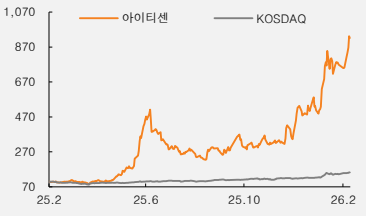
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.3.6

탐방 노트

	Not Rated
현재주가(26/3/5)	60,800원
영업이익(25F,십억원)	-
Consensus 영업이익(25F,십억원)	-
EPS 성장률(25F,%)	-
MKT EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	-
KOSDAQ	1,192.78
시가총액(십억원)	1,357
발행주식수(백만주)	23
유동주식비율(%)	75.1
외국인 보유비중(%)	5.5
베타(12M) 일간수익률	2.05
52주 최저가(원)	5,470
52주 최고가(원)	59,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	21.1	290.3	814.1
상대주가	9.9	162.3	490.7



김나미
nami.kim@miraeasset.com

124500 · IT서비스

아이티센글로벌

金의환향: 21세기 골드러시

IT서비스 엔진 기반, RWA·STO 플랫폼으로 도약 기대

동사는 공공 SI/ITO 기반 IT 서비스와 Web3·디지털자산 분야를 아우르는 중견기업으로, 최근 STO(토큰증권) 제도화와 실물자산(RWA) 토큰화 모멘텀을 타고 급성장 중이다. 기존 IT 인프라·시스템통합(SI) 역량을 토대로 한국금거래소 등 계열사를 통해 국내 최대 금 유통 인프라를 보유하며, 이를 블록체인 기반 디지털 자산으로 전환하는 전략을 추진하고 있다. 금·귀금속 등 실물자산을 토큰화한 '금 기반 STO'와 RWA 플랫폼을 핵심 성장동력으로 삼아, 전통 금융과 디지털 금융의 결합을 선도하는 차별화된 사업 구조를 갖춰가고 있다.

실물 금 밸류체인 기반 디지털 금융 선점 가속화

동사는 한국금거래소를 중심으로 원재료 수입부터 유통·수출까지 수직 계열화된 실물 인프라 위에 블록체인 기반 토큰화(KGLD)와 제도권 거래소(BDAN) 인프라를 결합함으로써, 실물 금 밸류체인을 내재화한 국내 유일의 RWA·STO 선도 플레이어라는 차별화된 포지션을 구축하고 있다. 특히 하나은행과의 협력을 통한 금 예치·스테이킹·담보대출·생활결제로 이어지는 디지털 금융 루프와 '하나 골드 신탁' STO화를 통한 약 800톤 규모의 국내 민간 보유 금 제도권 흡수는 향후 비정형 증권의 발행 및 유통 시장 내 지배력을 결정지을 핵심 동력이다. 중장기적으로는 JPYC(엔화 스테이블코인)와의 얼라이언스를 통해 '엔화(JPYC)-금(KGLD)-원화'로 이어지는 크로스보더 결제 모델을 상용화함으로써, 국내 토큰증권 발행사를 넘어 글로벌 RWA 인프라 플레이어로의 외연 확장을 가속화할 전망이다.

밸류에이션 및 리스크

동사의 PBR 1.5배는 국내 IT 서비스 피어 대비 저평가 국면에 머물러 있다. 2026년 STO 제도권 편입에 따른 금 토큰증권 신사업의 실적 기여와 디지털 자산(BDAN·JPYC) 인프라 협업 성과가 확인되는 시점부터 멀티플 재평가 국면에 진입할 것으로 판단한다. 다만, 귀금속 유통 부문의 금 시세 의존도와 공공 IT 서비스 부문의 수주 편중 구조, 그리고 STO 및 스테이블코인 관련 입법 속도에 따른 신사업 지연 가능성은 수익성 변동성을 높일 수 있는 주요 리스크 요인으로 작용한다.

** 본 자료는 26년 1월 27일 탐방을 바탕으로 작성되었습니다.

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (십억원)	2,275	3,281	2,621	2,815	4,962
영업이익 (십억원)	15	32	30	31	59
영업이익률 (%)	0.7	1.0	1.1	1.1	1.2
순이익 (십억원)	6	-7	2	1	4
EPS (원)	312	-361	85	32	184
ROE (%)	14.1	-12.6	3.1	1.1	5.8
P/E (배)	16.8	-13.9	42.1	234.4	28.3
P/B (배)	1.9	1.7	1.3	2.4	1.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

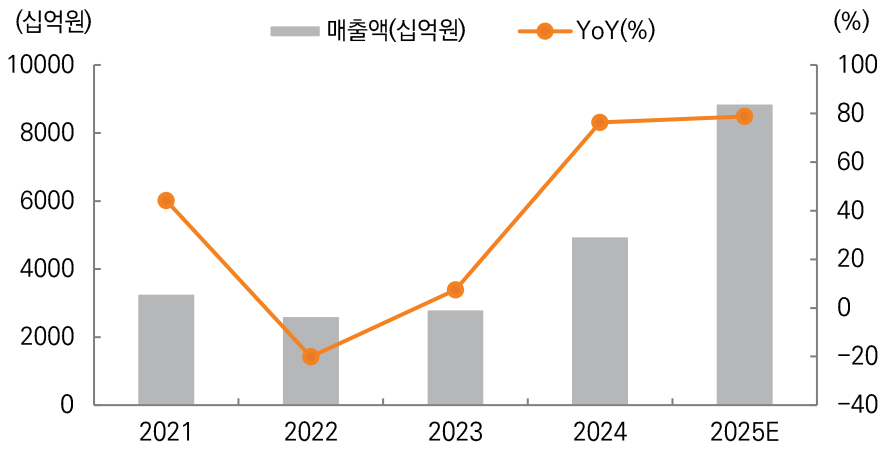
IT서비스 엔진 기반, RWA·STO 플랫폼으로 도약 기대

실물 금 밸류체인을 내재화한 국내 유일의 RWA·STO 선도 플레이어

아이티센글로벌은 2005년 설립 및 2014년 코스닥 상장 이후, 경영관리와 투자 기능을 통해 그룹의 성장동력을 발굴해 왔다. 동사는 SI(시스템 통합), 클라우드, AI, 보안 등 엔터프라이즈 IT 솔루션을 주력으로 하며, 탄탄한 계열사 네트워크를 통해 방산·공공·금융 분야의 대형 프로젝트를 성공적으로 수행해 왔다. 매출의 상당 부분이 이러한 IT 서비스 부문에서 발생하며, 안정적인 프로젝트 기반의 수익 구조를 유지하고 있는 것이 강점이다.

