

## COMPANY ANALYSIS

BUY

## Stock Price

목표주가	8,320원
현재주가	5,450원
상승여력	52.6%

## Stock Information

시가총액	1,265억원
발행주식수	23,204,527주
유동주식비율	74.2%
52주 최고가	13,150원
52주 최저가	3,630원
외국인 지분율	1.96%
KOSPI	2441.85
KOSDAQ	670.94

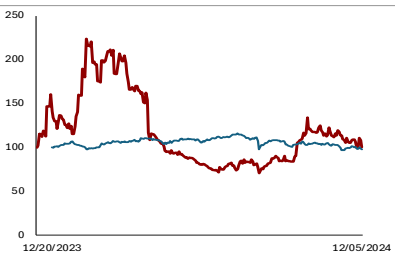
## Valuation Wide

Multiple	2024F	2025F	2026F
P/E	6.6	6.9	8.3
MKT P/E	N/A	N/A	N/A

## Share Performance

주가상승률	1M	6M	12M
절대주가(%)	-13.5%	26%	0.2%
상대주가(%)	-8.8%	11.4%	2.3%

## Price Trend



KUVIC Research Team N

메일 kuvic\_korea@naver.com

36기 Senior 주성민

## Who We Are



## 아이티센 (124500)

## D.O.G.E(Digital. Online. Gold. Enterprise)

## Key Point

## 1. 금 값이 금 값하네

금 가격은 2024년 전년 대비 40% 폭등하였다. 전세계 중앙은행들이 금리 인하로 정책 기조를 전환하면서 실질 금리가 하락 국면에 접어든 것은 금 가격 폭등의 시작이 될 수 있다. 뿐만 아니라 전세계적으로 지정학적 긴장이 고조되면서 안전자산에 대한 선호도가 높아지고 있으며, 특히 최근 한국의 정치적 불안과 원/달러 환율의 상승은 한국의 금값 폭등을 부채질할 수 있다. 또한 금은 일반적인 재화와 반대로 가격 상승이 수요 상승으로 이어져 동사의 한국 금거래소 제품의 ASP와 Q가 동시에 증가하고 매출액이 크게 상승할 수 있다.

## 2. 디지털자산 쓰나미

2024년은 디지털자산의 역사적인 한 해였다. 미국 SEC의 비트코인 현물 ETF 승인과 트럼프의 대통령 당선으로 비트코인 가격은 \$100,000를 돌파하였고, 디지털자산에 대한 관심이 크게 증가하였다. 동사는 증권토큰(STO), 실물자산토큰(RWA) 그리고 암호화폐까지 다양한 종류의 디지털 자산 거래를 지원하는 플랫폼 신사업을 준비중에 있다. 2025년부터 부산디지털자산거래소(BDX)와 하나증권과 협력한 STO 거래소 매출액이 본격적으로 발생할 전망이다. 디지털자산에 대한 법제화 논의가 진전을 이루면서 시장 선도자로서의 동사의 성장이 기대된다.

## 2026F 매출액 6조 592억, 영업이익 725억 전망

25년 26년 동사의 매출액은 각각 Base Case 기준 5조 5249억원(YOY +11%), 6조 592억원(YOY +9.7%)으로 전망하며, 영업이익은 각각 585억원(YOY +13.2%), 725억원(YOY 24%)으로 전망한다.

해당 실적은 한국금거래소 매출액 상승과 2025년부터 본격적으로 시작하는 신사업 확대에 의한 매출액 증가 등에 기인한다.

## 투자 의견 'Buy', 목표주가 '8,320원'

한국금거래소 매출이 급증했던 2021년 이후 금가격이 회복하면서 매출성장세가 둔화되었지만 2024년도부터 금의 본격적인 상승장이 시작되면서 매출이 다시 증가하고 있다. 또한 디지털자산 거래소 사업부문 확장은 안정적인 매출액 상승을 가능케 할 전망이다. 2026년 각 사업부문별 지배당기순이익 합 232억원에 Peer PER의 가중평균 8.3배를 Target Multiple로 사용하여 목표주가 8320원 투자 의견 'Buy'를 제시한다.

## Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (억 원)	28151	49797	55249	60592
YoY (%)	7.4%	76.9%	11%	9.7%
영업이익 (억 원)	307	517	585	725
YoY (%)	0%	68.4%	13.2%	24%
영업이익률 (%)	1.09%	1.04%	1.06%	1.20%
당기순이익 (억 원)	-60	341	386	464
EPS (원)	-258	1469	1663	1999
P/E (배)	N/A	3.7	3.3	2.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: 동사, KUVIC

## CONTENTS

<b>I. 산업분석</b>	<b>4</b>
금은 영원하다	4
금 가격 심상치 않을 겁니다	4
블록체인과 토큰화	7
디지털 자산 혁명의 시작	8
<b>II. 기업분석</b>	<b>10</b>
사업 부문별 매출	10
IT 서비스 부문	11
금 거래소 부문	11
신사업(디지털자산거래소)부문	12
주가추이 분석	13
<b>III. 투자 Point</b>	<b>14</b>
P상승 묻고 Q상승 더블로 가!	14
부산디지털자산 거래소 큰 거 온다	15
STO 플랫폼 하나 더 추가요	16
<b>IV. 투자 Risk</b>	<b>17</b>
럼프형이 금값에 악재라고?	17
토큰증권(STO) 법제화 불확실성	18
<b>V. Valuation</b>	<b>19</b>
매출 추정 논리	19
비용 추정 논리	22
Valuation Method	24

포괄손익계산서 (Base case)

단위 : 억원	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	22751	32809	26211	28151	49797	55249	60592
비IT 서비스 부문 매출액	18236	29149	19492	19127	38095	42158	45899
YOY	-	59.84%	-33.13%	-1.87%	99.17%	10.67%	8.87%
한국금거래소	18236	26514	17810	18355	38095	40614	43656
한국금거래소디지털에셋	-	2635	1682	772	-	-	-
부산디지털자산거래소	-	-	-	-	-	1104	1230
STO플랫폼	-	-	-	-	-	440	1013
기타	1	3618	1644	463	-	-	-
IT서비스 부문	4573	6187	7958	10040	11702	13090	14693
YOY	-	35.29%	28.62%	26.16%	16.55%	11.86%	12.24%
아이티센	1195	448	452	559	388	397	405
콤텍시스템	1923	2010	2123	2937	3749	4363	5035
쌍용정보통신	944	2051	2604	2581	3243	3451	3692
씨플랫폼	-	1076	1550	2211	2333	2387	2437
클로잇	-	-	218	1051	1989	2493	3123
기타	511	602	1011	701	-	-	-
매출원가	21828	31376	24657	26492	47710	52658	57597
% of sales	95.94%	95.63%	94.07%	94.11%	95.81%	95.31%	95.06%
매출총이익	923	1433	1554	1659	2087	2591	2995
판매비와 관리비	776	1117	1248	1352	1569	2004	2314
% of sales	3.41%	3.40%	4.76%	4.80%	3.15%	3.63%	3.82%
영업이익	147	316	306	307	517	585	725
OPM	0.65%	0.96%	1.17%	1.09%	1.04%	1.06%	1.20%
금융수익	157	79	189	139	161	171	159
금융원가	206	135	249	335	201	219	219
기타영업외손익	27	-170	151	-139	-35	-48	-14
종속기업, 공동지배기업및관계기업손익	-7	-17	15	35	12	37	-31
법인세비용차감전순이익	117	73	413	8	454	526	620
법인세비용	90	100	99	68	112	140	156
당기순이익	27	(27)	313	(60)	341	386	464
지배 당기순이익	61	(72)	17	6	166	175	233
NPM	0.12%	-0.08%	1.20%	-0.21%	0.69%	0.70%	0.77%

자료: 동사, KUVIC

# I. 산업분석

## 금은 영원하다

4000년 넘게 안전자산으로 인식되어 온 금

역사적으로 금은 휴대성과 교환 편의성이 높아 거래와 무역에서 교환의 매개체로 사용되었으며, 다양한 상품과 서비스의 가치를 표준화된 방식으로 측정하는데 사용되었다. 또한 변하지 않는 물리적 특성과 희소성으로 인해 인류 역사에서 가장 오랜 기간동안 안정적인 자산으로 인식되고 있다. 특히 **인플레이션이나 금융 위기와 같은 경제적으로 불안정한 상황에서도 가치를 보존할 수 있다는 점에서 대표적인 안전 자산에 속한다.**

20세기 초까지 세계 각국의 중앙은행들은 금의 보유량만큼 화폐를 발행할 수 있는 금 본위제도를 운영해왔다. 특히 1971년까지 브레튼우즈 체제 하에서 금은 1트로이온스당 \$35라는 고정 환율로 연결되었고, 다른 통화들의 가격은 달러에 연동되었다. 하지만 1971년 미국 닉슨 대통령이 금태환 중지를 선언하면서 금본위제도는 폐지되었고, 각국의 화폐들은 금과의 연결고리가 끊어진 신용화폐(Fiat Currency)로 전환되었다.

## 금 가격 심상치 않을 겁니다

금가격은 미국 달러의 가치와 반대로 움직이는 모습을 보여왔으며, 중앙은행의 통화정책, 인플레이션, 지정학적 위험 등에 크게 영향을 받는다.

