



2023.12.4

**STO**  
투자의 시대  
본격 개막,  
대세상승 초입

Analyst 김두현 Kimdoohyun11@hanafn.com

Analyst 최재호 chlwoogh2002@hanafn.com

박희철 연구원 parkh@hanafn.com

하나증권

2023년 12월 4일 | Industry In-depth

# STO Overweight

## STO 투자의 시대 본격 개막, 대세상승 초입

### Summary

- ✓ 혁신 금융으로 가는 길, 토큰증권
- ✓ STO 산업 개화는 투자 환경 패러다임 변화를 가져올 것
- ✓ Top Pick: 갤럭시아머니트리

### Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(12월1일)
갤럭시아머니트리(094480)	Not Rated	-	9,110원
서울옥션(063170)	Not Rated	-	14,040원
케이옥션(102370)	Not Rated	-	5,070원
핑거(163730)	Not Rated	-	12,920원

## 목차

<b>1. 혁신 금융을 대변할 토큰증권</b>	<b>4</b>
1) STO의 정의	4
2) 토큰증권 생태계 이해하기	5
<b>2. 국내 STO 산업 현황</b>	<b>7</b>
1) 조각투자로 개화하는 국내 STO	7
2) 국내 STO 가이드라인 제시에 따른 법제화 기대	9
<b>3. 해외 STO 산업 현황</b>	<b>11</b>
1) 미국 - 제도권 내에서 자금조달 측면으로 각광	11
2) 일본 - 국내와 가장 유사한 방향성	12
3) 싱가포르 - 발행과 유통을 함께 사업할 수 있는 국가	13
<b>4. STO 산업 투자의 필요성</b>	<b>14</b>
1) 불확실한 대내외 환경 속 대체 투자처로 활용 기대	14
2) 가상자산과 실물자산의 장점이 상존하는 토큰증권	15
3) 토큰증권은 투자 패러다임의 변화를 가속화할 것	16
<b>기업분석</b>	<b>17</b>
갤럭시아머니트리(094480)	18
서울옥션(063170)	20
케이옥션(102370)	22
펑거(163730)	24

2023년 12월 4일 | 산업분석\_Industry In-depth

## Overweight

## Top Pick 및 관심종목

\*CP 2023년 12월 1일

갤럭시아머니트리(094480)

Not Rated | CP 9,110원

서울옥션(063170)

Not Rated | CP 14,040원

케이옥션(102370)

Not Rated | CP 5,070원

핑거(163730)

Not Rated | CP 12,920원

## STO

## STO 투자의 시대 본격 개막, 대세상승 초입

## 혁신 금융으로 가는 길, 토큰증권

STO란 Security Token Offering을 뜻하는 말로 토큰증권(Security Token)을 발행하는 것을 뜻하며, 토큰증권은 분산원장 기술을 기반으로 자본시장법상 증권을 디지털화한 것을 의미한다. 토큰증권이 기존 증권 대비 가지는 가장 큰 차이는 '스마트 컨트랙트' 기능을 통해 공시, 청약 배정 등 다양한 업무를 분산원장 네트워크 속에서 자동화할 수 있다는 점이다. 토큰증권 생태계는 1) 토큰증권의 기초자산, 2) 토큰증권의 발행사, 3) 토큰증권 유통 플랫폼으로 구성되어있다. 거래되는 시장은 증권과 마찬가지로 발행시장과 유통시장으로 발행은 요건을 갖추지 못한 발행사의 발행을 대리해주는 증권사뿐만 아니라 분산원장 요건을 충족하는 '발행인 계좌관리기관'과 함께 시장을 형성할 것으로 예상된다. 유통시장의 경우 크게 KRX가 직접 운영하는 상장시장과 장외거래업자를 통해 유통되는 장외시장으로 구성될 것으로 전망된다. 시장 초기에는 다양한 장외 소규모 유통시장 형성이 기대되며, 매력적인 기초자산을 소싱하는 능력이 가장 중요한 레퍼런스로 작용할 것으로 판단한다.

## STO 산업 개화는 투자 환경 패러다임 변화를 가져올 것

2022년 조각투자 가이드라인을 통해 비정형적인 증권을 크게 비금전신탁수익증권과 투자계약증권으로 분류하였고, 각각 금융규제 샌드박스과 제도 개선을 예고하며 법제화 기대감을 형성했다. 그 중 투자계약증권은 금융당국에서 증권신고서 서식을 개편해 발표하고 전담 심사팀을 신설하는 등 이미 제도권으로 편입을 시도하고 있다. 이에 맞춰 투자계약증권 사업자들은 증권신고서를 제출하고 있는 상황으로 연내의 다수 사업자의 증권신고서 제출이 예상된다. 2023년 2월에는 '토큰증권 발행 및 유통 규율체계'가 금융당국에서 발표되며 법제화 진행을 알렸다. 해당 가이드라인은 발행시장과 유통시장의 제도 개선을 예고하고 있다. 주요 개선 방안은 1) 토큰증권을 제도상 증권발행 형태로 수용한다는 것과 2) 토큰증권을 등록, 관리하는 발행인 계좌관리기관을 신설 및 3) 장외거래중개업 신설이 있다. 이를 통해 STO 사업자들의 토큰증권 직접 발행과 장외거래중개업을 통한 유통시장 진출이 가시화되었다. 실물자산을 기반으로 하는 토큰증권 시장 개화는 불확실한 투자 환경에 대체 투자처로 각광 받을 수 있을 것으로 전망한다. 실물자산의 장점과 가상자산의 탈중앙화 및 유동성의 강점을 가진 토큰증권 산업은 투자 환경의 패러다임을 변화시킬 것으로 전망한다.

## Top Pick: 갤럭시아머니트리

현재 STO의 핵심은 다양한 IP의 확보이다. 정부 주도 산업인 신재생에너지, 탄소배출권 등 다양한 기업들과 선제적인 MOU를 통해 IP를 확보하고 있으며 유통시장 진출까지 목표하는 갤럭시아머니트리를 Top pick으로 제시한다. 이외에 서울옥션, 케이옥션, 핑거 또한 STO 산업 개화에 발맞춰 증권신고서 제출 등 수혜가 전망되기 때문에 관심종목으로 제시한다.

Analyst 최재호 chlwoh2002@hanafn.com  
Analyst 김두현 Kimdoohyun11@hanafn.com  
연구원 박희철 parkh@hanafn.com

# 1. 혁신 금융을 대변할 토큰증권

## 1) STO의 정의

STO란 분산원장 기술을  
기반으로하는 토큰증권을  
발행하는 것을 의미

STO란 Security Token Offering을 뜻하는 말로 토큰증권(Security Token)을 발행하는 것을 뜻한다. 즉, 토큰증권을 먼저 이해할 필요가 있는데, 금융위원회의 정의에 따르면 블록체인을 활용한 분산원장(DLT, Distributed Ledger Technology)기술을 통해 자본시장법상 증권을 디지털화한 것이라고 정의하고 있다. 분산원장 기술을 기반으로 거래 정보를 기록한 원장이 특정 기관의 서버가 아닌 분산화된 네트워크 속에서 기록되는 특징을 가지고 있기 때문에 현재의 중앙집중식 계좌부가 필요 없어지는 혁신적인 기술이다.

디지털 자산인 가상자산과 달리  
발행자와 소유자간의 계약이  
명확하게 존재하는 토큰증권

토큰증권은 시장에서 더욱 익숙한 개념인 가상 자산과 혼동되는 경우가 많다. 가상 자산은 증권이 아닌 디지털 자산을 의미하며, 자산을 보유하는 자와 발행한 자와의 계약관계가 존재하지 않는다. 반면, 토큰증권의 경우 디지털 자산이기 이전에 발행자의 채무 이행을 전제로 하는 '증권'이기 때문에 발행자와 소유자간의 계약관계가 명확하게 존재하는 특징이 있다. 토큰증권을 토큰화된 증권과 증권형 토큰으로 분류하기도 하는데 Koscom 자료에 따르면 1) 토큰화된 증권은 부동산, 주식, 채권 등 증권인 실물자산을 블록체인을 통해 분산원장 기술 기반의 암호화된 토큰의 형태로 디지털화한 증권을 의미하며, 2) 증권형 토큰의 경우 기초되는 실물자산이 없고 프로그램 가능한 증권으로 토큰 그 자체에 투자하는 것을 뜻한다. 주로 토큰화된 증권은 실물자산 유동화 목적으로 발행되며, 증권형 토큰은 자금 조달을 목적으로 발행되는 것을 뜻하지만, 아직까지는 엄밀한 구분보다는 두 개념이 함께 토큰증권으로 혼용되고 있다.

