

2019. 12. 2



▲ 스몰캡
Analyst **윤주호**
02. 6454-4876
juho.yoon@meritz.co.kr
RA **이창석**
02. 6454-4889
changseok.lee@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월) -

현재주가 (11.29) **42,550 원**

상승여력 -

KOSDAQ	632.99pt
시가총액	1,739억원
발행주식수	409만주
유동주식비율	58.10%
외국인비중	0.84%
52주 최고/최저가	48,600원/37,900원
평균거래대금	93.3억원

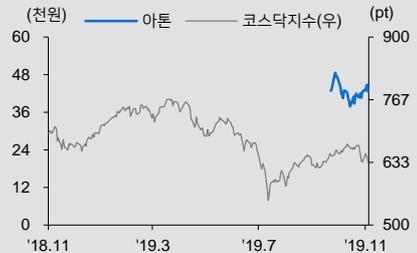
주요주주(%)

김중서 외 7 인	37.09
BNK자산운용	6.64

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.7	0.0	0.0
상대주가	5.7	0.0	0.0

주가그래프



아톤 158430

'20년 매출액을 봐야할 때

- ✓ '99년 설립, 핀테크 보안 솔루션 업체
- ✓ 주요 사업영역: 보안비즈니스(핀테크 보안솔루션), 플랫폼비즈니스(PASS인증서)
- ✓ '16년 OTP, 보안카드 의무사용 폐지에 따른 사설공인인증서 업체에 기회
- ✓ 주주구성: 최대주주 및 특수관계인 32.1%, 전환상환우선주 5.3% (락업 6개월) 등
- ✓ 다양한 금융권 고객 확대 및 핀테크 어플리케이션 증가 수혜

'19E 가이드스 조정 영향 및 '20E 기대점

'19E 연간 매출액 400억원에서 소폭 하향 조정했다. 추가로 IPO 비용과 미국 진출 준비, 추가인력 확장에 따라 연간 영업이익도 함께 조정되었다. 인건비를 제외한 2가지는 일시적인 비용으로 3Q19 이후 4Q19에는 QoQ 회복된다. 매출액 하향은 일부 SI 물량의 인식 지연에 따른 것으로 1Q20에 반영될 예정이다. 판관비만 크게 증가하지 않는다면 '20년 영업이익은 최소 130억원 이상 가능하다. 1Q20 매출액 성장이 가장 중요한 Key Driver다. '20E 추가적인 고객 확보(은행 1, 증권사 2)도 제시하여 중기적인 성장성은 지속된다.

신흥 핀테크 업체들의 밸류에이션은 PSR로 봐야할 때

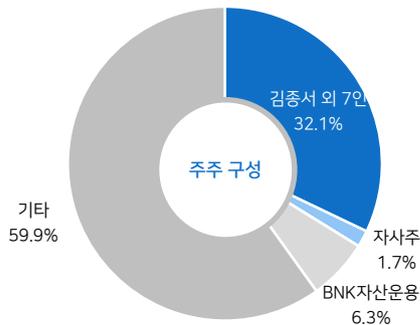
동사는 시가총액 1,738억원 기준(주가42,350원)으로 '20E PER 13배 수준이며 PSR은 3.2배이다. 핀테크 비상장 평균 PSR 2~3배, 웹캐시 PSR 4.5배 대비 낮다. 신규 아이템을 보유한 신흥 핀테크 상장기업들의 PSR은 4~6배 사이를 예상한다. 미국 핀테크(FinTech) ETF의 보유종목들의 평균 PSR은 6.5~7배이며 비상장 핀테크는 2~3배에 거래되고 있다. 핀테크(FinTech) 기업들은 매출액 성장이 중요하다.

라이선스 기반 매출과 금융권 고객 확대 수혜

보안비즈니스(핀테크 보안솔루션) 사업부 매출은 라이선스 기반으로 1) 사용자 다운로드 증가, 2) 휴대폰 교체 시, 3) 일정기간 지날 시에 새로 산정되어 Q가 증가하는 구조이다. 한번 다운로드 이후 고객이 줄지 않고 다른 채널(고객사) 추가시에 계단식 매출액 상승이 가능하다.