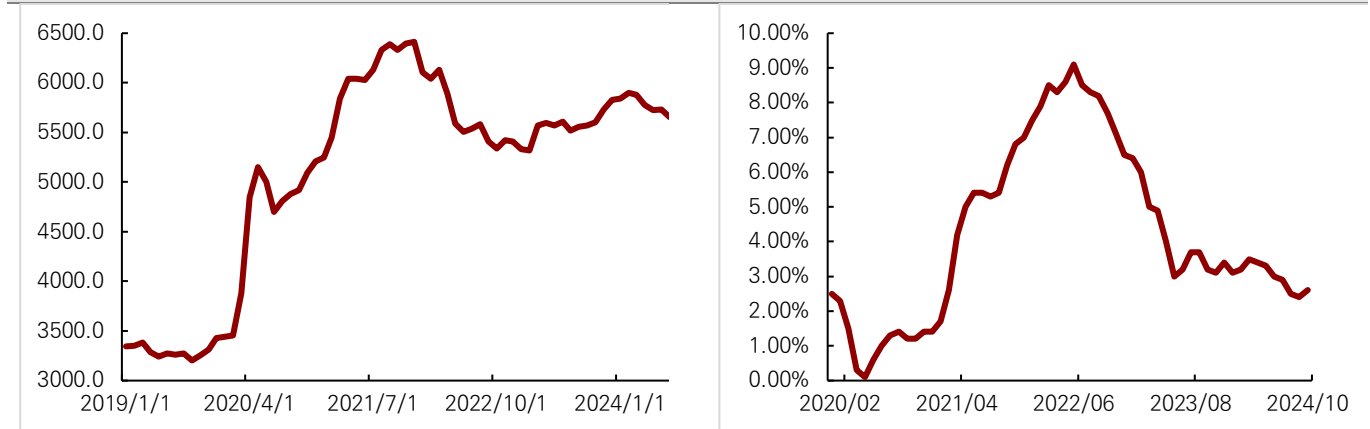
표 1. 금 가격 변동 요인

요인	방향	금 가격
미국 달러 가치	상승	하락
	하락	상승
인플레이션율	상승	상승
	하락	하락
통화량	상승	상승
	하락	하락
금리	상승	하락
	하락	상승
지정학적 위험	상승	상승
	하락	하락

자료: KUVIC

최근 5년간 거시 경제 환경은 금 가격의 폭등을 암시한다. 역사적으로 금 가격은 본원 통화량과 비례하고 달러 가치와 반비례하는데 2020년 코로나 팬데믹 발발 당시 미국 연방준비위원회는 기준금리를 0.25%까지 낮췄으며 유례없는 속도로 본원 통화량을 늘려 달러 가치가 크게 하락했었다. 이렇게 시중에 공급된 달러는 인플레이션을 자극하여 2022년 6월 미국 소비자 물가지수는 연9.1%까지 치솟는 등 1981년 이후 가장 높은 물가상승률을 기록했었다. 뿐만 아니라 2022년 러시아의 우크라이나 침공, 2023년 이스라엘과 팔레스타인과의 충돌 등 전세계적으로 지정학적인 위험이 크게 증가한 것은 금의 매력도가 올라가는 것을 의미한다.

**그림 2. 미국 본원 통화량 (단위 : 10억달러)** **그림 3. 미국 소비자 물가지수(YOY)**



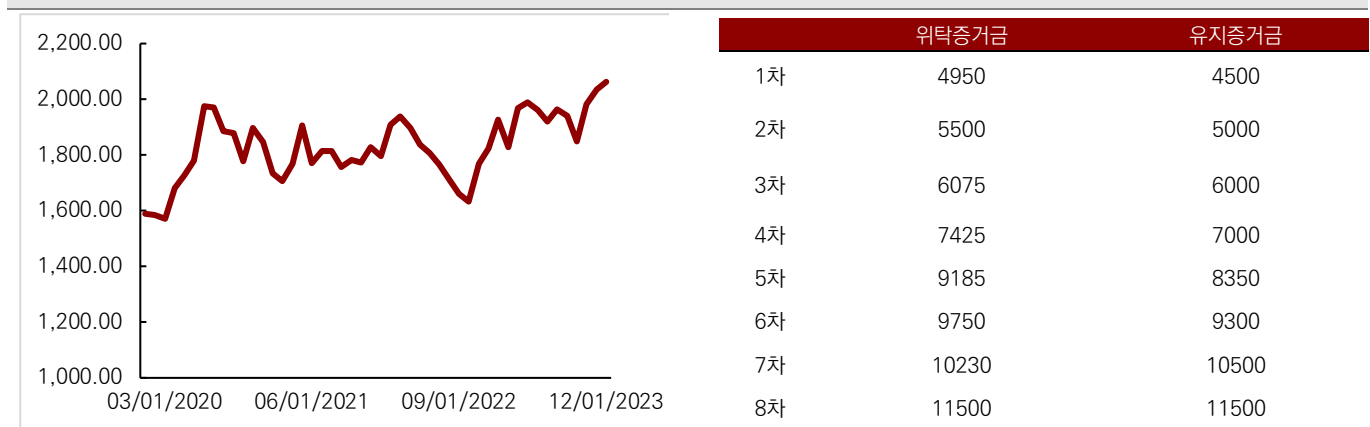
자료: Federal reserve bank of St.Louis, KUVIC

자료: U.S Bureau of labor statistics, KUVIC

본원 통화량과의 가치가 크게 떨어진 금 가격

역사적으로 미국이 보유한 금 보유량의 가치는 본원 통화량과 일치했는데 현재 금의 가치는 본원 통화량의 1/8 수준에 그치면서 큰 괴리가 발생한 상황이다. 금 가격은 이러한 상승요인에도 불구하고 2020년에서 2023년 사이 1트로이온스당 \$1600-\$2000 사이를 횡보하였다. 금의 가격 상승은 달러 가치의 하락을 의미하는데 미국정부는 달러가치 하락으로 인한 탈달러 움직임을 좌시하지 않기 때문에 금 가격을 인위적으로 억눌렀다. 2020년 금선물 위탁 증거금과 유지증거금을 계약당 155.5% 인상시키고 레버리지 비율을 축소함으로써 금가격을 인위적으로 억눌렀다. 또한 2022~2023년 글로벌 중앙은행들의 금리 인상 사이클의 영향을 받아 금값은 1트로이온스당 \$2000를 넘지 못했다.

**그림 3. 2020.01~2023.12 금 가격 (단위 : 달러/1트로이온스)** **그림 4. 2020년 금선물 시장 증거금 (단위 : 달러/계약)**



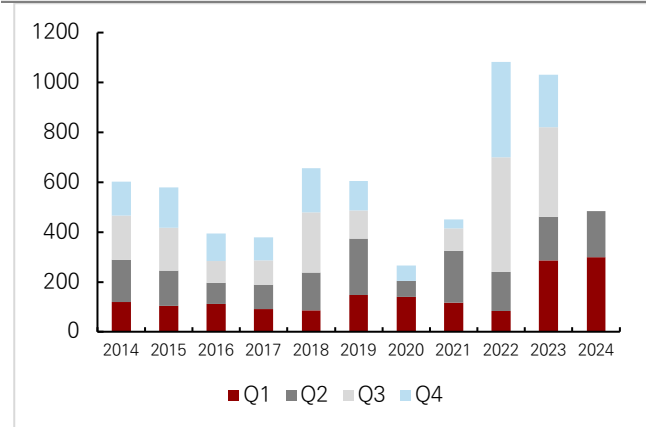
자료: Federal reserve bank of St.Louis, KUVIC

자료: CME Group, KUVIC

브릭스 국가들의 탈달러 움직임과 금 매입

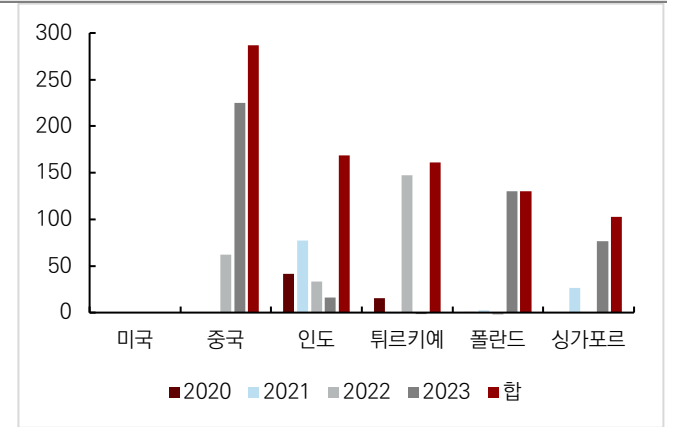
이렇게 억눌려있던 금 가격은 2024년 초부터 가파르게 상승하기 시작하여 2024년 11월 까지 40% 상승하였다. 금 가격이 가파르게 상승한 주된 요인은 주로 브릭스 국가들의 중앙은행의 금 수요가 크게 늘어난 것에 있다. 러-우 전쟁에서 러시아가 스위프트(SWIFT) 결제망에서 배제된 것을 지켜본 브릭스 국가들은 탈달러와 움직임을 가속화하고 있으며 미국 국채를 매입하는 대신 금을 매입하고 있다. 최근 몇년간 브릭스 국가들을 중심으로 금 매입량이 가파르게 증가하였고, 2024년 1분기에는 1분기 기준 역대 최대 매입량인 299.94톤을 기록하기도 했다.

그림 5. 전세계 중앙은행의 금 수요 (단위 : 톤)



자료: World Gold Council, KUVIC

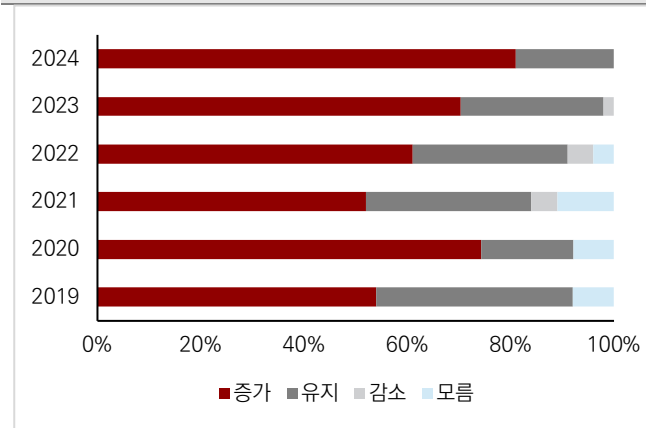
그림 6. 2020~2023 미국, 신흥국 중앙은행 금 구매량 (단위 : 톤)



자료: World Gold Council, KUVIC

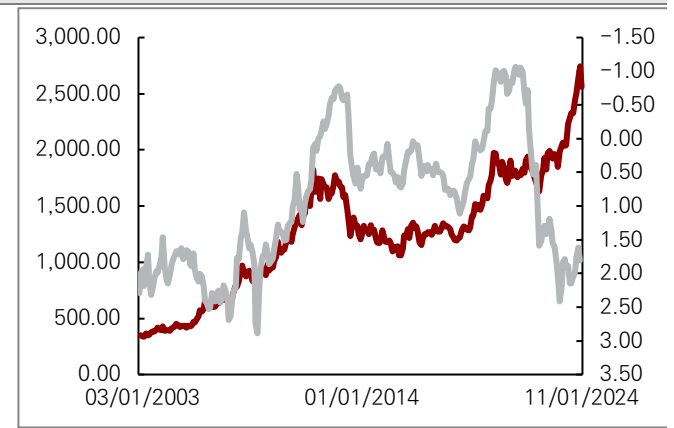
글로벌 중앙은행들은 앞으로도 금보유고를 늘릴 계획을 가지고 있으며, 중앙은행을 대상으로 한 설문조사에서도 향후 12개월간 금보유고가 늘어날 것으로 예상하는 비중이 2020년 이후로 가장 높게 나왔다. 또한 향후 실질금리가 하락한다면 금 수요가 크게 증가할 것으로 전망된다. 일반적으로 금 가격과 실질금리는 역의 상관관계를 갖는데 최근 금가격은 실질 금리와 같은 방향으로 움직이고 있다. 여기서 생각해 볼 수 있는 가능성은 실질금리의 상승으로 금 가격이 앞으로 크게 하락하거나 실질금리의 가파른 하락으로 금가격의 폭등을 예상해볼 수 있다. 미국의 금리 인하와 함께 1980년대처럼 금리 인하 후 인플레이션이 반등하면 실질금리가 빠르게 하락하면서 금 가격은 향후 폭등할 가능성이 더 높다고 판단된다.