스마트 컨트랙트는 토큰증권이  
가지는 핵심, 혁신 기능

토큰증권이 기존의 증권 개념 대비 가지는 가장 큰 차이는 결국 분산원장 기술을 활용한다는 점이다. 블록체인을 활용하는 만큼 토큰증권은 '스마트 컨트랙트' 기능을 적극적으로 활용한다. 스마트 컨트랙트는 블록체인 시스템의 특징적인 기능으로 사전에 프로그래밍된 계약 조건을 일정 조건이 충족될 경우 자동으로 계약이 실행되는 기능을 뜻하는 용어이다. 배당, 공시, 청약 배정 등 다양한 업무가 분산원장 네트워크 속에서 자동으로 이뤄질 수 있다. 결국 스마트 컨트랙트가 토큰증권의 핵심, 혁신 기능이다.

도표 1. 토큰증권 분류

	토큰화된 증권	증권형 토큰
실물자산 여부	O	X
발행 후 프로그램 가능 여부	X	O
주요 발행 목적	자산 유동화	자금 조달
분산원장 사용 여부	O	O

자료: Koscom, 하나증권

도표 2. 전통적인 증권 vs 토큰증권

단계	전통 증권	증권형 토큰
발행	증권 발행 주관사가 발행 주관	발행 플랫폼이 토큰 발행 주관
청약/배정	주관사 계좌를 통해 공모가 청약	증권형 토큰을 공모가로 청약 후 스마트 컨트랙트를 통해 배정
주문/체결	거래소에 상장된 증권을 주문	거래플랫폼에서 토큰 상장 및 관리, 주문 체결 진행
청산	중앙청산소를 통해 청산 후 소유변동내역 장부에 기록	중앙청산소를 통해 청산 후, 분산원장에 기록

자료: Koscom, 하나증권

## 2) 토큰증권 생태계 이해하기

토큰증권 산업은 1) 기초자산,  
2) 발행사,  
3) 유통 플랫폼  
으로 구성

토큰증권의 생태계는 크게 3가지로 분류할 수 있다. 1) 토큰증권의 기초자산은 토큰 발행을 위한 실물자산으로 토큰 발행사가 확보하는 자산을 의미한다. 실제 실물가치를 가지는 부동산, 미술품, 저작권 등을 의미하며 기존 가격, 유동성 측면에서 접근성이 떨어지던 자산들이 먼저 토큰증권 생태계에 들어오고 있는 상황이다. 2) 토큰증권 발행사는 블록체인 기반의 분산원장 네트워크를 구축하고 프로토콜을 만들어 실제로 토큰을 발행하는 업체를 뜻한다. 이들은 실제 네트워크에 실명인증, 자금출처 확인 등 다양한 검증을 구성할 필요성이 존재한다. 3) 유통 플랫폼은 발행된 토큰을 2차시장에서 거래할 수 있게 하는 플랫폼을 뜻한다. 기존 금융사나 라이선스를 가진 주체들이 여기에 속할 것으로 판단된다. 이에 발행사들은 유통 플랫폼을 확보할 것으로 예상되는 증권사 및 금융사와 협력하려는 움직임을 보이는데 발행뿐만 아니라 유통에 이르는 전반적인 협력체계를 구축할 것으로 예상된다.

발행시장은 증권사와  
발행인 계좌관리기관으로  
유통시장은 상장시장, 장외시장  
으로 구성될 전망

토큰증권이 거래되는 시장은 크게 발행시장과 유통시장으로 분리할 수 있다. 발행시장은 증권사뿐만 아니라 분산원장 요건을 충족하는 ‘발행인 계좌관리기관’ 들로 구성되어 있다. 발행인 계좌관리기관은 블록체인의 높은 신뢰도로 인해 사후 조작이 불가능에 가깝기 때문에 인정되는 기관으로 증권사를 통하지 않고 직접 발행 가능하다. 유통시장은 크게 1) 장외거래 플랫폼과 2) 상장시장 플랫폼 2가지로 구분된다. 장외거래 플랫폼의 경우 소액 토큰증권이 거래되는 장외거래업자를 통해 유통되는 시장으로 증권사나 발행사가 직접 유통하는 플랫폼이 이에 해당되며, 상장시장 플랫폼은 KRX 디지털 증권시장을 통해 대규모로 거래되는 플랫폼으로 한국거래소에 시범 개설되어 운영될 것으로 전망된다. 토큰증권 특성상 초기에는 다양한 장외 소규모 유통시장이 형성될 것으로 예상하기 때문에 초기에 어떤 장외거래 플랫폼이 매력적인 자산을 소싱해 시장의 관심도를 높이느냐가 향후 STO 관련 기업의 주요한 역량이 될 것으로 예상되는 상황이다. 즉, 결국 시장 초기에는 발행과 유통을 겸하는 기업의 자산 소싱 능력이 가장 중요한 레퍼런스로 작용할 것으로 판단된다.

도표 3. 발행인 계좌관리기관 요건

요건	내용
분산원장	분산원장 요건을 충족할 것
자기자본 물적설비 대주주 임원요건	의견수렴 이후 확정 예정
인력요건	법조인, 증권사무 전문인력, 전산 전문인력 각 2인
손해배상	투자계약증권 발행량에 비례한 기금 적립
총량관리	최초 발행 발행수량 변동 일정 주기 시 암호화된 명세를 전자등록기관에 통보

자료: 금융감독원, 하나증권

도표 4. 분산원장 요건

분산원장 요건
1) 권리자 정보 및 거래 정보가 시간 순서대로 기록되고, 사후적인 조작 및 변경이 방지될 것
2) 권리자 정보 및 거래정보와 실제 거래 내역 간의 동일성이 계좌관리기관의 책임으로 입증 가능할 것
3) 권리자 정보 및 거래정보가 분산된 장부에 동일하게 기록될 것
4) 전자등록기관, 금융기관 또는 발행인과 특수관계인에 해당하지 않는 계좌관리기관이 다수 참여하여 분산원장 확인이 가능할 것
5) 권리자 및 거래 정보 기록을 위해 별도의 가상자산을 필요로 하지 않을 것
6) 분산원장으로 기록되기 적합한 권리를 등록할 것
7) 개인정보보호법, 신용정보법 등 법령을 위반하지 않을 것

자료: 금융위원회, 하나증권



### 자산 발행, 배당, 유통, 매각 프로세스 내에서 수수료를 수취

이 산업의 비즈니스 모델은 자산 소싱, 상장, 배당, 거래, 매각 등의 프로세스 내에서 수수료가 발생하는 구조로 이뤄져 있다. 국내에서 가장 활성화되어 있는 STO 시장인 부동산을 예를 들면, 최초 부동산 매입 시 건물가액의 약 1%를 수수료로 수취한다. 추후 거래소 상장을 진행할 때 공모 청약 수수료 약 0.1%, 배당 수수료 약 2%, 거래 수수료 약 0.2%, 건물 처분 시 매각 차익의 약 14% 등의 과정당 수수료를 통해 발행사와 유통사에게 이익을 가져다 주는 구조다. 상장리츠와 유사한 구조지만 리츠 대비 중소형의 단일 부동산을 공모하고 자산을 매각하는데 집중한다는 점에서 차이가 존재한다. 실물자산이 부동산이 아닌 뮤직카우의 비즈니스 모델은 과거와 차이점이 존재한다. 과거의 경우 저작권을 매입해 저작권 협회에 신탁한 후 저작권 참여 청구권의 형태로 플랫폼 내에서 유통하고, 그에 따른 마켓거래 수수료를 거래금액의 1.2% 수취하는 비즈니스 모델을 가지고 있었다. 현재는 음악수익 증권으로 전환 운영됨에 따라 매입해서 신탁하는 구조는 유사하지만 키움증권과 저작권 관리처분 신탁계약을 체결하는 방식으로 변경됨에 따라 거래수수료 1.0%와 신탁관리보수로 월 저작권료 지급액의 3%를 수취하고 있다.

도표 5. 부동산 조각투자 기업 비즈니스 모델

부동산 공모	거래소 상장	부동산 관리	부동산 매각
공모 수수료 1.0%	상장 수수료 20.1%	배당 수수료 2.0%	매각차익의 14%
		거래 수수료 0.2%	

자료: 업계자료, 하나증권

도표 6. 뮤직카우 비즈니스 모델

구분	변경 전(투자계약증권)	변경 후(음악 수익증권)
마켓거래 수수료	거래금액의 1.2% 단, 5주 한 번에 매수 주문 시 거래금액의 1.0%	거래금액의 1.0% 단, 5주 한 번에 매수 주문 시 거래금액의 0.8%
신탁관 리보수	-	월 저작권료 지급액의 3%

자료: 뮤직카우, 하나증권

## 2. 국내 STO 산업 현황

### 1) 조각투자로 개화하는 국내 STO

22년 4월 조각투자 가이드라인  
발표로 새로운 국면 돌입

2020년 부동산, 음악 저작권, 미술품 등을 쪼개어 파는 조각투자 플랫폼들이 본격적으로 부상하게 되면서 일반 투자자들의 새로운 재테크 수단으로 주목받게 되었다. 조각투자 플랫폼들이 다양해지고 투자자들이 늘어남에 따라 금융당국은 투자자 보호를 위해 적법성을 점검할 필요성이 제기되었다. 이에 금융위는 2022년 4월 조각투자 가이드라인을 발표하며 당시 가장 뜨거운 감자였던 뮤직카우의 저작권료 참여청구권을 ‘투자계약증권’으로 분류해 증권성이 있다고 판단하고, 이외의 조각투자 역시 증권성이 있는 만큼 자본시장법에 맞게 사업재편을 요구해왔다. 조각투자 가이드라인 발표를 통해 국내 조각투자 산업은 새로운 국면에 돌입하게 되었다.