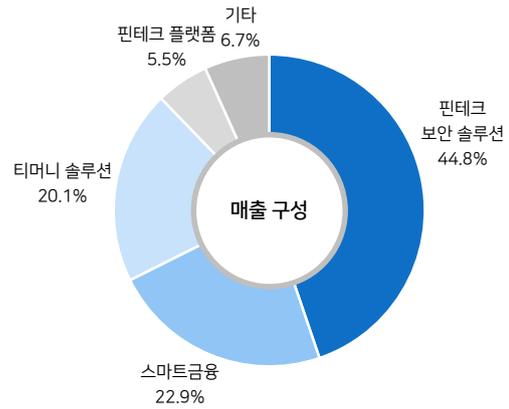
(억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015							0.0	0.0	0.0		
2016							0.0	0.0	0.0		
2017							0.0	0.0	0.0		
2018	280.3	35.3	40.4	1,485		3,277	0.0	0.0	-0.9	38.0	105.0
2019E	356.1	49.9	50.9	1,676	12.8	3,731	25.4	11.4	30.8	38.6	80.4

그림1 주주 구성



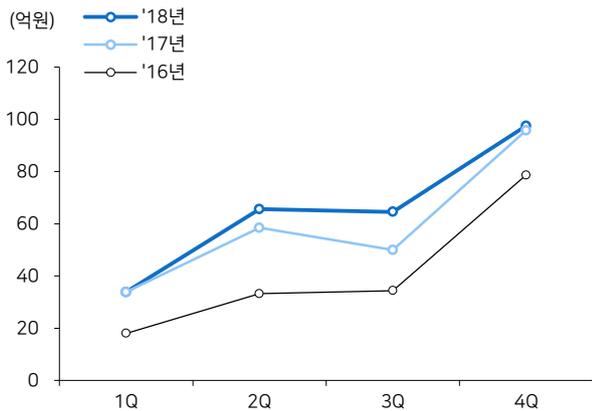
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 매출 구성(1H19)



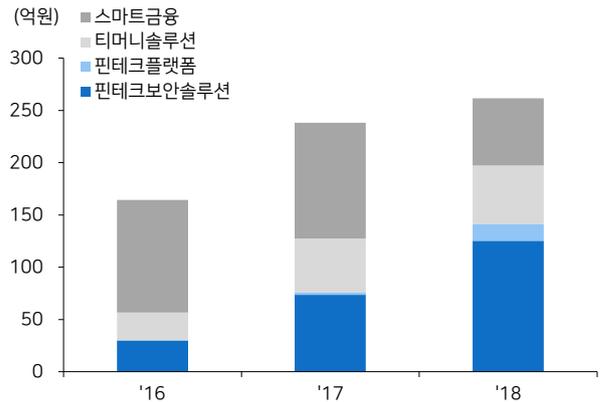
자료: 아톤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 연간실적 : 상저하고 패턴



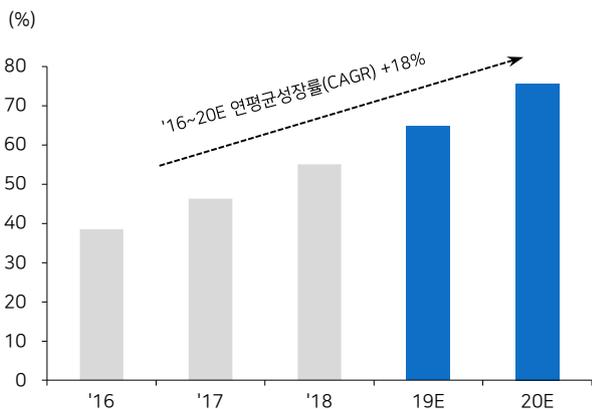
자료: 아톤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 사업부문별 매출액 ('16~'18)