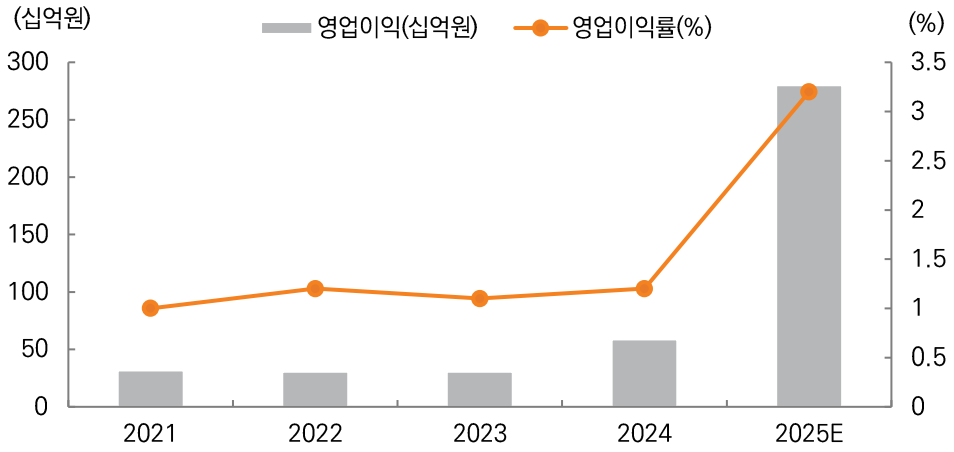
최근 아이티센글로벌은 이러한 기술적 기반 위에 Web 3.0 관점의 실물자산 유통 플랫폼을 결합하며 사업 구조를 혁신하고 있다. 특히 2026년 1월, 국내 STO 관련 법안(자본시장법·전자증권법 개정)이 국회 본회의를 통과하며 실물자산 기반 토큰증권 발행·유통이 제도권으로 편입된 점은 큰 전환점이 되었다. 이를 기점으로 동사의 '금 토큰증권' 사업은 본격 상용화 궤도에 올랐다. 국내 최대 금 유통 인프라를 보유한 한국금거래소를 중심으로 금·은·구리·팔라듐 등 실물자산을 블록체인 상에서 토큰화하고 있으며, 분산원장(DLT) 기술을 활용한 발행·관리·유통 통합 플랫폼을 구축하며 시장 선점에 나섰다. 나아가 2024년 위드센·비전벤처스 설립 및 인포유앤컴퍼니 인수 등 전략적 투자를 통해 클라우드 전환 및 솔루션 개발 역량 또한 강화했다. 해외법인 설립과 사명 변경을 통해 글로벌 기업 전환을 추진 중이며, AI 기반 솔루션 출시와 글로벌 파트너십 확대를 통해 실물자산의 디지털 전환을 선도하는 글로벌 디지털 자산 및 DX 전문 기업으로 도약하고 있다.

그림 1. 아이티센글로벌 매출액 및 성장률 추이



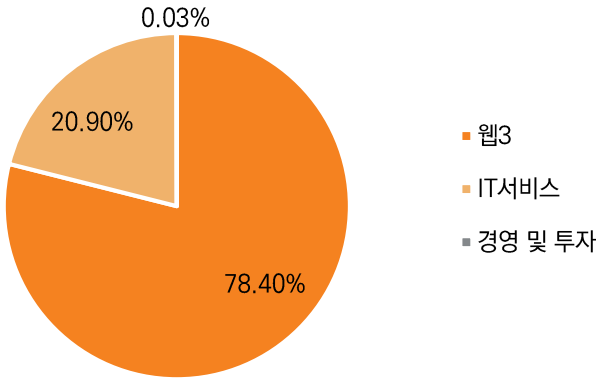
자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 아이티센글로벌 영업이익 및 영업이익률 추이



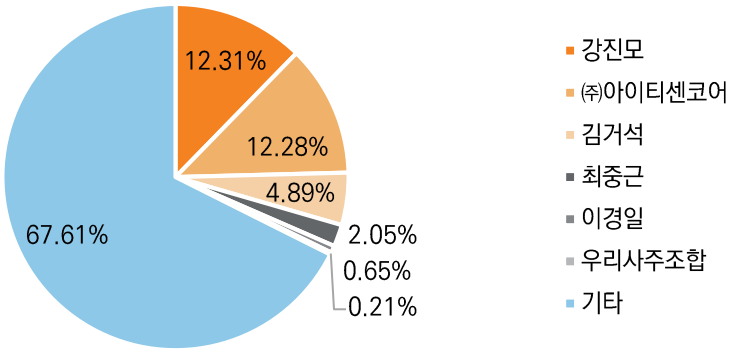
자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 아이티센글로벌 부문별 매출 비중(2024)



자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 아이티센글로벌 주요주주 현황(2024)



자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

주력 사업군: 금 유통·디지털자산 기반 Web3 생태계

Web3 부문: 금 유통·플랫폼 기반 거래 성장

Web3 부문은 2018년 한국금거래소 인수 이후 금 유통 시장에 온라인·모바일 플랫폼을 결합해 성장한 사업군으로, 그룹 연결 매출의 70~80%를 차지하는 핵심 외형 동력이다. 금 실물 비즈니스는 도·소매에 더해 은행·KRX·수출·기업체 등 10개 이상 채널로 분산된 유통망을 기반으로 하며, 국내 금 가격이 국제 시세 대비 낮을 때 매입 후 수출하는 차익 유통 모델도 병행하는 구조다.

디지털 접점은 '센골드'와 '금방금방'이 담당한다. 주요 플랫폼인 센골드는 금을 0.1g 단위로 24시간 매매할 수 있도록 소액화해 호가창 기반 거래를 제공하며, 누적 사용자 약 122만 명, 누적 거래액 약 1.2조 원을 기록 중이다. 온라인 매입 금을 한국금거래소의 전국 약 110개 매장 네트워크를 통해 실물 인출 및 선물로 연결하는 오프라인 연계 구조가 차별화 포인트다. 금방금방은 보유 중인 반지·골드바 등 실물 귀금속을 자산화해 온라인에서 직거래할 수 있는 P2P 플랫폼으로, 신규 매수 중심의 센골드와 상호 보완적 역할을 한다.

수익·변동성 관점에서 Web3 부문은 금 유통 및 판매가 한국금거래소 매출에 직접 연동되는 구조상 국제 금 가격과 투자 수요 변화에 민감하며, 연말 성수기 등 시즈널리티가 존재한다. 중장기적으로는 온라인화로 축적된 거래 및 고객 기반을 발판으로 실물 기반 디지털 자산화 전략을 단계적으로 고도화한다는 방향이다.

신규 사업부문: RWA·STO 기반 디지털자산 인프라

2026년 1월 STO 법안(자본시장법·전자증권법 개정) 통과로 실물자산 기반 토큰증권의 발행·유통이 제도권으로 편입됨에 따라, 아이티센글로벌은 금 토큰증권 사업을 본격화하고 있다. 한국금거래소를 중심으로 금·은·구리·팔라듐 등 실물자산을 블록체인 상에서 토큰화(RWA)하고, 분산원장(DLT) 기반의 발행·관리·유통 플랫폼을 구축 중이다. 하나은행과의 협력을 통한 금 예치·이자 모델 및 금 기반 스테이블코인·일상 결제 연계 서비스, 부산디지털자산거래소(BDAN) 지분 투자(20%)를 통한 RWA 중심 거래소 생태계 확대도 병행하고 있다.