그림 7. 향후 12개월 금보유고 예상치에 대한 중앙은행의 인식조사



자료: World Gold Council, KUVIC

그림 8. 금가격과 실질금리의 상관관계 (단위 : 달러/1트로이온스, %)

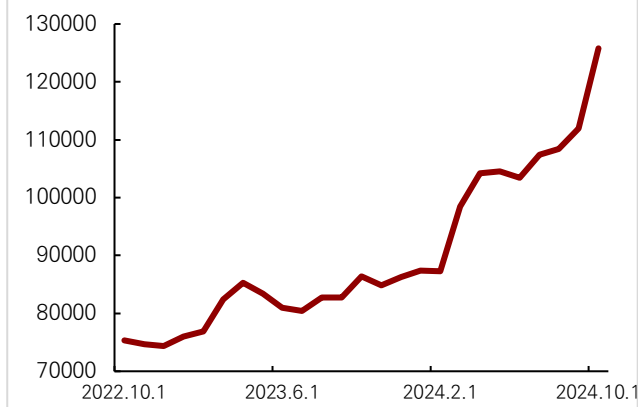


자료: Federal reserve bank of St.Louis, Investing.com, KUVIC

한국의 금 가격  
= 국제 금 가격 x 원/달러 환율

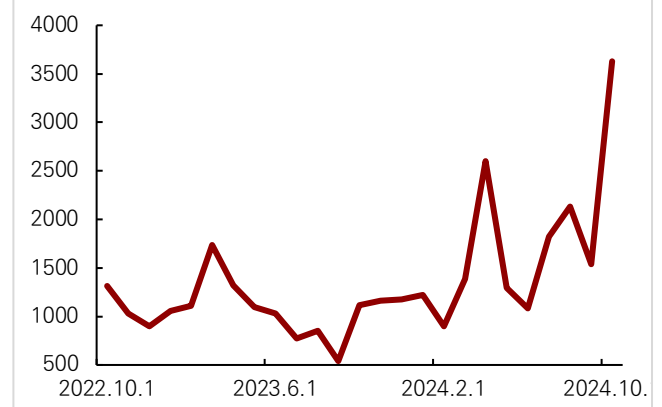
국제적인 금 가격 상승세로 원화 기준 금가격도 가파르게 상승하였다. 금가격에 대한 긍정적인 전망으로 한국에서도 금에 대한 대중들의 관심이 높아지고 거래량이 늘어나는 추세에 있다. 금거래량과 거래액 모두 2024년 10월 월간 기준으로 2022년 3월 이후 가장 높은 거래량과 거래대금을 보였다.

그림 9. KRX 금시장 금 가격 (단위 : 원/g)



자료: KRX금거래소, KUVIC

그림 10. KRX 금거래소 월간 거래량 (단위 : Kg)

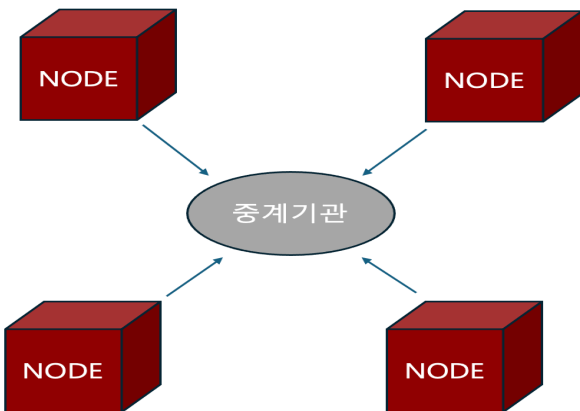


자료: KRX 금거래소, KUVIC

### 블록체인과 토큰화

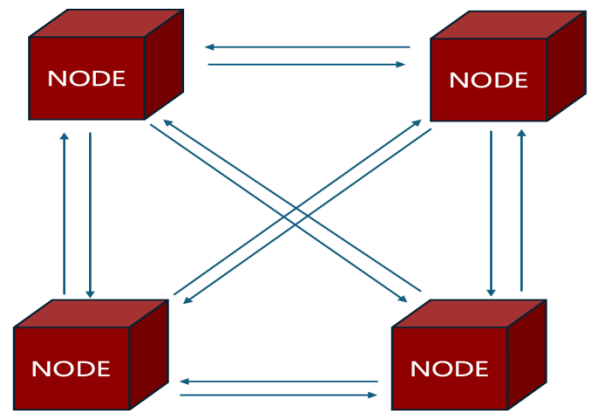
블록체인은 데이터를 중앙 서버가 아닌 분산 네트워크에 저장하여 정보의 투명성과 보안을 강화한 분산형 데이터베이스 기술이다. 데이터를 관리하고 보관하는 주체가 특정 기관이나 개인이 아니라 다양한 네트워크 참여자들의 합의를 통해 데이터가 검증되며, 한번 기록된 데이터는 수정이나 삭제가 어려워 신뢰성이 보장된다. 이러한 특성 덕분에 금융 거래, 공급망 관리, 의료 데이터 등의 다양한 분야에서 응용되고 있다. 특히 블록체인 기술을 기반으로 자동으로 실행되는 디지털 계약인 스마트 계약(smart contract)을 활용하여 자동화와 운영 효율성 개선에도 기여하고 있다.

그림 11. 중앙집중형 데이터 관리 시스템



자료: KUVIC

그림 12. 분산형 데이터 관리 시스템 (블록체인)



자료: KUVIC

실물자산과 디지털자산을 이어주는 RWA, STO

블록체인 기술은 대중들에게 비트코인이나 이더리움과 같은 암호화폐의 근간이 되는 기술로 잘 알려져 있다. 하지만 최근에는 주식, 채권 등의 금융 자산과 예술품, 부동산 등의 실물자산을 디지털로 전환하는 토큰화(Tokenization)가 블록체인 기술을 토대로 진행되고 있다. 금융 자산을 디지털화 한 것을 증권 토큰(STO)이라고 부르며, 실물 자산을 디지털화 한 것을 RWA(Real World Asset)라고 부른다. STO와 RWA는 단위가 큰 금융, 실물 자산을 디지털화하여 작은 단위로 나누어 거래할 수 있다는 점에서 자산의 유동성을 높이고 투자 접근성을 확대하고 있다. 전세계적으로 ‘디지털 전환’이라는 키워드가 강조되면서 산업 체계가 재편되고 법률이나 규제가 정립되기 시작하면서 STO, RWA 시장은 가파르게 성장하고 있다.

### 디지털자산 혁명의 시작

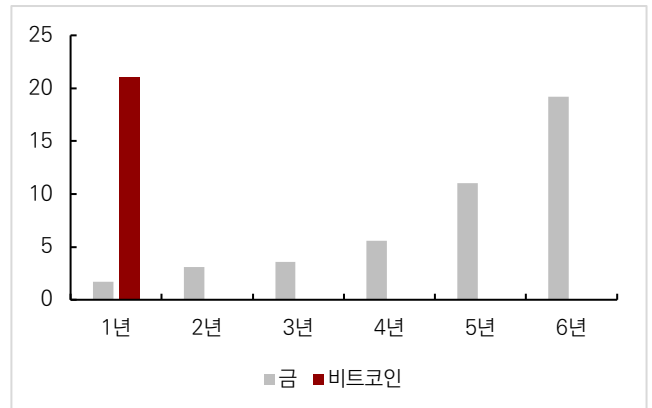
2024년 디지털 자산 시장은 역사적으로 가장 중요한 변곡점을 맞이하였으며 역사상 최고의 해로 기록될 전망이다. 디지털 자산 채택에 회의적이었던 **금융 기관들과 국가들이 디지털 자산을 제도권으로 편입하기 시작**하였다. 디지털 자산 시장의 동향은 디지털 자산의 대장격으로 불리는 비트코인의 영향을 가장 많이 받는데 비트코인을 시작으로 여러 디지털 자산에 관련된 논의가 크게 진전되었다. 먼저 2024년 1월 미국 증권거래위원회(SEC)는 비트코인의 현물 ETF 출시를 승인하였다. 이는 전세계적으로 역사상 첫 비트코인 현물 ETF의 승인이기도 하였으며, 기관투자자들이 비트코인을 제도권 안으로 편입시켰다는 것을 의미한다. 비트코인 ETF는 출시와 동시에 선풍적인 인기를 끌어 10개월만에 200억 달러의 자금을 유입시켰고 이러한 자금 유입량은 금 ETF 출시 당시보다 10배 많다.

그림 13. 2024년 비트코인 주요 사건

날짜	내용
2024 /1/10	미국 증권거래위원회 비트코인 현물 ETF 승인
2024/3/11	원화 비트코인 가격 1억 돌파
2024/4/19	비트코인 4차 반감기일
2024/7/15	마운트곡스 비트코인 매도 시작
2024/7/18	독일정부 비트코인 대량 매도
2024/7/27	트럼프, 비트코인 미국정부 전략자산 채택 공약 발표
2024/7/27	트럼프, 개리갠슬러 SEC 위원장 해임 공약 발표
2024/11/6	트럼프 미국 대통령 당선

자료: KUVIC

그림 14. 금 비트코인 현물 ETF 유입량 비교 (단위 : 10억달러)



자료: Bitwise, KUVIC

표 1. 비트코인 현물 ETF 목록

티커명	이름	상장일	거래소
FBTC	Fidelity Wise Origin Bitcoin Fund	2024/1/11	Cboe
ARKB	ARK 21Shares Bitcoin ETF		Cboe
BTCO	Invesco Galaxy Bitcoin ETF		Cboe
HODL	VanEck Bitcoin Trust		Cboe
EZBC	Franklin Bitcoin ETF		Cboe
BTCW	WisdomTree Bitcoin Fund		Cboe
IBIT	iShares Bitcoin Trust		Nasdaq
BRRR	Valkyrie Bitcoin Fund		Nasdaq
GBTC	Grayscale Bitcoin Trust BTC		NYSE
BITB	Bitwise Bitcoin ETF		NYSE