비금전 신탁수익증권은  
통상 부동산 조각투자에 적용  
규제 샌드박스 아래에서 테스트

정부는 산업의 혁신성과 투자자들의 수요를 인지하고 있어 규제만을 통해 산업 성장을 저해할 생각은 없는 것으로 파악된다. 금융당국은 조각투자에 해당하는 비정형적 증권을 크게 신탁수익증권과 투자계약증권으로 분류하였고, 1) 신탁수익증권의 경우 금융규제 샌드박스 내로 편입하며 서비스를 지속 운영해 혁신성을 테스트하게 했으며, 2) 투자계약증권의 경우 투자자 보호 방안과 함께 사업이 진행될 수 있도록 적극적인 제도개선 추진 계획을 발표했다. 부동산 조각투자의 경우 기초자산의 특성상 신탁수익증권에 해당하게 되는데 카사, 루센트블록, 펀드블록코리아 등도 혁신금융서비스로 지정되어 금융규제 샌드박스 내에 편입되었다. 금융당국이 조각투자 사업자에게 요구하는 주요한 조건 중 하나는 투자 대상이 되는 기초자산이 조각투자 사업자의 성패에 좌우되지 않도록 완전히 분리하는 것인데, 부동산 신탁수익증권의 경우 신탁사를 통해 기초자산이 분리되어 있다. 즉, 신탁수익증권의 경우 증권의 발행과 유통, 기초자산의 신탁, 계좌관리기관을 모두 분리해 투자자 보호 조치가 어느 정도 완비된 사업들을 규제 샌드박스 아래에 편입해 테스트되고 있는 상황이다.

도표 7. 비금전신탁수익증권, 투자계약증권 비교

	비금전신탁수익증권	투자계약증권
정의	타인에게 재산의 운용을 맡겨 그로 인해 얻는 수익을 받을 권리가 표시된 증권	공동 사업에 금전을 투자하고 주로 타인이 수행한 공동사업 결과에 따라 손익을 받는 계약상 권리
발행 허용 여부	금전신탁수익증권에 한하며, 비금전신탁수익증권은 규제 샌드박스 내에서 허용	최근에 등장한 비정형적 증권으로 관련 법 개정 중
대표 사업자	카사, 루센트블록, 뮤직카우, 펀드블록코리아	투게더아트, 서울옥션블루, 스타키퍼, 테사, 열매컴퍼니

자료: 언론보도 취합, 하나증권

도표 8. 투자계약증권 증권성 판단 조건

투자계약증권 증권성 판단 조건
1) 이익을 얻을 목적: 투자금에 대한 수익배분 및 투자 자산의 가치 상승에 대한 기대 필요, 일반적으로 소비 목적인 경우 규제 대상 X 2) 타인의 노력으로 운용: 투자자 관여 없이 모집자가 사업하는 경우 3) 공동성: 수평적 공동성과 수직적 공동성 필요 4) 금전 등의 투자: 재산적 가치를 가진 금전 등을 통해 투자하는 경우 5) 손익의 귀속: 자금 모집 주체인 사업자가 사업에서 발행하는 손익이 투자자에게 귀속 필요 6) 계약상의 권리: 사업자와 투자자간 계약 관계에서 투자자의 권리가 발생하는 채권적 청구권 필요

자료: 금융감독원, 하나증권



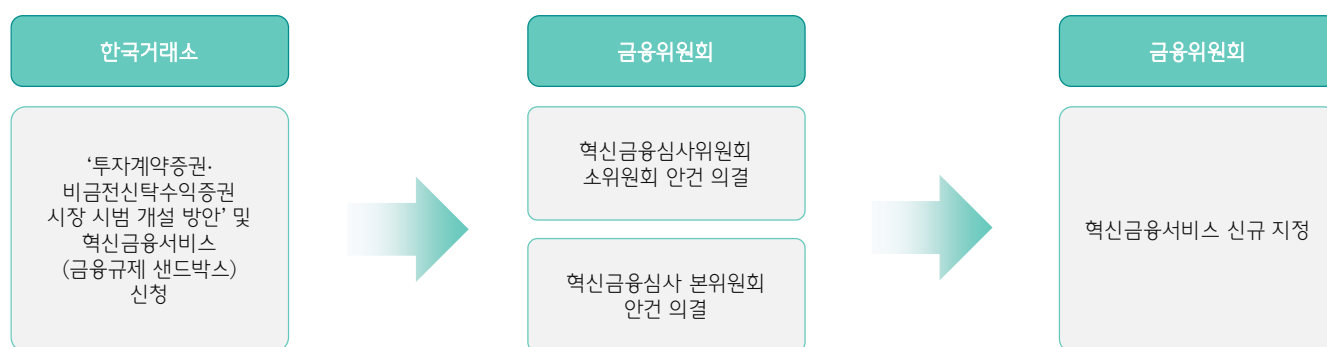
**투자계약증권의 경우  
금융당국의 적극적인 제도 개선  
추진 진행 중**

투자계약증권을 다루는 사업의 경우 금융당국의 적극적인 제도 개선 추진이 계획되어 있다. 투자계약증권 사업자로 분류된 스타키퍼, 서울옥션블루, 투게더아트, 열매컴퍼니, 테사 등은 2022년 11월 금융당국의 제재 면제가 결정되면서 사업 재개를 앞두고 있는 상황이다. 사업 재개를 위해서 법제화가 필요한 상황인데, 금융당국은 회사들의 증권신고서 제출을 위한 투자계약증권 증권신고서의 서식을 개편해 발표하고, 전담 심사팀을 신설해 대응을 준비하고 있다. 즉, 투자계약증권을 제도권으로 편입시킨 상황이다. 이러한 행보에 발맞춰 증권사들은 컨소시엄을 구성하고, 제재 면제를 받은 투자계약증권 사업자들은 증권신고서를 제출해 시장 개화를 앞둔 분위기가 형성되었다.

**연내에 증권신고서 제출하려는  
투자계약증권 업계 내의 분위기**

실제로 투게더아트와 열매컴퍼니는 증권신고서를 제출하였다. 하지만 투게더아트의 경우 자진 철회하였고, 열매컴퍼니는 정정이 요구되었는데, 두 기업 모두 승인되지 못했던 가장 주요한 이유는 1) 기초자산과 사업의 성패를 분리시키는 문제와 2) 기초자산의 공정가치산정의 문제였다. 이를 해결하기 위해 투자계약증권 사업자들은 컨소시엄을 구성해 해결방안을 모색하고 있는 것으로 파악되는데, 그 일환으로 투게더아트의 경우 최근 한국기업평가와 기초자산 가치평가 모델링을 위한 MOU를 구축하는 등 적극적인 행보를 보이고 있다. 11월 28일에는 서울옥션블루가 증권신고서를 제출하면서 시장 기대감을 조성하는 상황이다. 유통 측면에서도 기대감이 고조되고 있는데, 2023년 11월 금융위원회에서 ‘투자계약증권 및 비금전신탁수익증권 시장 시범 개설 방안’이 소위원회에서 통과되고 본회의에 상정된 상황이다. 토큰증권의 유통시장이 규제 샌드박스 형태로 빠르면 연내에 구축될 가능성이 높아진 것이다. 사업자들의 증권신고서 보완 제출은 시작됐고 승인만이 남은 상황으로 이르면 내년 1분기부터 토큰증권 시장의 본격적인 개화가 기대된다.