STO 사업은 대형 증권사 대상 발행 플랫폼 구축, RWA fractionalization, DeFi 연계(크레더의 골드스테이션 DAO DEX 등)로 구성되며, 금 50톤 온체인화(5년 목표, 10조 원 규모 RWA 생태계 구축)를 핵심 로드맵으로 제시한다. 비즈니스 모델은 유통보다 발행과 서비스에 집중하는 발행사 모델을 지향하며, 발행량(TVL) 확대에 따른 준비자산 운용 및 관리 수익을 중심에 둔다. 수수료·플랫폼 운영 기반의 반복 매출 구조로 전환될 가능성이 높아 기존 IT 사업과의 시너지가 기대되며, 규모의 경제 달성 시 강력한 영업 레버리지 효과가 발생할 것으로 전망된다.

실물 금 인프라 기반 RWA·STO 시장 내 포지셔닝

국내 STO 시장이 신탁수익증권 위주에서 투자계약증권 및 RWA로 확대되는 초기 단계에서, 아이티센글로벌은 금 실물자산 토큰화 레퍼런스를 바탕으로 독보적인 포지셔닝을 구축하고 있다. 동사의 금 토큰화 로드맵은 한국금거래소가 보관·관리하는 현물 금을 1:1 매칭해 KGLD(케이골드)를 발행하고, 향후 5년(2026~2030년)간 총 50톤 규모 실물 금을 단계적으로 온체인화하여 10조 원 규모의 디지털 금 금융 생태계를 구축한다는 계획이다. 이는 단순 보유·연동형 토큰을 넘어 유통·보관·거래 전 과정을 블록체인 기반 디지털 공급망(Supply Chain)으로 통합하는 전략으로, RWA의 최대 난제인 신뢰 가능한 실물 밸류체인을 그룹 인프라(한국금거래소)와 기술(블록체인)로 선제 확보한 점이 차별화 요소다.

표 1. 기존 금 투자 vs 아이티센의 RWA 모델

구분	기존 금 투자 (KRX/실물)	아이티센 RWA·STO 모델
핵심 가치	단순 시세 차익 (Capital Gain)	시세 차익 + 보유 이자 (Yield)
환금성/활용	매도 시에만 현금화 가능	LTV 70% 담보 대출 및 결제 활용
비즈니스 모델	유통 마진 기반 (일회성)	발행 및 관리 수수료 (반복 매출)
확장성	국내 시장 한정	JPYC 협업 등 크로스보더 결제
신뢰도	개별 거래소/금은방	하나은행 신탁 + BDAN 제도권 인프라

자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

실행 측면에서는 하나은행과의 협력을 통해 원화–금 토큰 전환 후 자동 예치/스테이킹(연 1~2% 수익) 모델을 제시하며 금융권 수준의 신뢰도를 확보했다. 나아가 예치된 금 토큰을 담보로 LTV 약 70% 수준의 스테이블코인 대출을 받아 일상 결제에 활용하는 '담보 기반 유동화' 시나리오를 구체화하고 있다. 이는 금을 직접 매도하지 않고도 자산 가치를 활용하는 '마이너스 통장' 유사 구조로, 향후 원화 스테이블코인 발행사와의 협력을 통해 상용화될 예정이다.

이러한 디지털 기반 협력과 더불어, 실물 금 신탁 기반의 이자 지급 모델을 통해서도 금융권 신뢰도를 축적 중이다. 특히 '하나 골드 신탁'은 고객이 실물 금을 수탁하면 연 1.5%의 이자를 제공하고 1년 뒤 동일 중량의 현물 인출을 보장하는 구조를 갖추고 있다. 이는 국내 가계에 축적된 약 800톤(약 170조 원 규모)의 가정 보유 금을 제도권으로 흡수하는 핵심 경로로 작용할 것이며, 향후 일본(약1,500톤) 등 해외 시장으로의 확장 가능성도 열려 있다.

다만 현행 신탁 구조는 1년 락업 및 중도 해지 제한이라는 유동성 제약을 내포한다. 이를 해소하기 위한 방안으로 '하나 골드 신탁'의 토큰증권화(STO)를 추진중이며, 비금전 신탁수익증권 형태로 설계하여 조각화 및 거래소 상장을 통해 환금성을 확보한다는 구상이다. 결과적으로 '은행 앱 내 원화의 금 토큰 전환 → 자동 예치 및 스테이킹 → 담보 대출(LTV 70%) → 생활 결제 연결'로 이어지는 디지털 토큰 기반의 담보 유동화 구조와 실물 신탁 기반의 STO가 상호 보완적으로 결합됨으로써, 자산 소진이 아닌 담보 기반의 결제 생태계가 구축될 것으로 판단된다.

중장기적으로는 금 외 은·구리·팔라듐 등 원자재, 부동산으로 RWA 다변화 및 Data-as-a-RWA까지 확장 여지를 열어두는 한편, JPYC(일본 엔화 스테이블코인)와의 얼라이언스를 통해 '엔화(JPYC)-금(KGLD)-원화(향후 원화 스테이블코인)'로 이어지는 크로스보더 결제 모델을 2026년부터 본격 상용화할 계획이다. 향후 핵심 마일스톤은 금 토큰과 스테이블코인을 연결한 일상 결제 PoC의 상용화, 그리고 STO 제도화 국면에서의 '금 토큰증권' 공모 완판 레퍼런스 축적(온체인화 규모 확대 포함)이다. STO 관련 규제 속도에 따른 변동성에도 불구하고, 동사는 국내 유일의 제도권 거래소(BDAN) 인프라 내에서 실물 인프라와 디지털 금융 서비스를 수직 계열화했다는 점에서 글로벌 모델(XAUT, PAXG 등) 대비 실물 인프라 기반 RWA 영역에서 선도적 리레이팅 여지가 크다.

표 2. 디지털 자산 사업 현황

구분	사업 내용
센골드	디지털 금 조각투자 플랫폼
크레더	디지털 금 연동 스테이블코인 발행
비단	블록체인 기반 디지털 자산 거래소
아이티센 피엔에스	양자내성암호 기반 전자지갑 개발

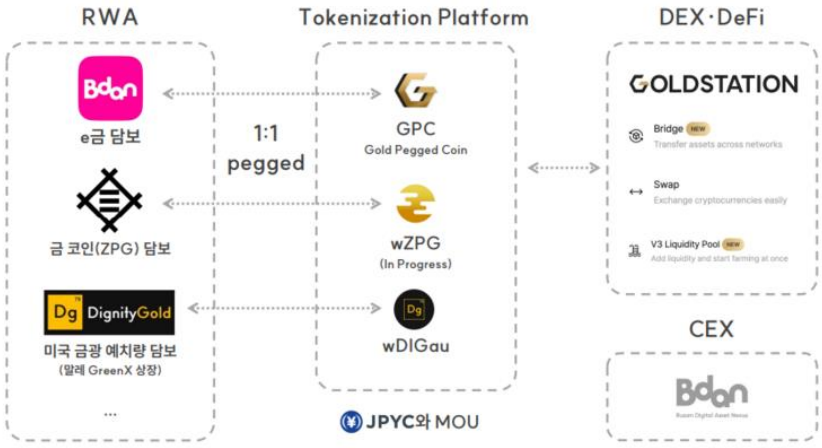
자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 중장기 금 토큰화 로드맵