자료: Chicago Board Options Exchange, KUVIC

국가와 금융기관들이 주도하는 디지털 자산 시장

또한 미국의 트럼프 대통령 당선인은 후보 시절 비트코인 컨퍼런스에 나와 비트코인을 미국의 전략자산으로 비축할 것이며 아직 채굴되지 않은 100만개의 비트코인을 미국에서 채굴하여 미국을 비트코인의 중심지로 만들겠다는 공약을 내세웠다. 이에 힘입어 비트코인 가격은 상징적인 숫자 \$100,000를 돌파하였으며 원화로는 1억4500만원을 돌파하였다. **금융 기관들과 국가의 비트코인 채택을 필두로 이더리움 솔라나와 같은 다양한 알트코인들도 제도권으로 편입되기 시작하였으며 실물 자산을 기반으로 한 STO와 RWA에 관한 논의들도 활발하게 이뤄지고 있다.**

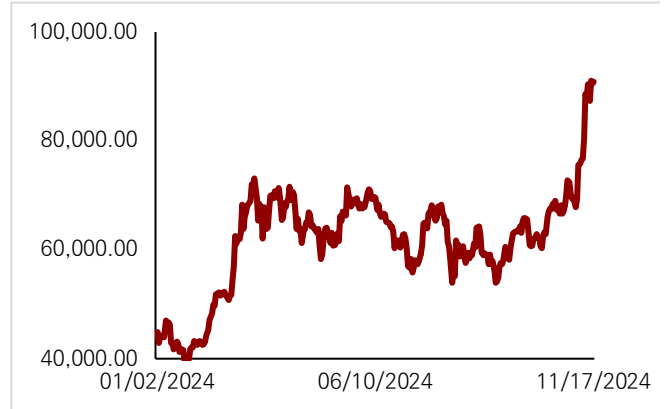


그림 15. 트럼프 대통령의 비트코인 공약

내용	
1	미국이 비트코인 채굴을 선도하는 국가가 될 것
2	취임 첫날에 개리갠슬러 SEC 위원장 해고
3	디지털화폐 CBDC 사용금지
4	비트코인을 미국의 전략적 자산으로 비축
5	미국 정부가 보유하고 있는 21만개의 비트코인 절대 매도하지 않을 것

자료: KUVIC

그림 16. 2024 비트코인 가격 추이 (단위 : 달러)



자료: Investing.com, KUVIC

디지털자산 관련 법체계 마련 중

역사적으로 비트코인 가격이 급격하게 상승하고 난 이후에는 비트코인을 제외한 디지털 자산의 가격이 급격하게 상승하는 경향을 보이는데, 특히 실물 자산과 연동된 STO와 RWA가 큰 주목을 받고 있다. STO와 RWA는 부동산, 미술품, 저작권 등 접근성이 낮은 실물 자산들을 블록체인 네트워크에서 토큰화한 자산이다. 블랙록과 JP 모건과 같은 초대형 글로벌 금융 기관들도 STO와 RWA 투자 상품과 플랫폼 개발에 적극적으로 나서고 있다. 블랙록은 2024년 3월 토큰화된 자산으로만 구성된 블랙록 USD 기관용 디지털 유동성 펀드를 출시하였으며, 블랙록의 CEO 래리핑크는 금융자산의 토큰화가 금융시장의 문제를 해결할 것이라고 언급하기도 하였다. 디지털 자산에 대한 관심도가 빠르게 증가하면서 미국, 유럽, 아시아를 중심으로 STO와 RWA에 관련된 규제와 법체계가 마련되는 중이다.

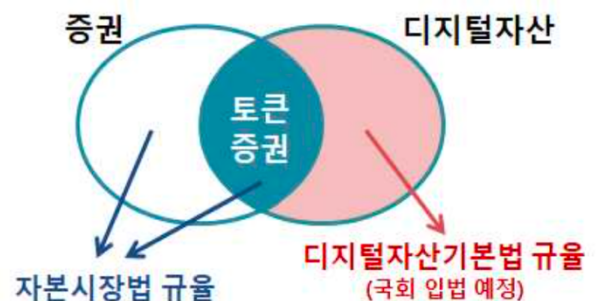
한국에서는 2023년 2월 토큰 증권 발행 및 유통을 허용하여 제도적 기반을 마련하기 위해 토큰 증권 발행 유통 규율체계 정비방안이 발표되었다. 실물자산과 연계된 토큰들을 '토큰 증권'으로 명명하기로 공식적으로 결정하였으며 토큰 증권은 디지털자산의 형태로 발행되었을 뿐 증권이므로 자본시장법의 규율 내에서 STO를 허용하기로 발표하였다. 최근 22대 국회에서 토큰증권 법제화와 관련된 법안들이 발의되어 큰 기대감을 모으고 있는 상황이다.

그림 15. STO RWA 비교

	STO	RWA
기초 자산	증권(주식, 채권)	부동산, 금속, 예술품, 저작권
목표	자금 조달 및 투자자 접근성 향상	실물 자산의 디지털화 및 거래 용이성 향상
투자자 접근	디지털 증권에 대한 소액 투자	실물 자산에 대한 소액 투자
규제	자본시장법	디지털자산기본법(예정)
활용 분야	자금 조달 및 공모/사모 투자	실물 자산 거래

자료: KUVIC

그림 16. 법체계상 토큰 증권



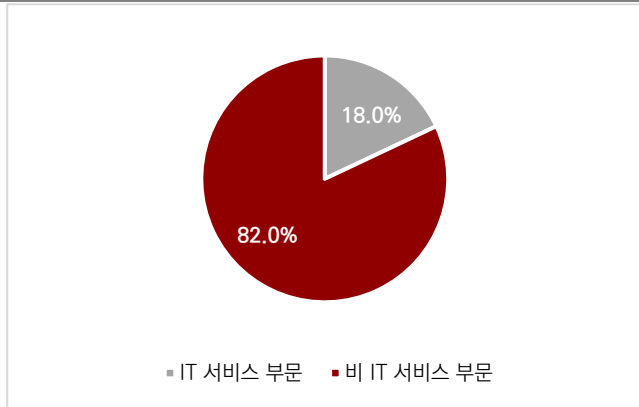
자료: 금융위원회, KUVIC

## II. 기업분석

### 사업부문별 매출

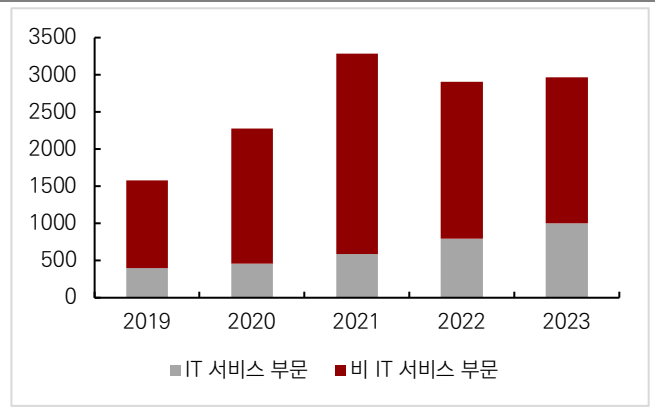
동사의 사업부문은 크게 1)IT 서비스 부문과 2)비 IT 서비스로 나눌 수 있다. 동사는 IT 서비스 시장에서 고객맞춤형 수주산업을 영위하고 있다. IT 인프라 구축, 컨설팅, 클라우드 전환, 고객사 정보시스템의 운영 등 다양한 IT 서비스를 제공하고 있다. 대표적인 연결종속 회사로 콤텍시스템, 쌍용정보통신 등이 있다. 비 IT 서비스 부문은 금거래소와 디지털 자산거래소로 나눌 수 있다. 동사는 한국금거래소를 운영하고 있으며 web 3.0 시대에 부각되고 있는 블록체인, NFT등의 새로운 기술을 활용하여 STO,RWA와 같은 디지털 자산 거래소 운영을 준비 중에 있다. 2025년부터 거래를 지원할 것으로 보이는 부산디지털 자산 거래소(BDAN) 등을 눈 여겨 볼 필요가 있다. 2024년 3분기까지의 매출액은 3조 5천억원을 달성하였으며 이는 2023년도 전체의 매출액 2조 9천억원을 이미 뛰어넘는 규모이다.

그림 17. 사업부문별 매출액 비중(2024 3분기 기준)



자료: 동사, KUVIC

그림 18. 연도별 매출액 (단위 : 십억원)



자료: 동사, KUVIC

표 2. 연결종속회사 목록

회사명	주요사업	주요종속회사 여부
(주) 콤텍시스템	IT 서비스	o
(주) 시큐센	소프트웨어 개발 및 공급	o
주) 씨플랫폼	IT 솔루션, 하드웨어 유통업	o
쌍용정보통신 (주)	IT 서비스	o
(주) 한국금거래소 디지털에셋	소프트웨어 개발	o
(주) 투케이엠시스템즈	IT 서비스	x
(주) 클로잇	클라우드 IT 서비스 및 제품 판매	o
(주) 크레더	정보통신업	x
ITCEN Japan	IT 서비스	x
케이지이홀딩스 (유)	금융업	o
(주) 한국금거래소	귀금속 도소매업	o
(주) 한국금거래소 에프티씨	비철금속 제련, 정련 및 합금 제조	x
수피아아이티센 ICT 신기술투자조합	기타 금융업	x
(주) 피엠엑스	도매 및 소매업	x
비전혁신성장 벤처투자조합 1호	기타 금융업	x
(주) 위드센	기타	x

자료: 동사, KUVIC

### IT 서비스 부문

IT 서비스 포트폴리오 완벽 구축

동사는 클라우드, 빅데이터, AI(인공지능) 등 첨단 기술 기반의 IT 서비스를 제공하며, 공공기관, 대기업, 금융권을 주요 고객으로 디지털 전환(DX)을 지원하고 있다. IT서비스를 제공하는 회사로는 동사와 연결 자회사인 ‘콤텍시스템’, ‘쌍용정보통신’, ‘시큐센’ 등이 있다.

모회사인 ‘아이티센’은 공공기관을 대상으로 IT 서비스 컨설팅과 IT시스템 구축 등의 서비스를 제공하고 있다. 매출액 90%가 공공기관 수주에서 발생하고 있다.

연결 자회사 ‘콤텍시스템’은 금융권을 중심으로 IT 서비스를 제공하고 있다. 클라우드 인프라, 언택트 영상회의 솔루션 그리고 고객 맞춤형 IT 아웃소싱 컨설팅 서비스를 제공한다. 전국 약 700여개의 파트너 유통망을 통해 안정적인 매출 성장세를 이어가고 있다.

연결 자회사 ‘쌍용정보통신’은 클라우드 전환, 구축, 운영 서비스를 제공하는 기업이다. 대한민국 전자정부 클라우드 시스템 구축에서부터 스포츠, 국방, 민간 등 다양한 영역의 고객사를 보유한 회사이다

연결 자회사 ‘시큐센’은 바이오 전자서명 서비스와 모바일 보안 소프트웨어 서비스를 제공하는 회사이다. 국내 다양한 금융회사들을 고객사로 확보하고 있으며, 디지털 금융 시스템 구축 및 정보보호 서비스 제공을 주력으로 한다.

