	22.3%	-3.1%
매출 대비 비중	27.9%	30.9%	30.1%	32.5%	27.5%
영업이익	6,486	4,663	8,606	6,358	11,688
YoY growth	-3.7%	-28.1%	84.6%	-26.1%	83.8%
영업이익률	11.1%	7.4%	10.8%	7.1%	11.3%
당기순이익	6,584	-26,454	18,599	5,388	9,596
YoY growth	22.7%	-501.8%	흑전	-71.0%	78.1%
순이익률	11.2%	-41.9%	23.4%	6.0%	9.3%

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

엠로 (058970)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
매출액	44	55	59	75
매출원가	25	33	37	44
매출총이익	19	22	22	31
판매비와관리비	12	15	18	23
조정영업이익	7	6	4	9
영업이익	7	6	4	9
비영업손익	0	1	-32	11
금융손익	0	0	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	7	7	-28	20
계속사업법인세비용	1	1	-1	1
계속사업이익	6	6	-27	19
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	6	6	-27	19
지배주주	6	6	-27	19
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	7	7	-28	17
지배주주	7	7	-28	17
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	9	9	7	11
FCF	4	-27	4	9
EBITDA 마진율 (%)	20.5	16.4	11.9	14.7
영업이익률 (%)	15.9	10.9	6.8	12.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	13.6	10.9	-45.8	25.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
유동자산	32	17	25	34
현금 및 현금성자산	19	3	10	21
매출채권 및 기타채권	8	9	6	7
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	5	5	9	6
비유동자산	23	56	64	65
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	7	39	12	14
무형자산	9	7	7	9
자산총계	55	72	89	99
유동부채	11	11	59	8
매입채무 및 기타채무	3	3	3	2
단기금융부채	0	3	47	1
기타유동부채	8	5	9	5
비유동부채	2	11	3	4
장기금융부채	0	10	1	2
기타비유동부채	2	1	2	2
부채총계	13	22	62	12
지배주주지분	41	50	27	87
자본금	3	6	6	6
자본잉여금	22	21	21	66
이익잉여금	13	20	-8	10
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	41	50	27	87

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
영업활동으로 인한 현금흐름	5	5	6	14
당기순이익	6	6	-27	19
비현금수익비용가감	6	5	38	-3
유형자산감가상각비	1	1	1	2
무형자산상각비	2	2	2	1
기타	3	2	35	-6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-6	-4	-4	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	-1	2	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	1	0	-1
법인세납부	0	-3	0	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	-3	-34	-3	-8
유형자산처분(취득)	-1	-32	-1	-5
무형자산감소(증가)	-1	0	-1	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	2	0	0
기타투자활동	0	-4	-1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	14	13	4	5
장단기금융부채의 증가(감소)	-9	13	21	-31
자본의 증가(감소)	17	2	0	45
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	6	-2	-17	-9
현금의 증가	16	-16	6	11
기초현금	4	19	3	10
기말현금	19	3	10	21

자료: 엠로, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (x)	39.56582	24.11066	-	39.84869
P/CF (x)	19.69227	12.93481	73.80995	48.94457
P/B (x)	5.336511	2.943902	28.42154	8.965839
EV/EBITDA (x)	21.27712	17.64040	111.1333	66.67590
EPS (원)	514	545	-2,432	1,619
CFPS (원)	1,033	1,017	935	1,318
BPS (원)	3,813	4,467	2,428	7,194
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 (%)	9.5	24.1	8.2	26.5
EBITDA증가율 (%)	9.7	-5.8	-17.9	57.1
조정영업이익증가율 (%)	17.7	-13.6	-32.6	118.6
EPS증가율 (%)	56.5	6.0	적전	흑전
매출채권 회전율 (회)	6.8	6.7	8.1	11.4
재고자산 회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전율 (회)	14.5	13.4	12.4	19.9
ROA (%)	12.3	9.6	-33.8	19.8
ROE (%)	20.2	13.3	-70.6	32.6
ROIC (%)	29.0	13.3	9.2	26.9
부채비율 (%)	31.8	44.2	228.0	13.7
유동비율 (%)	280.8	153.1	42.7	419.0
순차입금/자기자본 (%)	-47.7	19.2	142.6	-21.1
조정영업이익/금융비용 (x)	23.7	685.1	3.5	8.7

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.