구분	목표 수치 및 핵심 과제	기대 효과
온체인화 규모	향후 5년 내 실물 금 50톤 온체인화	약 10조 원 규모의 RWA 생태계 구축
신탁 자산 흡수	국내 민간 보유 금 800톤 제도권 편입	비정형 증권 발행 및 유통 시장 지배력 확보
글로벌 확장	JPYC(엔화)-KGLD-원화 결제 모델 상용화	크로스보더 결제 기반 멀티플 리레이팅
자산 다변화	은, 구리, 팔라듐 등 원자재 RWA 확장	종합 디지털 자산 플랫폼으로 도약

자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 아이티센의 RWA 토큰 플랫폼 수익 모델



자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

기존 사업군: 공공 SI/ITO 및 그룹 전략 투자

IT서비스 부문: 공공 중심 SI/ITO 기반 위에 클라우드·AI·보안 결합

IT서비스 부문은 동사가 축적한 시스템 통합·운영 노하우를 바탕으로 컨설팅–설계/구축–운영/유지보수까지 전 과정을 수직 계열화된 체계로 제공하는 토털 IT 서비스를 지향한다. 공공부문 매출 비중이 약 90% 이상으로, 전국 시·군·구 행정·재경·국세·교육 등 대규모 구축·운영·유지보수 사업을 중심으로 안정적인 수주 기반을 확보하고 있다. 최근에는 클라우드 네이티브 전환 및 생성형 AI 도입을 통한 업무 효율화·비용 절감 사례를 다수 확보하며 기존 공공 인프라 위에 고부가가치 서비스를 결합하는 방향으로 사업을 고도화하고 있다. 다만 높은 공공 의존도는 정책·예산 환경 변화에 따른 수주 변동성 리스크로 작용할 수 있어 민간 부문 확대 여부가 중장기 관전 포인트다.

경영·투자 부문: 그룹 포트폴리오 운영(투자·M&A)과 창업투자(TIPS)

경영·투자 부문은 M&A를 통한 신사업 발굴, 투자 타당성 검토, 윤리경영 감독 등 그룹 전체의 최종 조정자 역할을 수행한다. 2024년 중소벤처기업부 TIPS 운영사로 선정되어 유망 스타트업 발굴·육성 및 자금·멘토링·네트워크 지원을 담당하고 있으며, 이를 통해 신흥사업군과의 연계 가능성도 열어두고 있다.

그림 6. 경영·투자 부문을 통해 다각화된 동사의 금 RWA 계열사

자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. IT서비스 부문 주요 수주 레퍼런스

사업명	수주일	납기	수주총액 (십억원)	기납품액 (십억원)	수주잔고 (십억원)
23~25년 육군 상용정보통신장비 통합유지보수(3지역)	2023-08-01	2025-09-15	11.8	11.8	0.0
국방과학연구소 통합정보체계 노후장비 교체	2024-09-03	2025-01-02	5.3	5.3	0.0
2024년 제2차 범정부 정보자원 통합구축 HW1	2024-10-24	2025-02-14	7.6	7.6	0.0
2025~2027년 K-에듀파인 물적기반 유지관리	2025-01-01	2027-12-31	20.0	5.0	15.0
2025~2026년 K-에듀파인 운영 및 유지보수	2025-01-01	2026-12-31	10.6	4.0	6.7

자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

외형 성장과 수익성 개선의 동시 달성

동사의 2025년 잠정 연결 기준 매출액은 8조 8,708억원(YoY +78.8%), 영업이익 2,799억원(YoY +378.0%), 당기순이익 1,980억원(YoY +449.0%)으로 사상 최대 실적을 경신했다. Web3·디지털자산 부문의 가파른 성장과 IT 서비스 부문의 안정화가 맞물리며 수익성이 대폭 개선되었으며, 별도 기준에서도 순이익이 전년 동기 대비 큰 폭으로 개선되며 뚜렷한 턴어라운드 기조를 확인했다.

연결 매출 구성(3분기 누적 기준)은 Web3 부문이 4조 790억 원으로 전체의 83.6%를 차지하며 외형 성장을 견인하고 있다. 이어 IT 서비스 부문이 7,833억 원(16.4%), 경영·투자 부문이 15억 원(0.03%) 순으로 나타난다. 실물자산(귀금속) 유통과 디지털 플랫폼을 결합한 Web3 모델이 핵심 수익원으로 완전히 안착한 구조다.

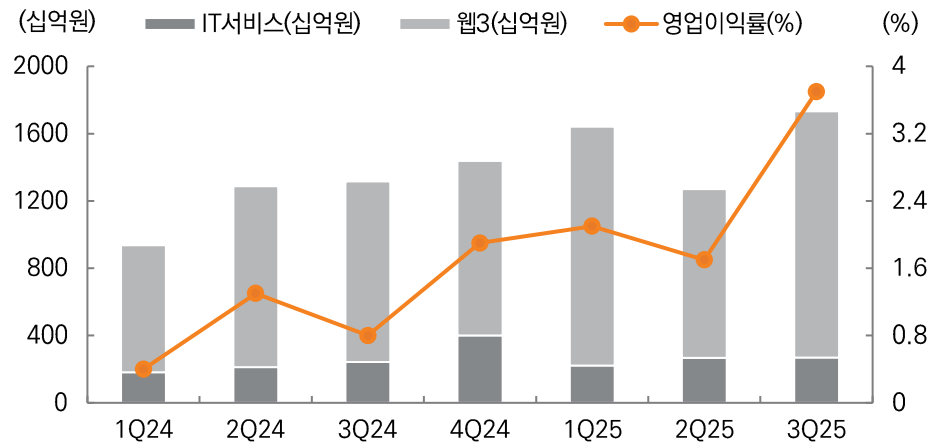
수익성 측면에서는 매출원가율이 전년 동기 96.4%에서 94.9%로 하락하며 3분기 영업이익률이 0.8%에서 3.7%로 급등했는데, 이러한 급증세는 전쟁·관세 등 지정학적 리스크 확대로 안전자산 선호가 강화된 가운데, 2025년 1·3분기 국내 금 수요가 폭증하며 국제 시세 대비 최대 20%의 프리미엄이 형성되는 등 귀금속 유통 및 디지털 자산 거래가 크게 확대된 데 기인한다. STO 제도권 편입 모멘텀과 IT 서비스 부문의 성장, 계열사 시너지 또한 외형 성장에 복합적으로 작용하고 있어, 수익성 개선 기조는 당분간 지속될 것으로 판단된다.