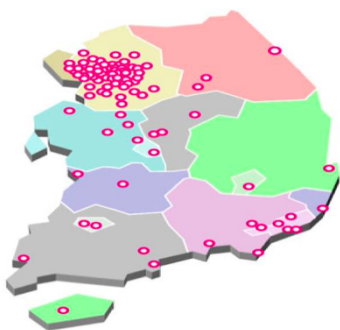
### 금 거래소 부문

실물 금, 디지털 금 거래 지원

동사는 귀금속 제조 및 거래 서비스를 지원하는 ‘한국금거래소’와 다양한 귀금속 실물자산(금, 은, 플래티넘)등을 모바일 어플리케이션으로 거래할 수 있는 ‘한국금거래소 디지털에셋’을 연결 자회사로 보유하고 있다. 동사 매출액의 70~80%를 차지하는 한국금거래소는 산업체에 귀금속 원재료를 유통하고 귀금속 기념품 및 주화를 제작하여 판매하고 있다. 또한 KRX 금시장 및 국내외 귀금속 전문도소매 업체 등으로 귀금속을 유통하고 있으며, 오프라인 귀금속 가맹점을 전국적으로 운영하고 있다.

‘한국금거래소 디지털에셋’은 평일 24시간 어디서든 스마트폰으로 간편하게 금, 은 등의 실물 원자재 거래를 지원하는 서비스를 제공하고 있다. 2024년 9월까지 누적 가입자 수 118만명의 누적 거래금액 1조 1천억원의 온라인 귀금속 거래 플랫폼 ‘센골드’ 어플을 운영하고 있으며, 귀금속 온라인 쇼핑몰 등을 운영하고 있다.

그림 19. 전국 귀금속 오프라인 가맹점



- 서울 20개점
  - 경기 34개점
  - 경상 19개점
  - 충청 9개점
  - 인천 7개점
  - 전라 7개점
  - 강원 4개점
  - 제주 2개점
- 총 102개점

자료: 동사, KUVIC

그림 20. 센골드 경쟁 서비스 비교

투자방법	거래방법	거래단위	가격	세금	수수료
센골드	모바일APP	0.01g	국제금시세 반영한 체결시세	비과세	0.3%
실물	귀금속점	그램(g) 돈(3.75g) 냥 (37.5g)	공임비, 이윤 반영된 판매가	부가가치세(10%)	골드바(5%)
ETF/ETN	자산운용사	1좌	종목에 따라 상이	배당소득세(15.4%)	0.5~0.6%
금통장	시중은행	0.01g	은행 고시가격	매매차익 과세(15.4%)	1%
KRX금현물	증권사	1g	KRX 고시가격	비과세	0.2%

자료: 동사, KUVIC

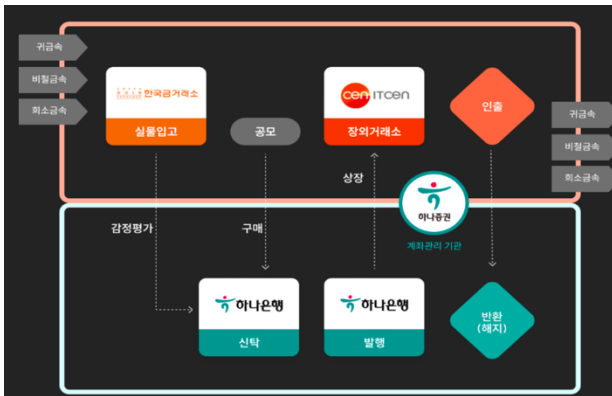
### 신사업(디지털자산거래소)부문

2025년부터 디지털자산거래소  
신사업 개시 예정

동사는 2023년 11월 **하나은행 토큰증권(STO) 시스템 구축 사업자로 선정**되었다. 국내 최초이자 증권사 최대 규모 STO 시스템 구축 사업으로 하나은행이 실물자산 신탁, 하나증권이 증권을 발행하고 동사가 유통과 플랫폼 운영을 담당하면서 수수료를 받는 구조로 운영할 계획이다. 수수료율은 센골드와 동일한 0.3%를 목표로 하고 있다. 동사는 STO 규제 샌드박스 지정을 신청해 놓은 상황이며 현재 본심위가 진행 중에 있는 상황이다. 규제 샌드박스 지정 이후 STO 법개정이 이루어지고 거래소 승인이 있어야 본격적으로 운영될 수 있다. 21대 국회 해산 이후 STO 법개정 절차가 연기되고 있지만 미국을 중심으로 디지털 자산 시장이 개화하고 블록체인업계와 금융 규제 샌드박스 간담회를 가지는 등 관련 논의가 물살을 탈 것으로 보인다.

동사는 부산 BDX컨소시움 대표사로 **토큰증권(STO)과 실물 자산토큰화(RWA) 플랫폼으로 성장하기 위해 준비**하고 있다. 10월 공식 브랜드명인 비단(BDAN)을 발표하고 공식 출범식을 가졌다. 부산디지털자산 거래소는 100% 민간 투자 방식으로 운영되며, 11개 기업이 컨소시움에 참여하였는데 수수료율은 향후 컨소시움에서 결정될 예정이다. 현재 디지털 자산과 토큰증권(STO) 관련 규제가 정비 중인 것을 감안하여 실물 자산부터 거래되는 거래소로 올해 말 오픈을 목표로 하고 있다. 최근에는 온라인 귀금속 거래 플랫폼 ‘센골드’ 지분을 100% 인수하여 금, 은, 구리 등의 귀금속을 디지털의 형태로 거래할 수 있는 서비스를 준비하고 있으며 향후 미술품, 티켓 그리고 암호화폐와 NFT까지 다양한 상품들이 토큰화되어 거래될 것으로 보인다.

그림 21. 하나은행 STO 플랫폼 구조 (예정)



자료: 동사, KUVIC

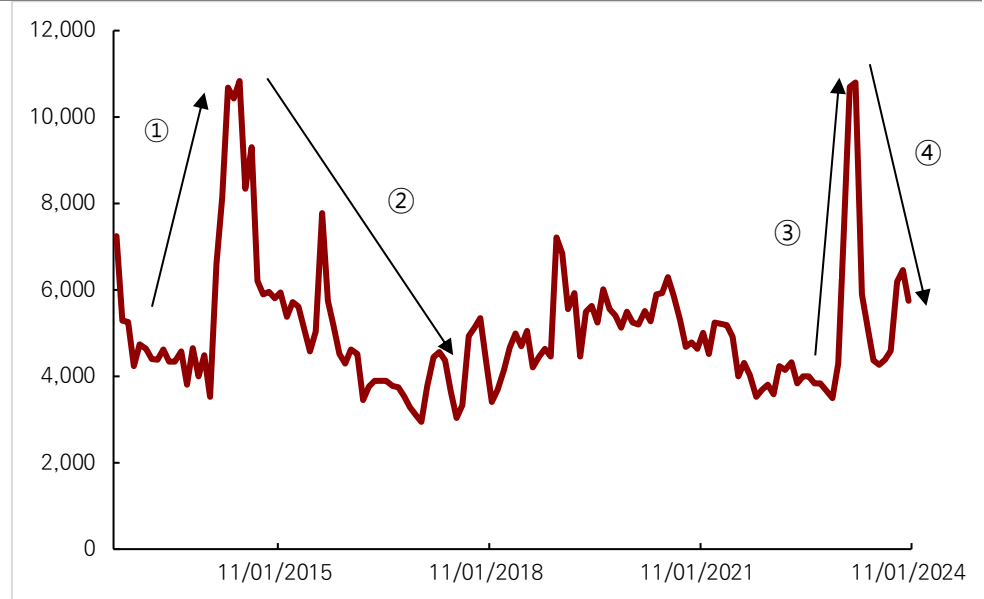
그림 22. 부산디지털자산거래소 공식 브랜드명 BDAN



자료: 동사, KUVIC

## 주가 추이 분석

그림23. 주가 추이 분석



자료: Investing.com, KUVIC

1 ) 2013년 ‘소프트웨어산업 진흥법’에 의거하여 SI(System Integration)공공 사업에 대한 대기업의 진출이 제한되면서 중소 업체인 동사의 프로젝트 수주가 크게 증가하였다. 공공, 금융, 국방, 스포츠 등 다양한 영역에서 프로젝트 수주를 확보하면서 매출과 영업이익이 급증하였고 주가도 큰 폭으로 상승하였다.

2 ) 2015년부터 2017년까지는 동사의 비즈니스 모델이 IT 서비스 영역에 한정되어 있었다. 당시에는 중소 기업체들의 IT 서비스 수주의 경쟁이 심화되면서 수익성이 감소하였다. 또한 동사는 M&A를 통해 신규 사업 확장을 계획했는데 이 과정에서 여러 차례 유상증자를 단행하였고 단기적으로 자본 비용이 증가하면서 재무 구조가 악화하여 주가가 하락하였다.

3 ) 2023년 말부터 2024년초까지 STO와 디지털자산 관련 신사업에 대한 기대감이 커지면서 주가가 큰 폭으로 상승하였다. 2023년 11월 하나은행 토큰 증권 시스템 구축 사업자로 선정되었다. 또한 2023년 12월 코인 발행 경험이 있었던 상장 게임사와의 비딩에서 부산 디지털 자산 거래소 우선 협상 대상으로 단독 선정되어 2024년 2월 부산 BDX 컨소시엄 대표사로 부산시와 ‘부산 디지털자산거래소 설립 및 운영 사업’을 위한 MOU를 체결하면서 20년 운영 협약을 맺는 등 신사업에 대한 기대감이 커졌다. 또한 2024년 초부터 금 가격이 급격하게 상승하면서 금거래 시장이 활성화될 것이라는 기대감이 맞물려 주가가 큰 폭으로 상승하였다.

4 ) 하나증권 토큰 증권 시스템 구축 사업자로 선정되었지만, 상반기로 예정되었던 규제 샌드박스 승인이 미뤄지면서 STO 플랫폼 개장 시기가 불투명해졌다. 또한 STO 관련 법제화 논의가 다시 급말살을 타는 듯 보였지만 진전을 이루지 못하면서 주가가 하락하였다.

### III. 투자 Point

#### P상승 묻고 Q상승 더블로 가!

ASP 상승이 Q상승으로 연결

2024년 국제금값은 1트로이온스당 \$2700를 넘는 가파른 상승세를 보였다. 미국에서 본격적인 기준금리 인하 사이클에 진입하였고, 세계 곳곳에서 지정학적 갈등이 지속되면서 안전자산으로써 금을 찾는 수요가 크게 증가하였다. 한국에서는 특히 원/달러 환율이 1400원을 돌파하는 약세 흐름을 보이면서 국제 금값 상승세보다 더 가파른 상승세를 보였다. 이러한 흐름을 반영하여 동사의 연결 자회사인 한국 금거래소에서도 금 한 돈(3.75g)의 매수 가격이 연초 36만7000원에서 최대 52만3000원까지 약 40%가 넘는 상승세를 보였다.