도표 9. 조각투자 장내시장 규제 특례 절차



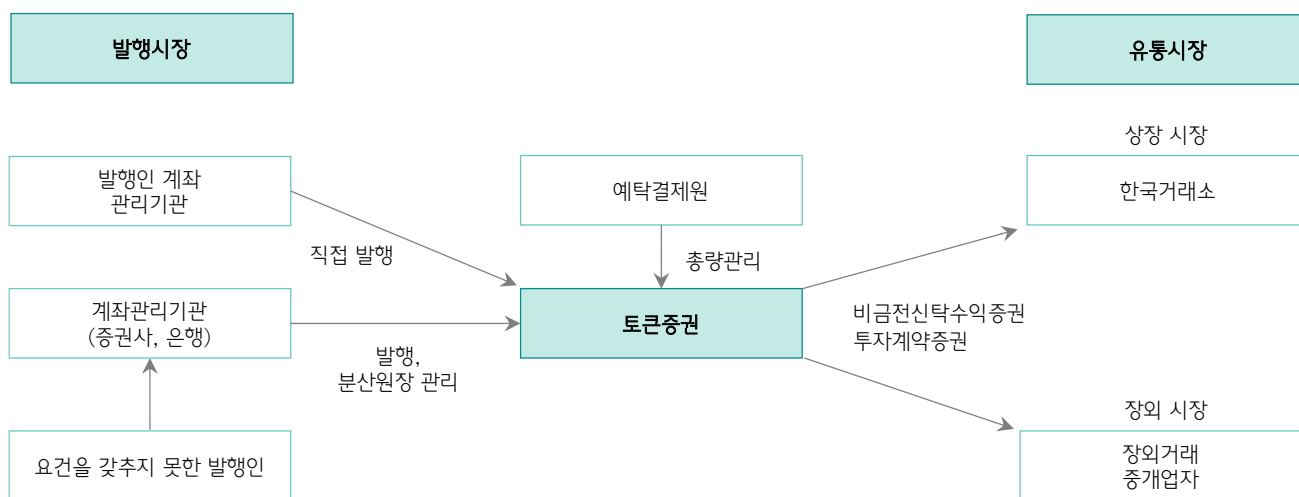
자료: 금융위원회, 하나증권

## 2) 국내 STO 가이드라인 제시에 따른 법제화 기대

### 토큰증권 발행 및 유통 규율체계 발표로 제도 개선 예고

정부는 제도권 편입을 통한 조각투자 투자자들의 보호와 산업 성장을 동시에 도모하기 위해 2023년 2월 ‘토큰증권 발행 및 유통 규율체계’를 발표하게 된다. 이는 디지털 금융 혁신을 위한 국정과제의 일환으로 자본시장법 규율 내에서 토큰증권 발행과 유통 체계를 정비하기 위한 가이드라인이다. 사업자의 법 위반 가능성을 방지하고, 투자자를 보호하는 제대로 된 발행 및 유통의 제도적 기반이 마련되기 시작한 것이다. 주요 제도 개선 방안을 살펴보면 1) 토큰증권을 전자증권법 제도상 증권발행 형태로 수용하며, 2) 토큰증권을 등록, 관리하는 발행인 계좌관리기관을 신설하며, 3) 투자계약증권 및 수익증권에 대한 장외거래중개업을 신설하는 등 3가지의 주요한 제도 개선이 예고되고 있다.

도표 10. 토큰증권 발행 및 유통 규율체계 도식화



자료: 금융감독원, 하나증권

### 토큰증권이 본격적으로 제도권 내에서 수용

먼저 토큰증권이 본격적으로 전자증권법 제도상의 증권 형태로 수용되면서 분산원장 기술을 통한 증권의 권리 발생 및 변경, 소멸에 관한 정보가 법상 공부의 기재 방식으로 인정받게 되었다. 이는 안정성이 확보된 분산원장을 바탕으로 발행된 토큰증권은 기존 전자증권과 동일한 권리 추정력과 제3자 대항력이 인정된다는 의미이다. 본격적인 제도권 편입을 통해 투자자들에게 조각투자의 신뢰성을 높이고 기존 전자증권 제도 하에서 어려웠던 비정형적인 증권들을 편리하고 적법하게 거래할 수 있게 된 것이라고 풀이할 수 있다.

### 발행인 계좌관리기관 신설로 조각투자 사업자들의 적극적인 발행 사업 기대

직접 토큰증권을 등록, 관리하는 발행인 계좌관리기관이 전자증권법 개정을 통해 신설되는 점은 조각투자 사업자들에게 고무적인 개선안이다. 일정한 요건을 갖춘 발행인은 직접 발행한 증권의 권리 내용과 권리자 등에 대한 정보를 분산원장에 기재할 수 있도록 허용한 것으로 요건을 갖춘 발행인이 증권사 등을 통하지 않고 직접 토큰 증권을 발행할 수 있다는 것이다. 발행인 계좌관리기관의 요건은 신뢰성, 전문성, 안정성 등을 고려하여 정할 예정이며, 분산원장 요건을 충족하는 것이 가장 주요한 요건으로 예상된다. 요건을 갖추지 못한 발행인의 토큰도 기존 전자증권과 동일하게 증권사 등을 통해 발행할 수 있어 다양한 권리가 발행되는 법률 기반이 될 것으로 예상된다.

### 장외거래중개업 인가를 통해 다양한 장외시장 형성 기대

마지막으로 투자계약증권과 비금전신탁수익증권의 다자간 거래를 매매 체결할 수 있는 장외 거래중개업 인가를 신설하는 법률은 토큰증권 개화의 기반이 될 것으로 전망된다. 발행시 증권신고서나 소액공모 공시 서류 등을 제출해야하지만 장외거래중개업자의 중개를 통해 거래될 경우 추가적인 매출 공시 예외가 인정됨에 따라 간소화된 절차로 다양한 토큰증권 발행이 가능할 것으로 예상된다. KRX에서 준비하고 있는 장내 거래소 역시 시장 특성을 감안하여 기존 시장보다 완화된 수준으로 운영될 계획인 만큼, 기존보다 간소한 공시 수준으로 진입 장벽이 완화될 것으로 기대된다. 비록 이해상충을 방지하기 위해 발행과 유통 분리 원칙이 적용되지만 현재 시행되고 있는 금융규제 샌드박스 내에서는 발행과 유통을 겸할 수 있는 상태인 만큼 샌드박스 테스트 결과에 따라 개정될 가능성도 배제할 수 없다.

### 토큰증권 법제화로 투자자들은 효율적이고 혁신적인 새로운 투자처 확보 예정

결국 가장 중요한 점은 제도권 밖에서 소규모로 사업이 영위되던 조각투자가 제도권 내에서 본격적인 산업 개화를 준비하고 있다는 점이다. 이번 토큰증권 법제화는 정부의 디지털 자산에 대한 긍정적인 스탠스와 일맥상통하는데, 성공적으로 토큰증권이 시장에 안착할 경우 가상자산까지도 그 온기가 전달될 것으로 예상된다. 결론적으로 투자자들에게 더욱 효율적이고 혁신적인 투자의 장이 열릴 전망이다.

도표 11. STO 발행 부문 향후 법제화 추진 과제

발행 부문		
과제	요조치사항	기존 추진일정 가이드라인
토큰 증권 수용	전자증권법 개정	23년 상반기 법안 제출
발행인 계좌관리기관 도입	전자증권법 개정	23년 상반기 법안 제출
전문투자자 사모	자본시장법 개정	23년 상반기 법안 제출
소액공모 한도 확대	자본시장법 시행령 개정	23년 내
소액공모 II 도입	자본시장법 개정	23년 상반기 법안 제출
토큰증권 공모 간주	증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 개정	전자증권법 개정 후속

자료: 금융위원회, 하나증권

도표 12. STO 유통 부문 향후 법제화 추진 과제

유통부문		
과제	요조치사항	기존 추진일정 가이드라인
투자계약증권 유통제도 적용	자본시장법 개정	23년 상반기 법안 제출
장외거래중개 인가 신설	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속
소액투자자 매출공시 면제	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속
디지털증권시장 신설	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 개정 후속

자료: 금융위원회, 하나증권

### 3. 해외 STO 산업 현황

#### 1) 미국 – 제도권 내에서 자금조달 측면으로 각광

SEC 제도권 아래에 토큰증권을  
관리하려는 미국

미국에서는 2017년 토큰증권 가이드가 선제적으로 마련되며 빠르게 제도권 아래에 정착했다. 미국에서 토큰증권을 발행하고 유통할 수 있는 거래소는 대표적으로 tZERO, INX 등을 포함해 약 15개 이상 존재하는 것으로 파악된다. 빠른 법제화를 통해 정상적으로 토큰증권 사업을 영위할 수 있는 장이 이미 열려있는 셈이다. 미국의 특징은 SEC가 토큰증권이 가지는 투자계약에 대해 넓은 의미로 해석하며, 증권법 아래에 규제하기 위해 노력한다는 점이다. 즉, 제도권 편입에 적극적이다. SEC는 탈중앙화 토큰들을 투자계약에 판단하는데 있어 Howey Test를 활용하고 있다. Howey Test는 증권성 여부를 결정하는 기준으로 1) 금전 또는 재산적 가치의 투자가 존재하는가, 2) 공동사업에 투자되는가, 3) 권유자 또는 제3자의 노력에 따라 사업의 성패가 좌우되는가, 4) 해당 투자에 따른 수익이 기대되는가 등의 요건으로 모두 충족할 경우 투자계약형 증권거래로 판단할 수 있다. 토큰증권은 Howey Test상 투자계약형 증권거래로 판단되기 때문에 SEC가 제도권 아래에서 토큰증권 사업을 관리하는 상황이다.