표 5. 아이티센글로벌 최근 분기 및 연간 실적 추이 (십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2021	2022	2023	2024
매출액	910.7	1259.8	1284.9	1506.4	1636.6	1266.7	1727.3	3280.9	2621.1	2815.1	4961.8
YoY(%)	50.6	95.5	94.4	66.5	79.7	0.6	34.4	44.2	-20.1	7.4	76.3
IT서비스부문	182	212.7	241.9	400.3	222	268	268.4	618.7	795.8	1004	1036.8
Web3.0 부문	754.9	1073.4	1074.3	1037.7	1418.9	1002.8	1463.1	3276.7	2113.6	1959	3940.3
연결조정	-26.1	-26.3	-31.3	68.4	-4.3	-4.2	-4.3	-614.6	-288.3	-147.9	-15.3
매출원가	874.2	1210.8	1243.7	1430.7	1562.9	1207.2	1627	3137.6	2465.8	2649.3	4759.3
매출총이익	36.5	49	41.2	75.7	73.6	59.5	100.3	143.2	155.3	165.9	202.5
판관비	32.6	33	30.7	47.7	39.8	37.9	35.8	111.7	124.8	135.4	143.9
영업이익	3.9	16.1	10.6	28.1	33.8	21.6	64.5	31.5	30.4	30.5	58.6
세전이익	2.6	16.8	9.4	19.1	35.3	26.8	58.9	7.3	41.1	0.6	47.8
법인세비용	0.8	4.4	1	5.6	9.1	9.7	12.4	10	9.9	6.8	11.7
순이익(연결)	1.8	12.4	8.4	13.6	26.2	17.2	46.5	-2.7	31.2	-6.2	36.1
매출총이익률(%)	4	3.9	3.2	5	4.5	4.7	5.8	4.4	5.9	5.9	4.1
영업이익률(%)	0.4	1.3	0.8	1.9	2.1	1.7	3.7	1	1.2	1.1	1.2
세전순이익률(%)	0.3	1.3	0.7	1.3	2.2	2.1	3.4	0.2	1.6	0	1
순이익률(연결,%)	0.2	1	0.7	0.9	1.6	1.4	2.7	-0.1	1.2	-0.2	0.7

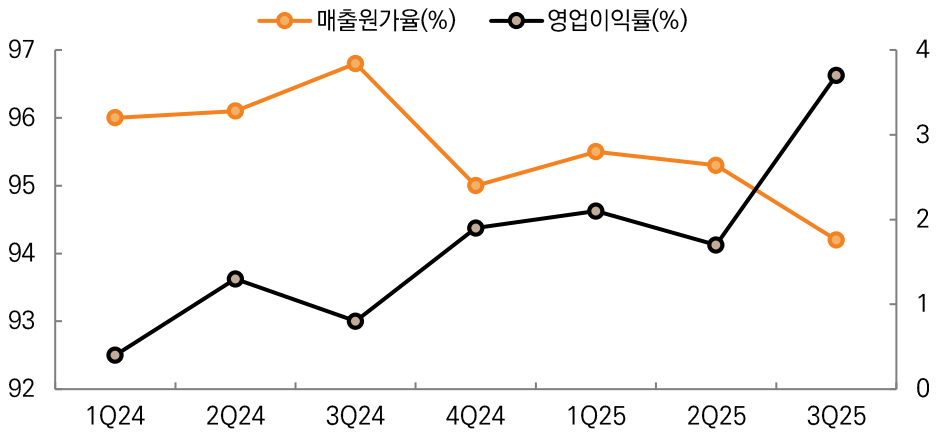
자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 아이티센글로벌 부문별 매출액 및 영업이익률 분기별 추이



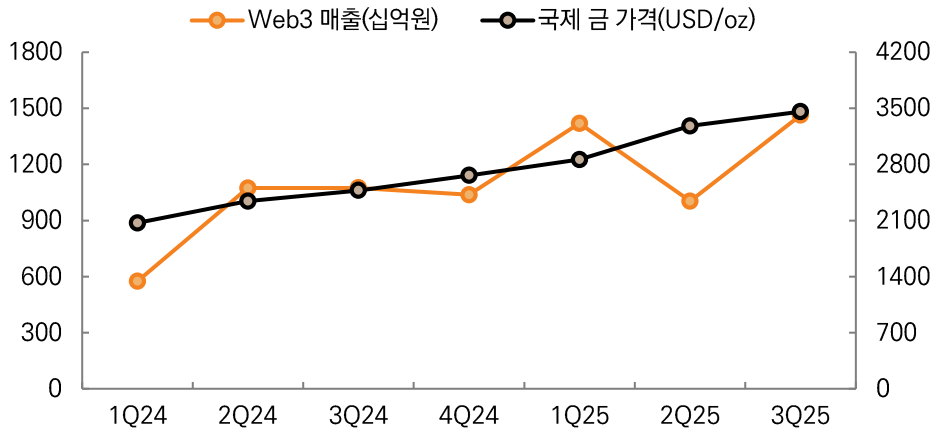
자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 아이티센글로벌 매출원가율 및 영업이익률 분기별 추이



자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. Web3 부문 매출 및 국제 금 가격 추이



자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

동사의 PBR 1.5배(2024E)는 국내 IT서비스 피어 대비 디스카운트 구간에 위치해 있다. 이는 Web3·디지털자산 부문의 고성장에도 불구하고 공공 IT서비스 의존도, 신사업 수익화 불확실성, 상대적으로 낮은 인지도 등이 복합적으로 작용한 결과로 해석된다. PER 28.3배는 표면상 피어 범위(20~33배) 내에 있으나, 순이익 레벨이 아직 정상화되지 않은 상황에서 기저 효과가 상당 부분 반영되어 있어 PER의 절대적 해석보다는 PBR·ROE 개선 궤적 중심의 접근이 유효한 구간으로 판단된다.

수익성 측면에서는 2024E 기준 ROE -1.1%로 자기자본 이익률 회복이 진행 중이나, 이는 한국금거래소 인수 과정에서 발생한 비지배지분 구조상 지배기업 귀속 순이익이 연결 순이익 대비 크게 낮게 산정되는 데 기인한다. 25F ROE 19.6%로의 급격한 개선이 컨센서스상 반영되어 있어 턴어라운드 가시성이 높아지고 있으며 Web3 귀금속 유통을 포함한 연결 기준 매출 규모 또한 피어를 크게 상회하나, 유통 매출의 낮은 마진 구조를 감안하면 영업이익률 개선 속도가 멀티플 정당화의 핵심 변수다.

현 주가는 IT서비스 피어 대비 밸류에이션 디스카운트 구간이지만, ① Web3·귀금속 유통 기반의 외형 성장 지속 여부, ② STO 제도권 편입(2026년 1월) 이후 금 토큰증권 사업의 실적 전이 속도, ③ BDAN·JPYC 등 디지털자산 인프라 협력의 가시적 성과가 확인되는 시점에 멀티플 재평가가 이루어질 것으로 판단된다. 신사업 모멘텀이 실제 이익으로 전환되며 ROE가 정상화되는 구간이 밸류에이션 방향성 결정의 분기점이 될 전망이다.