금 가격 상승은 매출액 상승으로 직결될 수 있다. 동사의 금 관련 제품들인 골드바, 금화, 금장신구 등의 가격은 금가격과 연동되어 움직이기 때문에 금가격의 상승은 P 상승으로 이어질 수 있다. 뿐만 아니라 금가격의 상승으로 동사 금거래소의 매수/매도 가격 스프레드가 확대되면서 영업이익도 개선될 것으로 예상된다. 예를 들어 2024년초의 매수/매도 가격 스프레드는 4만7000원에 불과했지만 금 가격의 상승으로 스프레드가 7만 3천원까지 벌어지면서 거래당 마진도 크게 상승하였다.

뿐만 아니라 금가격의 상승은 금 거래량을 증가시킨다. 일반적인 재화는 가격과 수요가 반비례하는 관계를 보이지만, 금은 가격과 수요가 비례하는 경향을 보인다. 금의 수요는 크게 투자용 수요, 산업용 수요, 장신구/사치품 수요로 나눌 수 있는데 동사에서 판매중인 골드바는 경제적 불확실성이 높을 때 안전자산으로 구입하려는 수요가 많아 가격이 상승할 때 거래량도 증가하는 모습을 보인다. 동사는 금 정련 등을 통해 산업용으로도 금을 판매하고 있는데, 금의 산업용 수요는 가격에 덜 민감하여 가격 상승과 관계없이 거래량은 일정하게 유지될 수 있다. 마지막으로 동사는 액세서리, 전시용 금 제품들을 판매하고 있는데 이러한 장신구/사치품 수요는 과시 욕구로 인해 가격 상승기에 수요는 더 빠르게 증가하는 경향을 보인다. 이러한 금의 가격과 수요의 관계는 2020,2021년도 금 가격의 상승과 함께 수요도 증가한데서 찾을 수 있다.

그림 23. 금 매수/매도 스프레드			그림 24. 금 가격과 거래량의 관계		
(단위 : 원, %)	2024.01.02	2024.11.23		가격	거래량
매수가격(판매가)	367,000	523,000	투자용 수요	상승	상승
매도가격(매입가)	320,000	450,000		하락	하락
스프레드	47,000	73,000	산업용 수요	상승	일정
이익률	12.8%	13.9%		하락	일정
			장신구/사치품 수요	상승	상승
				하락	상승

자료: 동사, KUVIC

자료: KUVIC

기준금리 인하 사이클의 시작과 물가가 반등할 가능성이 높아지면서 실질금리의 하락이 본격적으로 예상되는 동시에 트럼프의 당선으로 불확실성이 높아지면서 금의 투자 수요는 지속될 것으로 예상된다. 또한 지정학적 갈등과 세계 질서가 재편되는 불확실성 속에 글로벌 중앙은행들이 금의 매입을 늘리면서 금가격은 상승할 것으로 예상된다. 이러한 금 가격 상승으로 동사 귀금속 제품 가격이 높아지는 동시에 판매량을 증가시키면서 동사의 매출액과 영업이익은 크게 증가할 것으로 예상된다.

### 부산디지털자산거래소, 큰 거 온다.

세계최초 분권화 4세대 블록체인 거래소 운영 예정

동사는 부산 BDX컨소시엄 대표사로 부산시와 ‘부산 디지털자산거래소 설립 및 운영’을 위한 MOU를 올해 체결하였으며, 10월에 공식 출범식을 열었다. 당초 연내 거래를 지원할 계획이었지만 절차가 지연되면서 2025년부터 본격적으로 매출액이 발생할 것으로 보인다. 지난 10월에 동사의 온라인 금 거래 플랫폼인 ‘센골드’를 부산디지털자산거래소에서 인수하면서 금,은 등의 귀금속 등을 기반으로 한 실물 연계 토큰부터 거래를 지원할 것으로 예상된다. 또한 동사의 발표에 따르면 **실물 연계 자산(RWA)부터 거래를 지원하면서 2026년부터는 토큰증권(STO)과 디지털 자산까지 거래를 지원할 것으로 보인다.** 이에 동사는 2025년부터 신사업으로 발생하는 매출과 동시에 가파르게 성장할 것으로 전망된다.

동사의 부산디지털자산 거래소는 세계최초로 4세대 블록체인 거래소로 운영될 예정이다. 기존 암호화폐 거래소(업비트, 빗썸)들은 거래소 내부에 블록체인 시스템을 구축하지 않았지만 동사는 거래소 자체 시스템에도 블록체인을 도입하여 투자자 신뢰를 확보할 전망이다. 또한 **부산의 블록체인 규제자유특구 임시 허가가 3년 더 연장되면서 다양한 블록체인 기업들이 부산에 몰리고 기존 거래소보다 더 많은 디지털 자산 거래를 중개할 것으로 예상된다.** 제공하는 서비스나 수수료율에 대해서 정확하게 알려진 바는 없지만 국내외 사례를 참고하여 기존 거래소들과 구분되는 획기적인 전략과 경쟁력 있는 수수료율로 고객들을 빠르게 끌어모을 것으로 기대된다.

그림 25. 가상자산거래소 운영전략 비교

전략	내용	사례
과금 전략	수수료 면제/할인	로빈후드, 바이낸스
	예치자산 이자제공	GEMINI, FTX
	비커스티디형 지급제공	로빈후드
품질차별 전략	CBDC 연계 서비스	SDX
	STO 상품 제공	로빈후드, FTX

자료: KUVIC

그림 26. 국내 가상자산 거래소 수수료 비교

구분	업비트	빗썸	코인원
거래 수수료	0.05~0.25%	0.04~0.25%	0.2%
원화 출금수수료	1000원	1000원	1000원
가상자산 출금수수료 (비트코인 기준)	0.0008 BTC	0.0008 BTC	0.0015 BTC

자료: KUVIC

### STO 플랫폼 하나 더 추가요

하나증권이 발행한 토큰증권  
동사의 플랫폼에서 유통

동사는 **하나금융그룹과 컨소시엄을 형성하고 증권형 토큰(STO) 플랫폼 신사업**을 준비 중  
에 있다. 이에 동사와 하나금융그룹은 금, 원자재 등 실물신탁 수익증권 기반 STO 규제  
샌드박스(혁신금융 서비스)를 신청해 놓은 상황이다. 당초 규제 샌드박스 통과가 2024년도  
상반기로 예상되었지만 21대 국회에서 토큰 증권 법제화가 무산되면서 연기되고 있는 상  
황이다. 하지만 약 200여개의 규제 샌드박스 신청 기업들 중 동사를 포함하여 5개의 회사  
만 최종 심사를 기다리고 있는 상황으로, 시기가 문제일 뿐 최종 심사 통과는 유력한 상황  
이다. 트럼프 대통령의 당선으로 디지털자산에 대한 논의가 세계적으로 물살을 타고 있는  
상황에서 정치권에서도 최근 'STO 제도화 패키지 법안'을 발의하였으며, 국내 증권사들은  
이에 맞춰 다양한 조각투자사들과 협업을 진행중이다. 동사와 하나증권 STO 플랫폼은 **올  
해 10월 국내 최초로 토큰증권 발행, 유통 통합 시스템 구축을 완료 했기 때문에 내년  
초 법안이 통과되면 하반기부터 본격적으로 매출이 발생할 것으로 기대된다.** 한국예탁결  
제원에서도 동사를 포함해 3개의 회사에 대해 내년 3월에 토큰증권 사업자 테스트베드 검  
증을 완료한다고 밝히면서 동사는 하반기부터 플랫폼 운영과 동시에 선점 효과를 누릴 수  
있을 것으로 보인다.

그림 27. 동사의 STO 주요 이벤트 타임라인		그림 28. 증권사 조각투자사 협업 현황		
일자	내용	증권사	조각투자사	조각투자 대상
2023.02.06	금융위 토큰증권 가이드라인 발표	키움증권	뮤직카우	음원
2023.07.28	21대 국회 자본시장법, 전자증권법 개정안 발의	신한투자증권	바이셀스탠다드	미술품, 명품, 선박
2023.11.08	동사의 하나증권 STO 시스템 구축사업 수주 계약 발표	한국투자증권	스탁키퍼	한우
2023.12.13	한국거래소의 STO 신종증권 혁신금융서비스 지정	미래에셋증권	트레저러	명품, 와인
2024.10.16	동사, 국내최초 토큰증권 발행,유통 통합 시스템 구축 완료	KB증권	펀더풀	콘텐츠
2024.10.25	22대 국회 자본시장법, 전자증권법 개정안 재발의			
2025.03	한국예탁결제원, 동사의 토큰증권 사업자 테스트베드 검증			