주로 발행공시의무 면제조항을  
활용하고 있는 미국의 토큰증권

Howey Test에 따라 토큰증권은 투자계약증권처럼 분류되어 공시와 증권신고서 제출의 의무가 존재한다. 하지만 미국 대부분의 토큰증권은 발행공시의무 면제조항을 이용해 발행되고 있는데, 주로 활용되는 면제조항 중 Regulation D(Reg. D, 사모조항)로 이를 통해 발행될 경우 발행규모는 제한 없으나 투자자 범위가 통상 적격투자자로 유통이 제한된다. 이외에도 토큰증권은 크라우드펀딩에 주로 사용되는 Regulation CF, 소규모 공모에 활용되는 Regulation A, 역외거래면제 요건인 Regulation S 등을 통해서 발행되기도 하는 상황이다. 즉, 미국의 경우 투자자 보호 관점에서 적절한 규제 수준을 유지하되 규제 내에서 편의를 인정하는 형태로 발전하고 있다. 규제 때문에 다소 제한적인 확장성이 우려될 수 있으나, 오히려 장기적으로는 합법적인 가이드라인이 명확하기 때문에 투자자들에게 예상할 수 있는 리스크가 제공된다는 측면에서 긍정적이다.

미국의 토큰증권은  
자산 유동화보다는  
자금조달 측면에서 각광

미국에서 토큰증권은 다양한 자금조달 측면에서 필요성이 부각되고 있다. 미국에서 언급되는 토큰증권을 통한 효과는 1) IPO하기 어려운 초기단계의 사업 투자가 가능함에 따라 리테일 자금 유치와 투자자금 유동성 확보가 가능하며, 2) 블록체인을 활용해 주식 대비 빠른 정산, 3) 365일 24시간 열린 유통시장을 통한 적시성 등이 거론된다. 결국 미국의 토큰증권은 기존 증권이 닿지 못하는 곳으로의 자금조달이 가능하다는 점에서 그 가치를 주목받고 있다. 특히, INX 거래소의 경우 유일하게 SEC에 등록된 토큰증권을 발행하는 플랫폼으로 적격투자자 외의 일반투자자까지 그 진입장벽을 낮추고 있다.

도표 13. 미국 발행공시의무 면제 조항

	Reg A Tier1	Reg A Tier2(A+)	Reg CF	Reg D (506b)	Reg D (506c)
SEC 등록 증개자 필요 여부	X	X	O	O	O
제출 서류	Form 1-A	Form 1-A	Form C	Form D (사후통지)	Form D (사후통지)
투자자 범위	전체	전체	전체	비공인투자자는 35인 이하 허용	공인투자자 한정
특징	SEC 보고 필요	SEC 보고 필요	크라우드펀딩	1년 보호예수	1년 보호예수
발행규모	2,000만 달러	7,500만 달러	500만 달러	-	-

자료: Koscom, 하나증권

## 2) 일본 – 국내와 가장 유사한 방향성

우리나라와 유사하지만  
정형적인 증권의 토큰화에도  
가이드라인이 존재하는 일본

일본에서는 2019년부터 토큰증권을 금융상품법 아래에 유가증권으로 분류하고 있다. 국내와 유사한 법률 판단으로 발행 형태의 변화만 있을 뿐 증권이라는 본질은 유사하다는 판단이다. 하지만 차이점은 우리나라는 비정형적 증권의 토큰화에 대한 가이드라인만 존재하는 반면, 일본은 기존의 정형적인 증권인 채권, 주식에 관련한 규제도 법제화되고 있다는 점이다. 즉, 일본은 비정형적인 조각투자뿐만 아니라 기업의 자금 조달 측면에서도 토큰증권의 활용도를 높게 보고 있는 상황이다. 일본의 토큰증권 역시 금융청의 관리감독을 받고 있는 만큼 유가증권과 똑같은 구조를 가지지만, 장부 관리를 블록체인 플랫폼에서도 담당할 수 있다는 점이 차별화된다. 즉, 토큰증권의 발행 및 투자자 관리 모두를 블록체인 사업자가 담당할 수 있다는 것이다.

일본은 장내 시장인  
JPX의 장내시장과  
은행협의체를 기반으로하는  
장외시장 ODX 존재

일본의 토큰증권 유통시장은 크게 사설거래시스템(PTS)과 디지털증권시장(JPX)로 분류되고 있다. PTS는 일본증권협회가 정하는 유가증권 장외시장으로 기존의 증권거래소를 통하지 않고도 유가증권을 매매할 수 있는 플랫폼을 뜻한다. 대표적인 PTS는 ODX(Osaka Digital Exchange)로 2021년 SBI홀딩스, 미쓰이 스미토모 파이낸셜그룹, 노무라홀딩스, 다이와 증권이 공동 출자해 설립한 회사로 연내 토큰증권 PTS 서비스를 목표로 하고 있는 플랫폼이다. 이번 달에 ODX가 일본 금융감독청으로부터 PTS 운영 승인을 받게 되면서 목표했던 연내 토큰증권 서비스가 가능할 것으로 예상된다. ODX는 장외시장으로 유연하고, 편의성이 높은 거래가 제공될 것으로 기대된다. JPX의 경우 기존의 증권거래소를 활용하는 시장으로 장내 시장을 뜻한다. 일본 증권거래소의 경우 블록체인을 활용한 증권 인프라 구축에 적극적인 편으로 토큰증권 거래의 한 축을 담당할 것으로 기대된다.

## 우리나라와 가장 유사한만큼 향후 방향성 주목 필요

일본의 경우 국내와 다소 유사한 법제화가 진행되어 의미하는 바가 많다. 두 국가 모두 1) 기존에 존재하는 증권법 아래 토큰증권을 편입하고 있으며, 2) 기존의 장내거래소와 신설되는 장외 유통시장을 모두 활성화할 계획을 가지고 있다는 측면에서 공통점이 존재한다. 다만 일본이 국내보다는 다소 빠른 양상을 보이고 있는데, 일본은 정형적인 증권 대상으로도 토큰화의 가이드라인이 존재하며, 금융업계의 컨소시엄을 통해 일원화된 장외 거래 플랫폼이 이미 존재하기 때문이다. 장외 거래 플랫폼인 ODX의 진행상황 역시 국내보다 빠른데, 블룸버그 보도에 따르면 오는 12월 25일부터 증권형 토큰거래가 ODX에서 시작될 전망이다. 12월 25일 ODX에서 처음 거래될 토큰증권은 부동산 투자사인 이치고가 발행한 증권으로 2,000만 달러 이상이 판매되고 유통될 것으로 예상된다. 이치고 외의 일본 부동산 투자 업체인 케네틱스의 토큰증권 또한 ODX를 통해 유통될 계획으로 일본의 장외 토큰증권 거래 활성화가 기대되는 상황이다.

## 3) 싱가포르 – 발행과 유통을 함께 사업할 수 있는 국가

### 블록체인 금융 인프라 구축에 적극적인 싱가포르

싱가포르는 블록체인을 기반으로 하는 금융 인프라 구축에 적극적인 국가 중 하나이다. 그로 인해 빠르게 토큰증권 가이드라인 및 법제화가 진행되었다. 2017년에는 디지털 토큰 가이드라인이 발표되었으며, 증권형 토큰 발행자 자본시장면허 의무 취득 규정 제의를 2018년에 통과시킨 만큼 빠르게 블록체인 기반의 금융 인프라를 테스트 중인 것으로 판단된다. 싱가포르는 미국처럼 토큰증권이 증권선물법에 적용되어 투자설명서 제출이 요구된다. 다만, 면제 요건도 존재하는데 싱가포르 통화청의 가이드라인에 따르면 1) 발행 규모액이 12개월간 500만 싱가포르 달러로 한화 약 50억원 이하이며, 2) 50인 이하의 사모, 3) 기관투자자 및 적격투자자 한정 모집에 해당하면 투자설명서 제출이 면제된다.

### 라이선스가 있다면 토큰증권 발행과 유통 모두 가능

싱가포르에서는 증권 발행을 위한 라이선스와 거래소 운영을 위한 라이선스가 존재하는데 이 둘을 모두 확보하고 있는 업체의 경우 발행과 유통을 함께 운영할 수 있다. 대표적으로 싱가포르의 ADDX의 경우 대표적인 STO 플랫폼으로 50개 이상의 토큰을 온보딩하고 해당 토큰을 유통하는 플랫폼 모두를 운영하고 있으며, 와인과 같은 기초자산이 토큰화되기도 하며 다양한 자산을 다루고 있다. 비록 개인 기준 연간 소득 3억원 이상이거나 순금융자산 한화 약 10억원 이상을 보유하고 있는 적격투자자에 한정되는 까다로운 요건과 최소 투자 규모가 한화 약 500만원 ~ 5,000만원 사이에 형성되어 접근성이 떨어지는 플랫폼이지만, 발행에 필요한 라이선스와 유통에 필요한 라이선스를 모두 가지고 있는 업체이다. 싱가포르의 토큰증권 시장에서 가장 주목해야할 점은 발행과 유통이 동시에 가능하다는 점이다. 우리나라의 경우 현행법상 증권의 발행과 유통이 분리되어야만 하는데, 싱가포르에서는 가능하기 때문이다. 외국기업에 대한 명확한 규제가 발표되어야 하겠지만, 국내 토큰증권 사업자들에게 발행과 유통이 모두 가능한 기회의 땅으로 발전할 가능성이 존재한다.