표 6. IT서비스 & Web3 관련 업체 Peer Valuation (십억원, %, 배)

국가/회사명		시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR	
			23Y	24Y	23Y	24Y	23Y	24Y	24Y	25Y	24Y	25Y	24Y	25Y
국내	아이티센글로벌	931	2,815	6,137	31	59	1	4	-1.1	19.6	28.3	60.6	1.5	13.6
	아이티센엔텍	49	392	542	8	9	5	12	15.4	16.0	3.6	5.7	0.5	0.9
	롯데정보통신	220	1,196	1,170	57	26	42	9	3.5	2.9	22.8	34.1	0.7	0.8
	포스코DX	3,357	1,486	1,075	111	109	92	52	18.2	13.9	32.9	94.3	5.5	8.6
	현대오토에버	7,513	3,065	4,252	181	224	138	182	10.7	10.7	20.2	60.4	2.0	6.2
해외	Accenture	129,361	64	71	9	10	7	8	28.1	27.8	28.6	15.8	7.6	4.2
	CME	114,760	6	7	3	4	3	4	13.1	13.9	24.1	30.0	3.2	4.0
	Cognizant	31,143	19	21	3	3	2	2	17.4	17.5	15.9	12.4	2.6	2.1
	Paypal	43,041	30	33	5	6	4	5	23.1	25.2	18.5	8.8	4.2	2.1
	Coinbase	55,267	3	7	0	1	0	1	32.5	17.5	25.1	26.3	6.1	3.8
평균			908	1,332	41	45	29	28	16.1	16.5	22.0	34.8	3.4	4.6

출처: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

동사의 매출 83% 이상을 차지하는 Web3·귀금속 유통 부문은 국제 금 시세에 대한 직접적인 노출이 불가피하다. 금 가격 상승 국면에서는 거래량 증대와 마진 개선이 동반되나, 가격 조정 시 외형 축소와 수익성 훼손이 동시에 발생할 수 있어 단일 자산 가격에 대한 의존도가 과도하게 높다는 점은 구조적 리스크로 작용한다.

Web3 신사업(STO·스테이블코인·RWA 토큰화) 측면에서는 국내 제도화 일정 지연 리스크가 상존한다. STO 가이드라인 제시 이후 지연되었던 입법 공백이 1월15일 자본시장법·전자증권법 개정안의 통과로 해소되며 단계적 제도화가 진행 중이나, 입법 논의가 예상보다 늦어지거나 스테이블코인 발행 관련 비은행권의 역할이 축소되는 보수적 설계가 이루어질 경우 신사업 수익화 시점이 지연될 가능성이 있다.

IT서비스 부문은 공공부문 매출 의존도가 90% 이상으로 높아, 정부 예산 삭감이나 대형 IT사업자의 공공시장 재진입 등 정책 환경 변화에 따른 수주 변동성이 잠재 리스크다. 민간 부문 확대 및 글로벌 진출(일본·동남아·중동)이 진행 중이나 아직 실질적인 성과로 연결되지 않은 단계다. 마지막으로 한국금거래소 지분 구조상 잔여 주주와의 콜옵션 약정(2025년 3월 체결, 36~60개월 내 행사 가능)이 존재하며, 행사 시점의 공정가치에 따라 추가 자금 소요 및 재무 부담이 발생할 수 있다는 점도 주의가 필요하다.

표 7. 국내 STO 법안 및 규정 타임라인

날짜	단계	사건/근거	무엇이 바뀌나(제도 요지)	역할 영향 (발행/유통/계좌관리/수탁·정산)	실무 규제 포인트
2023-02-06	정책 (정비방안)	금융위 「토큰증권 발행·유통 규율체계 정비방안」	전자증권법 체계 내 수용, 발행인 계좌관리기관, (투자계약증권·수익증권) 장외거래중개업 방향 제시	발행·유통·계좌관리 (신설 개념) 중심	① "증권성 판단" 원칙/사례(토큰≠자동 증권 아님) ② 발행·유통 기능 분리(인가/규율 설계 전제) ③ 장외 유통시장 설계 전제조건(투자자 보호장치 동일 적용)
2023-07-13	입법 (발의)	21대 국회 최초 발의 (후 임기만료 폐기)	STO 제도권 편입을 위한 전자증권법·자본시장법 개정 시도 시작("최초 발의→폐기→22대 재추진" 구조)	전 할 (발행/유통/계좌관리/인프라)	① 규율 공백 구간에서 "샌드박스/비공식 구조" 의존 리스크 ② 제도화 전 영업행위의 자본시장법 위반 소지 관리
2025-11-27	입법 (상임위)	정무위 의결	본회의 전 단계 통과(법안 성안 완료 구간)	전 역할	① 하위법령에서 "인가·업무범위·요건"이 갈릴 수 있으므로 이 시점부터 정책 대응 인력/컨소시엄 구성 가속
2025-12-03	입법 (법사위)	법사위 의결	본회의 상정 경로 확보	전 역할	① 시행 1년 구조를 감안하면 "공포일"이 곧 시장 개화 시점 결정변수
2026-01-15	입법 (본회의)	전자증권법·자본시장법 개정안 본회의 통과	토큰증권을 전자증권의 한 형식으로 편입, 분산원장을 법적 효력 있는 "증권 계좌부"로 인정하는 방향 명시	발행·계좌관리·(유통 인가체계) 핵심	① "분산원장=계좌부" 요건(안정성/무단변경 방지 등) 충족 설계 ② 전자등록기관 통지·신청 등 절차 내재화 ③ 내부통제(권리발생·이전·정정) 감사가능성 확보
2026-02(예정)	인프라/하위 법령 착수	금융위: 토큰증권 협의체 Kick-off 예고	협의체 산하 기술·인프라 / 발행제도 / 유통제도 분과로 세부제도 설계	전 역할 (특히 계좌관리·유통)	① "기술요건(분산원장)" 표준화 참여/대응 ② 유통공시·인가체계 세부안 모니터링 ③ 발행 공시·신고서 실무정렬

자료: 미래에셋증권 리서치센터

탐방 Q&A

Q) 한국금거래소 인수 배경 및 금 플랫폼 현황

A. 2018년 금의 실물 가치를 디지털화하여 유통 구조를 혁신한다는 목적으로 인수. 현재 센골드(0.01g 단위 소액 거래, 회원 약 122만명, 누적 거래 1.2조원)와 금방금방(P2P 금 거래 플랫폼)을 운영 중이며, 도소매·수출입·KRX·은행 등 10개 이상의 유통 채널을 보유하고 있음. 2024년 금값이 연간 약 70% 상승하며 실적이 대폭 개선됐고, 현재는 온라인(웹2) 디지털화 성공을 기반으로 온체인(Web3) 단계로 진화 중.

Q) RWA 사업 프레임워크 (공급·발행·유통·서비스)

A. RWA 사업은 공급→발행→유통→서비스 4단계로 설계됨. 공급은 한국금거래소 실물 금과 하나골드신탁(하나은행 협업, 연 1.5% 이자)을 통해 가정 내 금 800톤·약 170조원 규모를 양성화하는 구조이며, 발행은 KGLD(케이골드) 금 담보 토큰으로 글로벌 표준 기반 설계가 완료된 상태. 유통은 비단(BDAN)과 OFT 방식으로 멀티체인 총량을 정확하게 관리하고, 서비스는 스테이킹·담보 대출(LTV 70%)·레버리지·결제 연계 등으로 구성됨. 온체인은 온라인과 달리 블록체인 기술로 위변조가 불가하고 데이터가 공개되어 새로운 금융 서비스 창출이 가능한 점이 핵심 차별점.