자료: KUVIC

자료: 하나증권, KUVIC



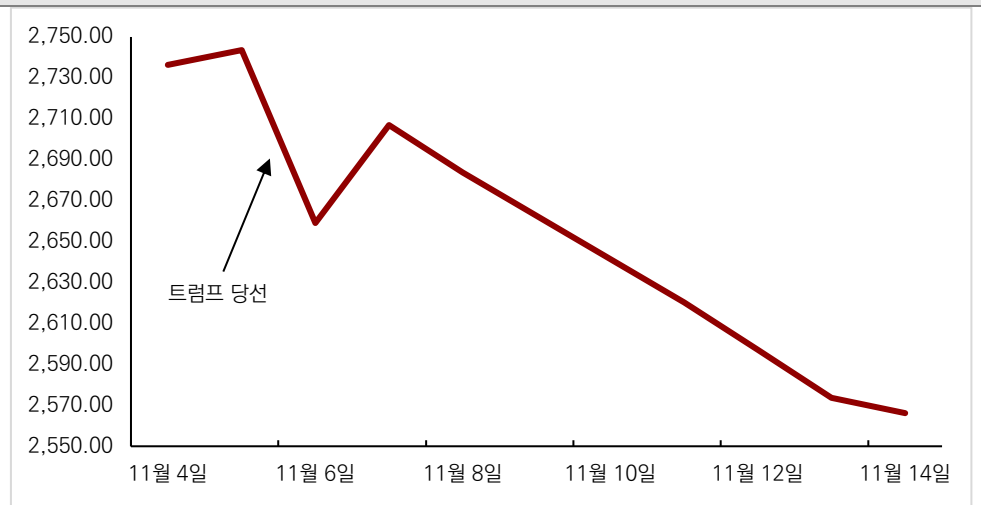
## IV. 투자 Risk

### 럼프형이 금값에 악재라고?

시장은 트럼프 당선을 금 가격에 악재로 받아들이는 중

동사의 금거래소 매출액은 국제 금가격이 상승해야 제품 판매 단가 상승과 거래량 상승으로 이어지면서 상승할 수 있는데, 많은 금융시장 참여자들은 트럼프의 미국 대통령 당선을 금값에 악재로 평가하고 있다. 실제로 1트로이온스당 \$2700을 상회하고 있던 금값은 트럼프의 대통령 당선 확정일인 11월 6일(한국 시간 기준)에 \$2650까지 하락하였으며, 일주일 후인 11월 14일 \$2530까지 하락하는 모습을 보였다. 시장에서는 트럼프 2기 행정부에서도 1기와 마찬가지로 보호무역주의와 대중 관세 등을 통한 무역전쟁이 지속될 것으로 예상되면서 미국의 인플레이션율이 크게 상승할 것으로 전망하고 있다. 높아진 인플레이션율을 낮추기 위해 금리 인하 정책 기조를 뒤엎고 금리를 높은 수준으로 유지하는 **강달러 정책이 이어질 것으로 시장에서 받아들이면서 달러 가치와 반대로 움직이는 금값에 악재로 작용한 것으로 이해된다.** 실제로 트럼프 대통령 당선인은 취임 첫날에 캐나다와 멕시코산 물건에 대해 25% 관세를 부과하고 중국산 제품에는 10% 추가관세를 부과한다고 밝히면서 이러한 우려가 현실화되어 가고 있다. 금 가격은 올해 미국이 금리 인하 방향으로 정책 기조를 전환하면서 크게 상승하였지만 **트럼프의 당선으로 금 가격 상승에 제동이 걸린 상황이다.**

그림23. 트럼프 당선 이후 국제 금 가격 추이 (단위 : 달러/1트로이온스)

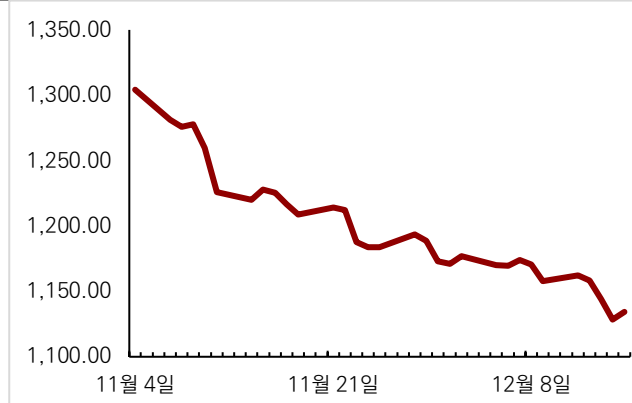


자료: Investing.com, KUVIC

장기적으로 트럼프의 당선은 금 가격에 호재로 작용

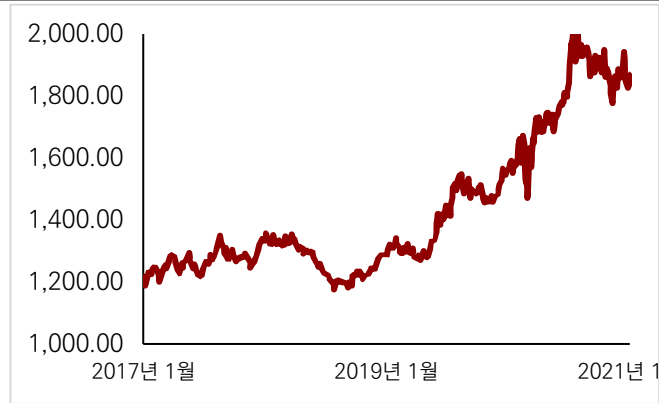
하지만 단기적으로 금값에 악재로 작용하는 트럼프의 당선이 장기에는 호재일 수 있다. 미국의 경기 둔화가 우려되는 상황에서 금리를 다시 올리는 것은 경제 성장에 부담이 될 수 있으며, 트럼프가 연준에 금리를 내리라고 압박하는 상황에서 금리를 올리는 것은 어려울 수 있다. 또한 2%대로 안정화된 인플레이션이 관세로 인한 수입품 물가 상승으로 상승한다면 이는 실질금리에 하방 압력을 가하면서 금값 상승에 긍정적으로 작용할 수 있다. 뿐만 아니라 트럼프의 당선으로 불확실성이 심화되면서 안전자산으로서의 금의 수요가 늘어날 수 있다. **트럼프가 2016년 대통령으로 당선됐을 당시에 금값은 단기적으로 하락했지만, 재임기간 4년간 55.38% 상승한 금값에 미뤄보면 트럼프 당선으로 인한 금값 하락 우려는 저가 매수의 기회로 활용할 수 있다.**

**그림 29. 2016년 트럼프 당선 직후 금값 추이**  
(단위 : 달러/1트로이온스) (당선일 11월 9일)



자료: Investing.com, KUVIC

**그림 30. 트럼프 1기 금가격 추이 (단위 : 달러/1트로이온스)**



자료: Investing.com, KUVIC

### 토큰증권(STO) 법제화 불확실성

토큰증권 법제화가 늦춰지고 있지만 제도화는 시간 문제

2023년 2월 금융위의 토큰증권 가이드라인이 발표되었고, 7월 국회에서 자본시장법, 전자증권법 개정안이 발의되면서 토큰증권 법제화가 순조롭게 진행되는 듯 보였다. 하지만 **한국 관료들의 디지털자산에 대한 보수적인 접근 때문에 법안 통과는 지속적으로 연기되었고, 21대 국회 회기가 종료되면서 STO 법제화는 무산되었다.** 2024년 1월 미국 증권거래위원회에서 비트코인 현물 ETF에 대한 승인이 이루어졌지만, 국내 증권사의 비트코인 현물 ETF 출시는 고사하고 비트코인 현물 ETF는 기초자산이 불확실하다는 이유로 해외 ETF의 거래도 금지시켰다. 한국의 정치 관료들은 해외 관료들보다 디지털 자산에 대해 극도로 보수적으로 접근하고 있으며, 혁신적인 금융 패더라임 변화에 대한 이해도 부족으로 법제화가 늦어지고 있다.

하지만 올해 5월 22대 국회가 개원하면서 자본시장법, 전자증권법 개정안이 재발의 되었으며, 정치권과 금융기관에서도 사뭇 다른 움직임을 보여주고 있다. 부산을 블록체인 규제 특구로 지정하여 부산디지털자산거래소 설립을 허가하고 해외 블록체인 기업들을 유치하고 있으며, STO 포럼에서 **여야 정치인들이 모여 트럼프 행정부 디지털 자산 정책 방향 기조에 맞춰 한국도 디지털 자산에 우호적인 환경을 조성해야하며 STO 법제화는 찬반의 문제가 아니라 현실의 문제라는 이야기**가 나오면서 본격적으로 제도화에 힘을 실을 것으로 보인다.

## V. Valuation

### 매출 추정 논리

#### 1. 한국 금거래소

표 3. 한국금거래소 매출 추정 (Base case)

단위 : 억원	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	18236	26514	17810	18355	38095	40614	43656
YOY	54.58%	45.39%	-32.83%	3.06%	107.54%	6.61%	7.49%
매출원가	17855	26241	17571	18101	37630	40118	43123
매출총이익	381	273	239	254	465	495	533
판매비와관리비	200	126	124	115	221	236	253
영업이익	181	147	115	139	244	260	279
기타수익		1	41	13	18	24	18
기타비용		10	21	8	13	14	12
금융수익		57	137	73	89	100	87
금융비용		78	161	128	122	137	129
법인세비용차감전순이익	181	117	111	89	216	233	244
법인세비용		26	24	20	45	49	51
당기순이익	181	91	87	69	170	184	193

자료: 동사, KUVIC

#### <Base case>

동사는 금 거래량에 대한 정보를 공개하지 않아서 매출액과 금가격을 통해 Q의 상승률을 역산할 수 있었다. 금가격이 상승 추세에 있었던 2020,2021년의 Q의 상승률은 P상승률의 1.9~2.1배 사이값을 가지므로 Q상승은 P상승분의 두배로 추정하였다. 2022년과 2023년은 글로벌 경제 상황이 악화하는 상황으로 추정에서 배제하였다. 2024년의 매출액은 3분기까지의 금 가격 상승분 29.89%가 유지된다고 가정하고 계산하였다. 2025년과 2026년의 금가격은 GLTER 방법을 사용하여 추정하였고, P상승분율의 두배를 곱해 Q상승분을 계산하였다.

표 3. 한국금거래소 매출 추정 (Bull case)

단위 : 억원	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	18236	26514	17810	18355	38095	45811	55515
YOY	-	45.39%	-32.83%	3.06%	107.54%	20.26%	21.18%
매출원가	16645	26241	17571	18101	37630	45252	54838
매출총이익	1591	273	239	254	465	559	677
판매비와관리비	171	126	124	115	221	266	322
영업이익	1420	147	115	139	244	293	355
기타수익		1	41	13	18	24	18
기타비용		10	21	8	13	14	12
금융수익		57	137	73	89	100	87
금융비용		78	161	128	122	137	129
법인세비용차감전순이익		117	111	89	216	266	320
법인세비용		26	24	20	45	56	67
당기순이익		91	87	69	170	210	253

자료: 동사, KUVIC

<Bull case>

2024년까지의 추정은 Base case와 동일하게 추정하였다. 2025,2026년 ASP는 최근 5개년 연평균 원화 약세분을 반영하여 추정하였고, Q상승률은 ASP 상승률의 두배를 곱해 계산하였다.

표 3. 한국금거래소 매출 추정 (Bear case)

단위 : 억원	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	18236	26514	17810	18355	38095	22941	19532
YOY	-	45.39%	-32.83%	3.06%	107.54%	-39.78%	-14.86%
매출원가	16645	26241	17571	18101	37630	22661	19293
매출총이익	1591	273	239	254	465	280	238
판매비와관리비	171	126	124	115	221	133	113
영업이익	1420	147	115	139	244	147	125
기타수익		1	41	13	18	24	18
기타비용		10	21	8	13	14	12
금융수익		57	137	73	89	100	87
금융비용		78	161	128	122	137	129
법인세비용차감전순이익		117	111	89	216	119	90
법인세비용		26	24	20	45	25	19
당기순이익		91	87	69	170	94	71

자료: 동사, KUVIC

<Bear case>

2024년까지의 추정은 Base case와 동일하게 추정하였다. 2025, 2026년은 비트코인 시장으로의 자금이동과 미국 금리 인상 등의 영향을 반영하여 ASP를 추정하였고, Q는 금 시장의 거래량이 급격하게 떨어졌던 2022,2023년도 하락분을 이용하여 추정하였다.