## 4. STO 산업 투자의 필요성

### 1) 불확실한 대내외 환경 속 대체 투자처로 활용 기대

불확실한 투자환경이 예상되는  
2024년

2024년은 불확실한 환경이 두드러지는 해가 될 것으로 전망된다. 2023년 연말까지 이어지는 고금리 현상은 기존의 전통적인 투자 자산들의 불황을 가져오고 있는 상황이다. 여전히 기대감만 존재하는 기준금리 인하와 내년 미국 대선과 국내 총선은 정책적인 불확실성을 가져오고 있다. 추가적으로 러시아-우크라이나 전쟁에 이어 이스라엘-하마스 전쟁으로 전세계적인 지정학적 리스크가 매우 부각되고 있다는 점도 시장의 불확실성에 더욱 기여하고 있다. 마지막으로 인플레이션 또한 쉽게 해결되지 않는 상황으로 그 어느때보다 대체 투자처의 수요가 상승하고 있는 국면이다.

대체 투자처로 토큰증권은  
매력적인 것으로 예상

불확실한 대내외 상황과 인플레이션이 상존하는 국면에서 가장 선호되는 자산은 안전자산이자 실물자산인 금이 대표적이다. 실제로 금은 현재 5년내 고점을 유지하고 있는 상황으로 현재 투자자들의 수요를 반영하고 있다. 이러한 투자 환경 속에서 대체 투자처로 토큰증권이 부각될 가능성이 높다고 판단한다. 그 이유로 1) 토큰증권은 실물자산에 대한 권리를 가지기 때문에 투자자들에게 실물자산 그 자체로 받아들여질 가능성이 높아 인플레이션 환경에 대응 가능한 자산으로 인식될 것으로 전망되며, 2) 가상자산은 현재 고점을 구가하는 금과 실제로 높은 상관관계를 가지고 있다는 점, 3) 전세계적으로 발생하고 있는 전쟁으로 인해 기존 전통 화폐가 가치를 잃거나, 미국의 제재로 인해 달러를 사용하지 못하는 국가가 발생함에 따라 규제 없이 통용될 수 있는 가상자산의 수요가 증가하고 있기 때문이다. 따라서 토큰증권은 불확실한 현 시점에서 매력적인 투자처인 만큼 산업의 개화와 함께 매우 빠른 성장이 기대된다.

도표 14. 국내 증시 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. 금 가격 추이



자료: Quantwise, 하나증권

## 2) 가상자산과 실물자산의 장점이 상존하는 토큰증권

토큰증권은 NFT와 달리  
기초 실물자산이 존재하는 증권

먼저 토큰증권의 오해를 풀 필요성이 존재한다. 토큰증권은 가상자산 토큰 중 하나라는 측면에서 NFT(Non-Fungible Token, 대체불가능한 토큰)와 자주 비교되는 편이다. NFT는 대체 불가능한 토큰을 의미하는 용어로 블록체인 내에 존재하는 고유한 디지털 가상자산의 소유권을 증명하는 토큰이다. 반면 토큰증권의 경우 토큰 간의 대체가 가능한 기초 실물자산의 지분으로 지분 간의 동일한 권리를 가지는 증권 형태의 토큰을 의미한다. 즉, 두 가상자산의 주요한 차이점은 1) 기초하는 실물자산이 존재하는가, 2) 증권 형태를 가지고 있는가로 구분할 수 있다.

투자자들에게 실물자산으로  
인지될 가능성이 높은 토큰증권

토큰증권은 기초하는 실물자산을 나눈 동질한 권리를 가진 토큰으로 실물자산 그 자체로 인지될 것으로 판단한다. 사실상 금과 다를 것이 없다. 금의 경우도 수량에 따라 동질한 가치를 가진다고 판단한다는 점에서 유사하다. 금은 현재 불확실한 투자 환경을 반영하듯 지난 5년간 최고 고점의 가격 수준을 유지하고 있다. 토큰증권 중 투자계약증권의 경우 향후 미술품, 한우, 주류 등의 실물자산을 기초로 한다. 이러한 기초자산은 원래 유동성이 떨어지고 투자 진입장벽이 높은 만큼 실물자산으로써 금만큼의 평가를 받기는 어려웠다. 하지만 토큰증권을 통해 유동성이 공급되고 진입장벽을 낮춰 금처럼 거래할 수 있다면 실물자산으로써 제대로 된 가치평가를 받을 가능성이 높다고 판단한다.

가상자산과 실물자산의 강점을  
함께 가지고있는 토큰증권

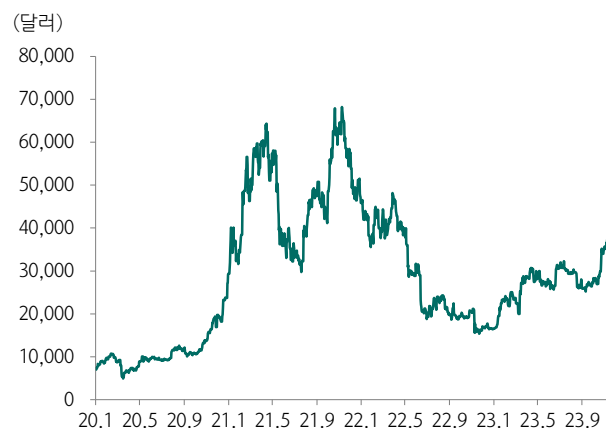
또한 금과 같은 실물 안전자산이 비트코인 등의 가상자산과 양의 상관관계가 있다는 점도 토큰증권의 매력도를 높인다. 가상자산은 2017년부터 2021년 정점까지 지속적으로 신뢰성을 확보하며 새로운 투자처로 자리매김을 하고 있는 상황이다. 지난 5년 중 가상자산 열풍으로 인한 2021년 정점 시기를 제외하고 금과 비트코인 간의 상관관계는 약 60% 이상으로 동조화된 가격 움직임을 보이고 있다. 즉, 가상자산은 하나의 자산으로 인정받으며 그 입지가 높아진 상황이다. 결론적으로 2024년 불확실한 투자환경 속에서 실물자산을 베이스로 하는 가상자산인 토큰증권의 대체투자 매력도는 높을 것으로 예상된다.

도표 16. 토큰증권, NFT 비교

	토큰증권	NFT
자산 형태	디지털 형태의 증권	디지털 형태의 인증서
대체 가능 여부	동일한 증권 토큰 다수 존재	대체 불가능
규제 여부	통상적으로 증권법 내부에 편입	가상자산 규제에 편입
분리 가능 여부	자산을 조각화해서 분리 가능	각각의 NFT는 고유하기 때문에 분리 불가능

자료: Tokeny, 하나증권

도표 17. 비트코인 가격 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

### 3) 토큰증권은 투자 패러다임의 변화를 가속화할 것

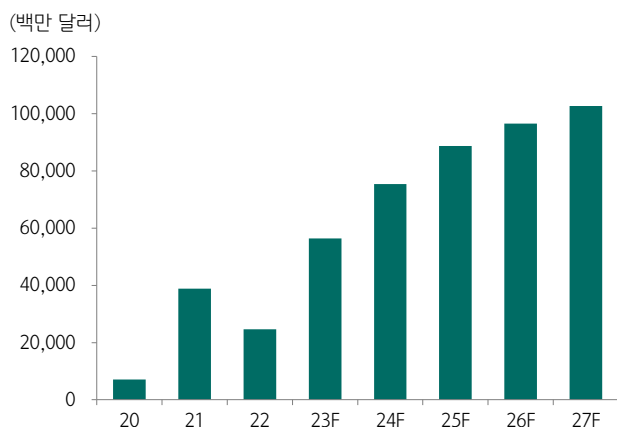
대내외적인 리스크가 부각되는  
시점에서 탈중앙화와 유동성의  
강점을 가진 실물자산인  
토큰증권의 수요 확대 예상

블록체인의 등장과 함께 투자 패러다임은 변화하기 시작했다. 기술 특성상 자연스레 확보되는 계약의 신뢰성은 더 다양한 자산을 유동화하고 더 효율적인 자금 조달을 가능하게 하고 있다. 토큰증권은 그 일환이다. 과거 전통적인 증권이 전자증권으로 변화한 것처럼 변화의 과정 속에 자연스레 생겨난 형태일 뿐이다. 산업의 개화는 결국 수요의 증가와 동반된다. 불확실한 투자 환경 속에 실물자산의 형태로 인플레이션에 대응할 수 있고, 지정학적 리스크로 인해 가상자산의 탈중앙화와 유동성의 강점을 함께 가지고 있는 토큰증권의 수요는 전 세계적으로 확대될 수 밖에 없는 상황이다. 법제화만이 마지막 허들이다.