Q) 금 기반 STO 상품 구조 및 향후 확대 계획

A. 1차 단계로 하나골드신탁 모델을 비금전 신탁 수익증권 형태로 토큰증권화하는 방안을 검토 중. 현재는 통장 형태(1년 만기·중도해지 불가, 연 1.5% 이자)이나 토큰증권 전환 시 거래소 상장을 통해 유동화 및 중도 매매가 가능해짐. 2단계로는 대출·이자·레버리지 상품 등의 금융 상품화 및 STO 전환을 검토하고 있으며, 사업 모델 자체는 이미 완성된 상태로 가상자산 기본법 2단계 시행령 확정 및 유통 거래소 인가 시점에 맞춰 즉시 출시할 수 있도록 준비 완료. 별도의 PoC·파일럿 단계 없이 법제화 완료 후 곧바로 상용화에 진입하는 방식이며, 발행 라이선스는 독자 취득보다 조각투자 경험 업체와의 얼라이언스를 통한 공동 확보 방식을 우선 검토 중으로 상반기 내 구체적 계획이 확정될 것으로 예상.

Q) 기초자산 실물 신뢰성 담보 방안 (실사·외부 감사)

A. 모든 고객 자산은 은행 신탁으로 회사 자산과 분리(KGLD(케이골드), 하나골드신탁 포함)되어 회사 파산 시에도 고객 자산이 보호되는 구조. PoR(준비금 증명)은 서틱(Certik) 등 제3자 온체인 검증 기관 활용을 검토 중이며, OFT 기술 적용으로 멀티체인 총 발행량과 준비 자산을 실시간 매칭하여 대시보드로 관리할 계획. 감사 기관을 별도로 선정하고 중간중간 PoR 외부 검증을 병행하는 방식으로 신뢰성을 높여나갈 예정.

Q) 밸류체인 내 포지션 및 수익원 우선순위

A. 규제상 발행-유통 분리 방향에 맞춰 발행·서비스에 집중하고 유통은 외부(비단·DEX 등)를 활용하는 전략. 금토큰 특성상 가격 편차가 적어 차익거래 수요가 낮아 유통 수익 비중은 낮을 것으로 보며, 수익원 우선순위는 ① 발행사 모델(준비 자산 운용 수익, Circle·Tether와 동일 구조), ② 서비스(스테이킹·대출·레버리지), ③ 유통 수수료 순. 현재 최대 수익원은 금 실물 거래(한국금거래소 도소매·수출입)와 하나골드신탁 운용 수익이나, 향후 KGLD(케이골드) 발행량 증가 시 발행사 모델이 핵심 수익원으로 부상할 전망이며 믹스 변화의 트리거는 가상자산 기본법 2단계 시행령 확정, 유통 거래소 인가, KGLD(케이골드) 서비스 출시로 설정하고 있음.

Q) 희귀금속·원자재로의 RWA 라인업 확대 계획

A. 현재는 금 중심으로만 집중하는 방침. 은(silver)의 경우 같은 금액 대비 부피가 10배라 감정·보관 비용이 급증하고 산화 문제도 있어 단기 확대 계획은 없음. 센골드·비단 플랫폼에서 금·구리·주석 등을 디지털 상품권 형태로 일부 취급 중이나 실물 기반 토큰화는 금에 한정하고 있으며, 무형 자산 RWA(콘텐츠·금융 상품 등)는 조각투자 경험 업체와의 얼라이언스를 통해 접근할 계획.

Q) CapEx·운영비 및 컴플라이언스 비용 부담

A. 초기 개발(CapEx) 이후에는 변동비가 거의 없는 구조로, 블록체인 특성상 한 번 배포 후 노드가 자동 운영되는 비트코인 모델과 유사. CapEx는 발행 플랫폼(올해)과 서비스 플랫폼(내년)으로 나눠 2025~2026년에 집중 투입 후 수익 구조로 전환할 예정이며, 장기 목표는 금 50톤 토큰화를 통해 운용 AUM 약 10조원, 수익 약 3,000억원 수준. 컴플라이언스 항목 중 AML은 별도 카테고리로 차원이 달라, 은행 수준(전담 70~100명)이 필요해 독자 구축이 사실상 불가하며 외부 전문기관 연계 및 컨소시엄 공동 활용 방식으로 대응할 방침. 보안 사고 대응은 카테고리별 시나리오 리스트업을 마치고 인프라·프로세스 설계 단계로 진행 중이며, 비용은 AML 외부 연계, 온체인 감사(PoR·서틱), 내부 통제 시스템 구축 항목에 집중될 예정.

Q) 해외 시장 확장 전략 – 주목하는 지역

A. 현재는 일본을 최우선 시장으로 봄. 일본 내 가정 보유 금이 약 1,500톤으로 한국(800톤)의 약 2배 수준이며, JPYC와 얼라이언스 논의가 진행 중. Web3 관련 사업 모델이 일본에서 가장 활발하게 진행 중인 점도 협력 기회를 높이는 요인으로 작용. 장기적으로는 아시아 전반(동남아 포함)으로 확장을 검토 중이나 단기 사업 계획에는 국내만 반영되어 있음.

Q) 센골드 지분 양도 목적 및 딜 이후 수익 구조

A. 핵심 키워드는 '재배치'로, 센골드를 비단(BDAN) 생태계로 재편하여 유통 플랫폼 축으로 진화시키는 전략적 판단. 매각 후에도 운영 인력은 그대로 유지되어 기술·서비스 개발을 담당하고 있으며 비단과 BM 모델링을 공동으로 진행 중. 리커링 레브뉴는 하나골드신탁·금방금방·비단·KGLD(케이골드) 4개 사업에서 각각 창출되는 구조.

Q) 센골드 고객 기반의 STO 전환 시 허들 및 유통 모델 전환 방향

A. 현재 센골드 내 쌓인 금(무수익 상태)을 KGLD(케이골드)와 연계해 수익화하는 것이 1단계 출발점. 증권성 없는 순수 금토큰 방향으로 우선 진행한 뒤 비단과 연계한 STO BM을 추가 모델링할 계획이며, 규제상 상품 성격 변화에 따른 적합성·고객 동의 확보, 유통 채널 재설계, UI/UX 개선이 주요 허들로 꼽힘. 유통 측면에서 비단(BDAN)은 원래 STO 유통 거래소(오사카 거래소형)를 목표했으나 KRX·넥스트·루센트 컨소시엄에 밀려 방향을 재편 중이며, 현재 VASP 라이선스 취득을 통해 RWA 토큰 직접 거래 플랫폼으로의 전환을 검토하고 있음. 한국금거래소디지털에셋(KorDA)은 발행+서비스에 집중하고 비단이 유통 블록을 담당하는 역할 분담 구조를 지향.

Q) 부산 디지털자산거래소 컨소시엄에서의 역할

A. 현재 역할은 기술·서비스 중심으로, 센골드 시스템이 비단(BDAN)에 그대로 탑재되어 있고 서비스 기획·개발·인프라를 전담하고 있음. 경영권·최대 주주는 아니며(종속회사 미포함), 컨소시엄 참여 후 최대 주주 변경 이력이 있어 경영적 사항에 대한 언급은 제한적. 거래소 인가 획득 시점에 상장 심사 등 추가 역할에 대한 논의가 이뤄질 예정.