2. 부산디지털자산 거래소

표 4. 부산디지털자산 거래소 매출 추정

단위 : 억원	2025E	2026E
매출액	1104	1230
YOY	-	11.39%

자료: 동사, KUVIC

부산디지털자산 거래소는 2024년 연내 거래 지원 예정이었지만 2024년이 한 달 남은 시점에서 내년 1분기부터의 매출을 추정하는 것이 더 타당하다고 판단하였다. 부산디지털자산거래소에서 동사의 연결 자회사 ‘한국금거래소 디지털에셋’을 인수하면서 2025, 2026년 ‘한국금거래소 디지털에셋’의 매출은 부산디지털자산 거래소 매출로 인식하여 추정하였다. ‘한국금거래소 디지털에셋’의 매출액은 ‘한국 금거래소’의 매출 추정 논리와 동일한 방법을 사용하였다.

2026년부터는 가상자산 거래지원에 대한 수수료 매출을 반영하였다. 가상자산 시장 4년 사이클을 고려하여 2022년 가상자산 거래소 점유율 4위 기업인 ‘코빗’의 매출 43억원과 동일한 매출이 발생할 것이라고 추정하였다.

표 5. 한국금거래소 디지털에셋 매출 추정

단위 : 억원	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2635	1682	772	1036	1104	1187
YOY		-36.17%	-54.10%	34.20%	6.60%	7.50%

자료: 동사, KUVIC

3. STO 플랫폼

표 5. STO 플랫폼 매출 추정

단위 : 억원	2025E	2026E
매출액	440	1013
YOY	-	130.27%

자료: 동사, KUVIC

동사의 STO 거래소는 내년 상반기 이후 법제화와 함께 거래소 승인을 받고 3분기부터 영업이 가능할 것으로 추정하였다. 2025년은 초기시스템 구축으로 100억 수주 계약을 확보하였으며 2025년에 예약결제원 테스트베드를 거치는 3개의 STO 플랫폼이 점유율을 1/3 씩 나눈다고 가정하였다. 거래 수수료율은 기존 센골드와 동일한 0.3%를 적용하여 계산하였다. 2026년은 STO 시장 연간 성장률 추정치를 사용하여 매출을 추정하였다.

4. IT 서비스

표 6. IT 서비스 매출 추정

단위 : 억원	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4573	6187	7958	10040	11702	13090	14693
YOY	-	35.29%	28.62%	26.16%	20.45%	13.56%	11.86%
아이티센	1195	448	452	559	388	397	405
콤텍시스템	1923	2010	2123	2937	3749	4363	5035
쌍용정보통신	944	2051	2604	2581	3243	3451	3692
씨플랫폼	-	1076	1550	2211	2333	2387	2437
클로잇	-	-	218	1051	1989	24493	3123
기타	511	602	1011	701	-	-	-

자료: 동사, KUVIC

IT 서비스의 매출액은 4분기에 매출이 집중되는 경향이 있다. 지난 3년간 연도별 매출은 3분기 매출액에 평균적으로 1.9배를 곱한 값이었다. 이에 2024년도 매출액은 3분기까지 공시된 매출액의 1.9배를 적용하여 추정하였다.

아이티센의 공공기관 IT 서비스 수주는 계약마다 금액이 달라 ASP를 구할 수 없었다. 이에 2024년 ASP가 2025,2026년에 유지된다고 가정하고 IT서비스 시장 성장률 전망치를 이용하여 추정하였다.

콤텍시스템의 금융기관 IT 서비스 수주는 계약마다 금액이 달라 ASP를 구할 수 없었다. 이에 2024년 ASP가 2025,2026년에 유지된다고 가정하고 hybrid cloud 시장 성장률 전망치를 이용하여 추정하였다.

쌍용정보통신의 프로젝트 서비스 사업에 대한 ASP 자료를 구할 수 없었다. 이에 IT 인프라 시장 성장률 전망치를 이용하여 2025,2026년 매출을 추정하였다.

씨플랫폼 수주현황에 대한 정보를 공개하지 않는다. 이에 2025,2026년 IT 서비스 시장 성장률 전망치를 이용하여 추정하였다.

클로잇은 서비스 수주에 대한 자료를 공개하지 않는다. 2023년부터 네이버 하이퍼클로바와 협업하여 기업용 AI 시장에 진출하여 매출이 성장하였다는 점을 고려하여 2025,2026 기업용 AI 시장 성장률 전망치를 적용하여 추정하였다.

**비용 추정 논리**

1. 매출원가

표 7. 매출원가 추정

단위 : 억원	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
상품매출원가	14327	21808	18481	18307	36137	38486	41325
제품매출원가	6044	6241	3119	4572	4690	5763	6852
SW매출원가	1289	2994	2372	2581	3510	3886	4417
유지보수매출원가	1032	1709	1175	2592	3481	3848	4290
기타매출원가	48	47	1051	94	60	52	56
임대료매출원가	7	7	10	4	3	3	3
매출원가 합	21828	31376	24657	26492	47710	52658	57597

자료: 동사, KUVIC

상품매출원가는 한국금거래소 매출액 증가율을 이용하여 추정하였다. 상품매출원가는 금 가격의 상승으로 매도/매수 스프레드가 확대되고 이에 2024년 매출원가율이 1.2% 개선된다고 추정하였다. 2025,2026년은 금 가격 상승율을 반영하여 상품매출원가율을 계산하였다. 제품매출원가율은 금 가격 상승분과 직전 4개 연도 제품매출원가율 평균을 이용하여 계산하였다. SW매출원가, 유지보수매출원가,임대매출원가는 직전 4개 연도 SW매출원가율, 유지보수매출원가율, 임대매출원가율 평균을 이용하여 계산하였다. 기타매출원가는 2022,2023년도의 극단적 수치를 제외하고 평균치를 활용하여 추정하였다.

2. 판매비와 관리비

표 8. 판매비와 관리비 추정

단위 : 억원	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
급여	326	464	513	582	599	739	837
퇴직급여	30	41	55	42	43	53	60
복리후생비	41	59	77	85	87	108	122
지급수수료	170	246	249	276	441	481	527
여비교통비	9	17	21	26	27	33	37
접대비	10	14	17	17	15	16	16
세금과공과	19	28	33	36	29	32	32
감가상각비	30	45	56	69	74	61	65
무형자산상각비	16	48	30	30	35	36	33
지급임차료	7	12	13	17	18	20	22
경상연구개발비	54	58	54	69	83	94	106
보험료	4	8	9	12	12	15	17
교육훈련비	2	6	6	7	7	9	10
광고선전비	18	28	30	23	25	46	53
대손상각비	7	(9)	15	0	3	2	5
운반비	10	15	14	15	31	33	36
소모품비	2	6	12	11	23	24	26
기타	12	25	38	26	25	29	29
판매비와 관리비 합	21828	31376	24657	26492	47881	52039	56943

자료: 동사, KUVIC

급여, 퇴직급여, 복리후생비, 여비교통비, 보험료, 교육훈련비는 부산디지털자산거래소와 STO 플랫폼 오픈으로 늘어나는 직원 수와 명목임금 상승률을 반영하여 계산하였다. 지급수수료는 2020~2023년 매출액 대비 비중의 평균을 이용하여 계산하였다. 지급임차료는 서울의 임대료 상승율을 이용하여 계산하였다. 경상연구개발비는 IT 서비스 매출액 증가율을 이용하여 계산하였다. 2024년 광고선전비는 직전 4개년 평균치를 이용하여 계산하였고, 2025,2026년은 신사업 확대를 고려하여 추정하였다. 운반비와 소모품비는 금거래소 매출 상승률을 이용하여 계산하였다. 이를 제외한 판매비와 관리비는 직전 4개년도 평균치를 이용하여 계산하였다.

### Valuation Method

동사는 사업부가 다양하고 유사한 비즈니스 모델을 가진 회사를 찾기 어려워 SOTP 방식으로 밸류에이션 하였다. 금거래소부문, 디지털자산부문, IT서비스부문을 나누어 밸류에이션하였으며 각 사업부에서 유사한 회사를 찾아 Peer PER을 이용하여 밸류에이션을 진행하고 각 사업부 가치의 총합을 계산하여 밸류에이션 하였다.

#### 1. 금거래소부문

한국금거래소의 peer로 영국의 상장사인 Glencore를 선정하였다. 글로벌 원자재 거래 및 채굴 회사 Glencore의 2026년도 forward PER은 9.8배인데 영국 주식시장 대비 한국 주식시장이 평균적으로 받는 PER 디스카운트 27%를 적용하여 PER 7.7배를 사용하였다. **2026년도 Base case 기준 지배당기순이익 130억에 7.8배를 곱해 기업가치 1014억원을 도출하였다.** Bull case와 Base case 기준 2026년도 예상 당기순이익 170억과 48억을 적용하면 기업가치가 각각 1326억 375억으로 계산된다.

#### 2. 디지털자산부문

부산디지털자산거래소와 STO플랫폼의 Peer로 실물연계자산과 증권토큰 등 다양한 디지털 자산 거래를 지원하며 한국과 가장 유사한 일본에서 비즈니스를 하고 있는 일본의 SBI Holdings를 Peer로 선정하였다. SBI Holdings의 26년도 forward PER 10.8배를 사용하였다. **2026년도 기준 디지털자산부문 지배당기순이익 52억원에 10.8배를 곱해 기업가치 562억원을 도출하였다.**

#### 3. IT서비스부문

공공부문 IT 서비스를 주력 사업으로 하는 윈스(Wins)와 한컴MDS를 Peer로 선정하였다. 두 회사의 26년도 forward PER의 평균인 7.1에 **2026년도 IT서비스부문 지배당기순이익 50억을 곱해 기업가치 355억원을 도출하였다.**

표 N. 26F 기준 밸류에이션

구분(단위 : 억원, 배, %)	Base	Bull	Bear
금거래소부문 26F 지배 당기순이익	130	170	48
금거래소부문 Target P/E	7.8	7.8	7.8
금거래소부문 기업가치	1014	1326	375
디지털자산부문 26F 지배 당기순이익	52	52	52
디지털자산부문 Target P/E	10.8	10.8	10.8
디지털자산부문 기업가치	562	562	562
IT서비스부문 26F 지배 당기순이익	50	50	50
IT서비스부문 Target P/E	7.1	7.1	7.1
IT서비스부문 기업가치	355	355	355
26F 지배 당기순이익 합	232	272	150
Target P/E	8.3	8.3	8.6
목표 시가총액	1931	2243	1292
보통주 주식수	23,204,527	23,204,527	23,204,527
목표주가 (원)	8320	9670	5570
상승여력 (%)	52.6%	77.4%	2.2%

자료: KUVIC



**Compliance Notice**

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
  - 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
  - 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
  - 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.