법제화를 통해 토큰증권의  
잠재력은 폭발하기 시작할 것

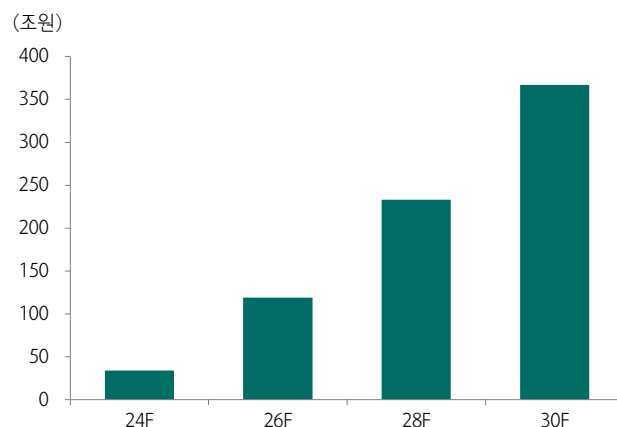
국내에는 내년부터 본격적인 법제화를 통해 허들을 넘을 수 있을 것으로 예상된다. 토큰증권 규정은 완료되었고, 발행시장과 유통시장 모두 샌드박스가 예고된 상황이다. 기업들 역시 다양한 기초자산을 확보하며 시장 개화에 발을 맞추어 전망이며, 정식 법제화만을 기다리고 있다. 토큰증권은 과거 가상자산 붐처럼 풍부한 유동성을 가진 시장 속에 주목받을 자산이 아니다. 증권역의 혁신적인 형태로 기존의 전자증권보다 자산 유동화와 자금 조달 효율성 측면에서 뛰어난 기능을 가지고 있어 해당 수요에 대응 가능한 증권이다. 토큰증권 산업의 잠재력은 조사기관이 침투할 것으로 예상하는 산업에 따라 판단이 상이하지만 성장성 측면에서는 궤를 함께하고 있다. 2023년 CitiGroup에서 발표된 'Money, Tokens, and Games' 보고서에 따르면 채권 및 펀드를 포함한 토큰화된 디지털 증권 시장이 2030년까지 전세계적으로 4조 달러에서 5조 달러 규모로 성장할 것으로 예상하고 있다. 하나금융경영연구소에 따르면 국내 토큰증권 시장은 금융업을 일부 대체할 것으로 판단해 2030년 토큰증권 시장의 시가총액이 367조원에 달할 것으로 추정한 바 있다. 토큰증권 외에 디지털 자산 성장성 전망치도 주목할 필요가 있다. 시장조사기관인 Statista에 따르면 2020년 약 70억 달러에서 연평균 약 46.6%의 고성장을 통해 2027년 약 1,000억 달러 이상의 규모로 성장할 것으로 추정하고 있다. 조사기관간에 편차는 존재하지만 토큰증권 시장의 성장 잠재력은 주목할만하다. STO 투자 시대가 본격적으로 열리고 있다. 현재는 시장 개화의 초입으로 내년부터 본격화될 토큰증권 산업에 주목할 필요가 있다.

도표 18. 글로벌 디지털 자산 시장 추이 및 전망치



자료: Statista, 하나증권

도표 19. 국내 토큰증권 시장 시가총액 기준 전망치



자료: BCG, 하나금융경영연구소, 하나증권

## 기업분석

갤럭시아머니트리(094480)	18
서울옥션(063170)	20
케이옥션(102370)	22
핑거(163730)	24

2023년 12월 4일 | 기업분석\_스몰캡\_Report

Not Rated

현재주가(12.1) 9,110원

## Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	827.24
52주 최고/최저(원)	9,110/4,095
시가총액(십억원)	357.4
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	39,229.8
60일 평균 거래량(천주)	3,005.4
60일 평균 거래대금(십억원)	21.6
외국인지분율(%)	1.81
주요주주 지분율(%)	
갤럭시아메니트리 외 3인	54.65

## Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	468	672
영업이익(십억원)	29	45
순이익(십억원)	24	39
EPS(원)	597	1,054
BPS(원)	3,769	5,131

## Financial Data

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	86	81	94	112
영업이익	9	8	8	9
세전이익	5	6	1	7
순이익	9	4	(0)	5
EPS	225	99	(7)	138
증감율	77.2	(56.0)	적전	흑전
PER	15.0	36.6	(1,935.7)	30.1
PBR	1.3	1.4	4.9	1.4
EV/EBITDA	20.6	23.6	64.2	22.8
ROE	9.6	4.2	(0.3)	4.7
BPS	2,609	2,609	2,784	2,934
DPS	55	55	45	45



Analyst 최재호 chlwoh2002@hanafn.com  
연구원 박희철 parkh@hanafn.com

## 갤럭시아메니트리 (094480)

## STO 발행부터 유통까지 준비 완료, 대장주로 판단

## 블록체인 기술 기반 가장 발빠르게 STO를 준비하고 있는 기업

갤럭시아메니트리는 1994년 설립된 종합 결제 사업자다. 국내 최초 휴대폰 결제 서비스 개발을 시작으로 신용카드 등으로 전자결제 사업을 확장하고 있으며 상품권, 모바일 쿠폰, 편의점 결제 등 O2O 사업을 비롯해 자체 플랫폼인 ‘메니트리’를 통한 간편결제 사업까지 진행하고 있는 종합 결제 선두주자다. 주목할 부분은 블록체인 기술을 보유하고 있으며, 가장 발빠르게 STO를 준비하고 있는 기업이라는 점이다. 우선 STO 즉, 증권형 토큰 발행을 위해서는 블록체인을 활용한 분산원장(DLT, Distributed Ledger Technology) 기술 및 ‘스마트 컨트랙트’ 기능이 필요한데 당사는 이미 ‘갤럭시아 토큰’을 출시해 빗썸, 고팍스 등 5군데에서 상장 및 유통 중이며, 현재 총 4개의 토큰 보관이 가능한 블록체인 기반의 지갑(갤럭시아 월렛)도 서비스 중이다. STO에 최적화되어 있다는 의미다. 단일 산업에 국한되지 않은 다양한 산업의 핵심 IP를 대거 확보 중이며, 게다가 확보한 IP의 증권신고서 제출이 머지 않은 것으로 파악된다. Peer그룹 대비 높은 밸류에이션 부여가 타당하며, 2021년 NFT 출시로 당시 시가총액은 7,800억원을 상회했다. STO는 실물자산 기반의 안정화 된 증권 형태로 근본이 있는 대체투자 수단이다. 갤럭시아메니트리는 STO 최대 수혜주로 밸류에이션 재평가가 필요한 이유다.

## STO는 결국 IP 확보가 관건, 핵심 IP 이미 대거 확보

STO의 핵심은 결국 선제적인 다양한 IP의 확보이다. 현재 대표적으로 거론되고 있는 조각투자는 부동산, 음악 저작권, 미술품 등이 있는데, 사실 STO는 실물자산을 기초로 토큰을 발행하는 만큼 적용 분야는 무궁무진하다. 특히, 산업 초기 단계인 만큼 규제 샌드박스 및 증권신고서 승인의 허들이 존재하는데 정부 주도 산업의 경우 승인이 유리할 것으로 판단되는 상황이다. 당사는 정부 주도 산업인 신재생에너지, 탄소배출권 등 관련 기업들과 MOU를 통한 IP 확보로 STO 발행을 빠르게 추진 중이기 때문에 관련 승인 절차는 무리 없이 진행될 것으로 예상한다. 이 외에도 항공금융, 수산금융, 경주마, 전기차 충전 인프라 등 지속적으로 IP를 확보 중이다. STO 사업을 추진하고 있는 대부분의 기업들은 단일 카테고리에 한정된 IP를 보유한 반면, 당사는 정부 주도 산업에 해당하는 IP는 물론이고 다양한 산업의 IP를 선제적으로 확보하고 있다. 타 STO 기업들 대비 주목이 필요한 이유다.

## 장외거래중개업 ‘한국ST거래’ 설립, STO 발행부터 유통까지 준비 완료

당사는 토큰증권의 발행은 물론, 유통까지 준비를 마친 상태다. 증권사 HTS를 개발한 ‘이노솔트’, 실물자산 유통과 레퍼런스를 보유한 ‘에셋체인’과 함께 지난 9월 JV를 통해 토큰증권 장외거래중개업 ‘한국ST거래’를 설립했기 때문이다. 국내 ‘1호 장외거래업자’ 라이선스 취득을 목표로 베타서비스 엔진 개발이 이미 완료된 상태다. 결론적으로 당사는 JV 지분율에 따라 STO 발행 수수료는 물론이고, 유통 수익에 해당하는 배당, 거래 수수료 등까지 수익으로 인식할 전망이다. 발행부터 유통까지 토큰증권 시장 개화의 준비를 마쳤다.