자료: 아톤, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 세계 SaaS 시장 규모



자료: 아톤, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 금융 카테고리 Top 10 업 (아톤 솔루션 채택)

순위	서비스 명	고객 수(만명)
1위	KB스타뱅킹	1,600
2위	NH스마트뱅킹	1,550
3위	토스	
4위	카카오뱅크	
5위	신한 쉐(Sol)	970
6위	우리은행 원터치개인뱅킹	
7위	Hana 1Q Bank	
8위	i-ONAE뱅크 by IBK	800
9위	리브	400
10위	을원뱅크	370

자료: 아톤, 메리츠증권증권 리서치센터

아톤 (158430)

Income Statement

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	0.0	0.0	0.0	280.3	356.1
매출액증가율 (%)					27.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	156.3	206.5
매출총이익	0.0	0.0	0.0	124.0	149.6
판매관리비	0.0	0.0	0.0	88.7	99.7
영업이익	0.0	0.0	0.0	35.3	49.9
영업이익률	0.0	0.0	0.0	12.6	14.0
금융손익	0.0	0.0	0.0	-1.6	-2.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.0
세전계속사업이익	0.0	0.0	0.0	33.2	47.8
법인세비용	0.0	0.0	0.0	-7.7	-3.7
당기순이익	0.0	0.0	0.0	41.0	51.5
지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	40.4	50.9

Statement of Cash Flow

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
영업활동 현금흐름	0.0	0.0	0.0	38.3	46.3
당기순이익(손실)	0.0	0.0	0.0	41.0	51.5
유형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.8	4.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	4.2	0.0
운전자본의 증감	0.0	0.0	0.0	-9.1	-9.6
투자활동 현금흐름	0.0	0.0	0.0	-3.4	-70.7
유형자산의 증가(CAPEX)	0.0	0.0	0.0	-1.4	-15.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-18.3	-0.7
재무활동 현금흐름	0.0	0.0	0.0	5.6	-1.7
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	55.1	-1.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	29.6	0.0
현금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	40.5	-26.0
기초현금	0.0	0.0	0.0	43.7	84.2
기말현금	0.0	0.0	0.0	84.2	58.2

Balance Sheet

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
유동자산	0.0	0.0	0.0	141.1	195.8
현금및현금성자산	0.0	0.0	0.0	84.2	58.2
매출채권	0.0	0.0	0.0	29.4	50.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	2.2	3.5
비유동자산	0.0	0.0	0.0	82.8	94.1
유형자산	0.0	0.0	0.0	2.5	13.1
무형자산	0.0	0.0	0.0	45.6	45.6
투자자산	0.0	0.0	0.0	18.3	19.0
자산총계	0.0	0.0	0.0	223.9	290.0
유동부채	0.0	0.0	0.0	66.8	77.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	19.1	24.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	19.7	19.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	1.7	0.0
비유동부채	0.0	0.0	0.0	47.9	51.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	2.5	2.5
부채총계	0.0	0.0	0.0	114.7	129.2
자본금	0.0	0.0	0.0	14.4	14.4
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	15.3	15.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	0.0	0.0	0.0	78.1	129.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	2.8	3.5
자본총계	0.0	0.0	0.0	109.2	160.8

Key Financial Data

	2015	2016	2017	2018	2019E
주당데이터(원)					
SPS				10,294	11,723
EPS(지배주주)				1,485	1,676
CFPS				1,724	1,785
EBITDAPS				1,481	1,785
BPS				3,277	3,731
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	25.4
PCR	0.0	0.0	0.0	0.0	23.8
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	3.6
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	11.4
EBITDA	0.0	0.0	0.0	40.3	54.2
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	-0.9	30.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)				38.0	38.6
EBITDA 이익률				14.4	15.2
부채비율				105.0	80.4
금융비용부담률				0.8	1.2
이자보상배율(x)				16.6	11.9
매출채권회전율(x)				9.5	9.0
재고자산회전율(x)				129.5	126.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율