Q) 원화 스테이블코인 vs. 금 담보형 RWA 전략 우선순위

A. 원화 스테이블코인은 컨소시엄 참여(기술 인프라 지원) 수준으로만 관여하며, 직접 발행사로 나서기보다 원화가 풍부한 은행권이 주도할 것으로 판단하고 있음. 핵심 강점이 금인 만큼 금 기반 RWA 발행 플랫폼에 집중한 뒤 기초자산을 데이터·콘텐츠 등 무형 자산으로 확장하는 전략을 취하고 있으며, 전략적 우선순위는 원화 스테이블코인보다 금 담보형 RWA가 높음.

Q) 스테이블코인·RWA 결합 시 가장 먼저 상용화될 분야

A. 결제 앞단은 다날 등 결제 전문사와 PoC 협력을 진행 중이며, 직접 결제 사업자로 나서기보다 파트너사와 연계하는 방식. 직접 상용화하는 것은 '골드 스탠다드 지갑' 서비스로, 금토큰 보유→담보 대출→스테이블코인 수령→결제 연계로 이어지는 마이너스 통장 개념의 구조. 크로스보더 정산보다는 국내 금토큰 기반 결제 서비스 연계가 먼저 상용화될 가능성이 높다고 봄.

Q) NFT 사업 계획 및 공개 타임라인

A. 스포츠 연맹과는 금·은·동메달을 NFT+실물 금토큰으로 함께 발행하는 방안을 내년 대회를 타겟으로 논의 중이며, 엔터테인먼트 분야는 해외 파트너십 중심으로 초기 이니시에이션 단계에 있어 구체적인 공개 시점은 미정. NFT에 금을 담보로 설정해 기초 가치를 부여하는 새로운 비즈니스 모델을 지향하는 방향.

Q) 4분기 및 2026 전망

A. 4분기는 IT 사업 부문의 하반기 흑자 전환과 금 거래량 성수기(10~12월 강세)가 맞물려 3분기 대비 거의 2배 수준이 예상됨. 2026년은 트럼프 정책 불확실성·달러 약세로 금 강세가 지속되는 가운데 1월 거래액이 이미 12월을 상회하고 있어 긍정적으로 보고 있으며, 국제 금값은 온스당 3,000달러를 돌파한 상태. Web3 KPI는 5년 장기 목표 기준 금 50톤 토큰화·AUM 약 10조원·연간 수익 약 3,000억원이고, 하나골드신탁의 2025년 AUM 목표는 2,500억원으로 설정.

아이티센 (124500)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
매출액	**3,281**	**2,621**	**2,815**	**4,962**
매출원가	**3,138**	**2,466**	**2,649**	**4,759**
매출총이익	**143**	**155**	**166**	**203**
판매비와관리비	**112**	**125**	**135**	**144**
조정영업이익	**32**	**30**	**31**	**59**
영업이익	**32**	**30**	**31**	**59**
비영업손익	**-25**	**11**	**-30**	**-11**
금융손익	-5	-4	-4	-5
관계기업등 투자손익	-2	2	4	0
세전계속사업손익	7	41	1	48
계속사업법인세비용	10	10	7	12
계속사업이익	-3	31	-6	36
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-3**	**31**	**-6**	**36**
지배주주	-7	2	1	4
비지배주주	4	29	-7	32
총포괄이익	**-1**	**33**	**-10**	**34**
지배주주	-7	2	0	2
비지배주주	5	31	-10	33
EBITDA	42	41	43	70
FCF	-4	108	-35	-46
EBITDA 마진율 (%)	1.3	1.6	1.5	1.4
영업이익률 (%)	1.0	1.1	1.1	1.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.2	0.1	0.0	0.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
유동자산	**440**	**578**	**563**	**657**
현금 및 현금성자산	79	183	138	176
매출채권 및 기타채권	145	171	191	236
재고자산	149	135	149	117
기타유동자산	67	89	85	128
비유동자산	**246**	**252**	**215**	**289**
관계기업투자등	20	25	19	28
유형자산	66	73	74	136
무형자산	75	69	53	49
자산총계	**687**	**831**	**777**	**945**
유동부채	**338**	**495**	**481**	**550**
매입채무 및 기타채무	107	189	162	200
단기금융부채	74	127	152	167
기타유동부채	157	179	167	183
비유동부채	**108**	**61**	**12**	**73**
장기금융부채	78	38	4	67
기타비유동부채	30	23	8	6
부채총계	**446**	**556**	**493**	**623**
지배주주지분	**57**	**53**	**69**	**77**
자본금	10	10	11	12
자본잉여금	43	40	54	60
이익잉여금	4	4	4	9
비지배주주지분	**184**	**221**	**215**	**245**
자본총계	**241**	**274**	**284**	**322**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
영업활동으로 인한 현금흐름	**4**	**123**	**-29**	**26**
당기순이익	-3	31	-6	36
비현금수익비용가감	55	22	62	52
유형자산감가상각비	6	7	9	10
무형자산상각비	5	3	3	2
기타	44	12	50	40
영업활동으로인한자산및부채의변동	-37	80	-62	-51
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-16	-9	-34	-47
재고자산 감소(증가)	-80	26	-18	33
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	51	-18	29
법인세납부	-7	-7	-18	-5
투자활동으로 인한 현금흐름	**-47**	**-14**	**-20**	**-63**
유형자산처분(취득)	-7	9	-6	-72
무형자산감소(증가)	-1	-2	1	1
장단기금융자산의 감소(증가)	-17	-15	4	11
기타투자활동	-22	-6	-19	-3
재무활동으로 인한 현금흐름	**32**	**-5**	**4**	**74**
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	1	2	80
자본의 증가(감소)	3	-3	15	7
배당금의 지급	0	0	0	-1
기타재무활동	30	-3	-13	-12
현금의 증가	**-12**	**104**	**-45**	**38**
기초현금	91	79	183	138
기말현금	79	183	138	176

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (x)	-13.9	42.1	234.4	28.3
P/CF (x)	1.9	1.4	2.7	1.4
P/B (x)	1.7	1.3	2.4	1.5
EV/EBITDA (x)	8.2	6.2	8.4	5.6
EPS (원)	-361	85	32	184
CFPS (원)	2,641	2,651	2,720	3,787
BPS (원)	2,873	2,681	3,038	3,358
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 (%)	44.2	-20.1	7.4	76.3
EBITDA증가율 (%)	101.7	-3.5	4.6	64.2
조정영업이익증가율 (%)	116.6	-3.5	0.2	91.9
EPS증가율 (%)	적전	흑전	-62.8	479.3
매출채권 회전율 (회)	26.8	17.8	16.4	24.7
재고자산 회전율 (회)	30.8	18.5	19.8	37.3
매입채무 회전율 (회)	33.3	18.1	16.4	29.3
ROA (%)	-0.4	4.1	-0.8	4.2
ROE (%)	-12.6	3.1	1.1	5.8
ROIC (%)	-5.6	12.2	-186.5	20.0
부채비율 (%)	185.0	202.6	173.3	193.2
유동비율 (%)	130.4	116.8	116.9	119.4
순차입금/자기자본 (%)	25.6	-14.0	-8.6	8.6
조정영업이익/금융비용 (x)	5.0	5.5	4.0	6.2

자료: 아이티센글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 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.