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	81	86	81	94	112
매출원가	50	52	50	64	75
매출총이익	31	34	31	30	37
판매비	24	25	23	23	29
영업이익	7	9	8	8	9
금융손익	(3)	(4)	(3)	(4)	(4)
종속/관계기업손익	0	0	(0)	(0)	(0)
기타영업외손익	(0)	(0)	1	(3)	3
세전이익	5	5	6	1	7
법인세	(0)	(4)	1	1	2
계속사업이익	5	9	4	(0)	5
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	9	4	(0)	5
비배주주지분 손이익	(0)	(0)	1	0	(0)
지배주주순이익	5	9	4	(0)	5
지배주주지분포괄이익	4	9	3	0	7
NOPAT	8	15	6	(2)	6
EBITDA	8	10	10	10	10
성장성(%)					
매출액증가율	17.4	6.2	(5.8)	16.0	19.1
NOPAT증가율	100.0	87.5	(60.0)	적전	흑전
EBITDA증가율	60.0	25.0	0.0	0.0	0.0
영업이익증가율	75.0	28.6	(11.1)	0.0	12.5
(지배주주)순이익증가율	25.0	80.0	(55.6)	(100.0)	N/A
EPS증가율	0.8	77.2	(56.0)	적전	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	38.3	39.5	38.3	31.9	33.0
EBITDA이익률	9.9	11.6	12.3	10.6	8.9
영업이익률	8.6	10.5	9.9	8.5	8.0
계속사업이익률	6.2	10.5	4.9	0.0	4.5

투자지표					
	2018	2019	2020	2021	2022
주당지표(원)					
EPS	127	225	99	(7)	138
BPS	2,411	2,609	2,609	2,784	2,934
CFPS	406	439	401	253	496
EBITDAPS	223	263	247	250	267
SPS	2,137	2,181	2,071	2,408	2,862
DPS	35	55	55	45	45
주가지표(배)					
PER	21.8	15.0	36.6	(1,935.7)	30.1
PBR	1.1	1.3	1.4	4.9	1.4
PCR	6.8	7.7	9.0	53.6	8.4
EV/EBITDA	18.0	20.6	23.6	64.2	22.8
PSR	1.3	1.5	1.8	5.6	1.5
재무비율(%)					
ROE	5.7	9.6	4.2	(0.3)	4.7
ROA	2.1	3.7	1.5	(0.1)	1.6
ROIC	6.0	9.5	3.7	(1.0)	3.7
부채비율	175.1	163.1	185.0	190.2	193.7
순부채비율	54.2	89.2	93.1	89.6	66.0
이자보상배율(배)	2.3	2.3	2.3	2.2	1.9

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	192	193	216	270	288
금융자산	25	8	26	16	16
현금성자산	25	8	25	15	15
매출채권	23	22	3	3	4
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	144	163	187	251	268
비유동자산	38	48	46	47	50
투자자산	9	11	7	9	13
금융자산	9	11	7	9	13
유형자산	2	3	3	2	1
무형자산	25	25	26	26	26
기타비유동자산	2	9	10	10	10
자산총계	230	240	262	317	338
유동부채	142	125	158	185	215
금융부채	67	66	100	91	84
매입채무	37	24	0	5	5
기타유동부채	38	35	58	89	126
비유동부채	4	24	12	23	8
금융부채	4	24	12	23	8
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	146	149	170	208	223
지배주주지분	85	92	92	109	115
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	66	66	66	73	73
자본조정	(12)	(12)	(12)	0	0
기타포괄이익누계액	(1)	(0)	(1)	(1)	1
이익잉여금	11	18	19	17	21
비지배주주지분	(1)	(1)	0	0	0
자본총계	84	91	92	109	115
순금융부채	45	82	86	98	76

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	(7)	(30)	(1)	(25)	27
당기순이익	5	9	4	(0)	5
조정	7	4	6	6	7
감가상각비	1	2	2	2	2
외환거래손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	(1)	0	(0)
기타	6	2	5	4	5
영업활동 자산부채변동	(19)	(43)	(11)	(31)	15
투자활동 현금흐름	(3)	(2)	0	(4)	(4)
투자자산감소(증가)	(7)	(1)	4	(2)	(4)
자본증가(감소)	(1)	(0)	(1)	(0)	(1)
기타	5	(1)	(3)	(2)	1
재무활동 현금흐름	21	15	19	19	(23)
금융부채증가(감소)	7	17	20	0	(22)
자본증가(감소)	16	0	0	7	0
기타재무활동	(1)	(1)	2	14	0
배당지급	(1)	(1)	(3)	(2)	(1)
현금의 증감	11	(17)	18	(10)	0
Unlevered CFO	15	17	16	10	19
Free Cash Flow	(8)	(30)	(2)	(25)	26



2023년 12월 4일 | 기업분석\_스몰캡\_Report

Not Rated

현재주가(12.1) 14,040원

## Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	827.24
52주 최고/최저(원)	24,450/8,840
시가총액(십억원)	249.6
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	17,774.3
60일 평균 거래량(천주)	497.6
60일 평균 거래대금(십억원)	6.2
외국인지분율(%)	2.40
주요주주 지분율(%)	
이호재 외 11인	31.13

## Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

## Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	45	29	79	55
영업이익	(5)	(0)	20	8
세전이익	(8)	(3)	18	7
순이익	(7)	(3)	16	5
EPS	(39.5)	(16.1)	94.8	25.6
증감율	적전	적지	흑전	(73.0)
PER	(14.5)	(46.2)	36.1	68.9
PBR	1.3	1.8	6.3	2.4
EV/EBITDA	0.0	106.3	29.3	36.5
ROE	(9.7)	(4.2)	18.4	3.7
BPS	4,384	4,188	5,429	7,248
DPS	0	0	200	100



Analyst 최재호 chlwoh2002@hanafn.com  
연구원 박희철 parkh@hanafn.com

## 서울옥션 (063170)

## 국내 미술품 대표주자, 계열사와 함께 턴어라운드 기대

## 뛰어난 해외 네트워크를 확보한 국내 미술품 시장 대표 기업

서울옥션은 1998년 설립된 미술품 경매, 중개, 판매하는 사업을 영위하는 기업이다. 미술품 시장은 미술품의 구매 관리, 정기 경매, 중개 모든 부문에서 진입장벽이 높은 산업으로 동사는 케이옥션과 함께 국내 미술품 시장의 약 90%를 과점하고 있다. 2021년부터 시장 부진을 대비해 미술품 담보대출을 통한 신규 수익모델을 창출했으며, 지속적으로 키워나가고 있는 수익모델로 대출 잔고가 2022년에는 약 250억원 수준을 기록했다. 담보대출 비즈니스를 통해 발생하는 매출은 21년 약 2억 → 22년 약 16억 → 23년 3분기 누적 기준 약 18억원으로 꾸준한 성장을 기록하고 있으며, 해당 매출은 비용이 없는 이자 수익으로 동사의 현금 유동성에 기여하고 있다. 2023년 3분기 누적 기준 매출 비중은 판매 74%, 경매 11.9%, 중개 6.4%, 담보대출 4.3%, 기타 3.4%로 구성되어 있다.

## 계열사 서울옥션블루 투자계약증권 증권신고서 제출 완료

동사의 계열사인 서울옥션블루는 지난 11월 28일 토큰증권 사업을 위한 증권신고서를 제출했다. 금융당국에 따르면 연내 STO 장내 거래소 규제 샌드박스 승인이 예상되는데, 이에 따른 선제적인 증권신고서 제출로 풀이된다. 포문을 연 기초자산은 미국 팝아트의 선구자 앤디 워홀 작품 '달려 사인'으로 약 7억원을 공모할 예정이다. 만약 해당 증권신고서가 승인되면서 1호 승인 투자계약증권이 될 경우 기념비적인 토큰증권이 될 전망이다. 서울옥션블루는 그룹 내에서 아트파이낸싱을 주력하는 계열사로 토큰증권은 공모 파이낸싱 사업의 일환이다. 비교적 사모 아트 펀드에 국한되어 있던 아트파이낸싱의 저변을 토큰증권 시장 개화와 함께 넓혀갈 것으로 예상된다. 불확실한 투자환경이 조성되는 환경 속에서 계열사 서울옥션블루의 아트파이낸싱은 그룹 내의 주요 사업으로 부각될 것으로 판단한다. 서울옥션블루의 토큰증권은 다수의 증권사와 토큰증권 관련 MOU를 맺은 상황이며, 대형 증권사와 실무적으로도 논의하고 있는 상황으로 파악되기 때문에 승인 시 빠르게 유통시장에 진입할 수 있을 것으로 예상된다.

## 계열사의 신사업은 내년 턴어라운드의 포문을 열 것으로 예상

미술품 시장 불경기가 지속되면서 올해 서울옥션 역시 부진이 예상되지만, 내년 서울옥션블루의 STO 성과로 미술품 시장이 활력을 되찾는다면 서울옥션 역시 선순환 효과가 이어질 것으로 기대된다. 최근 서울옥션 그룹은 아트파이낸싱의 잠재력을 높게 평가하는 상황으로 서울옥션블루의 역할이 더욱 중요해지고 있으며, 서울옥션블루는 토큰증권을 통한 공모 파이낸싱과 사모 파이낸싱 모두 진행할 것으로 예상된다. 미국, 아시아, 유럽에 모두 유통 네트워크를 확보하고 있는 서울옥션블루는 STO 사업의 해외 진출도 적극적으로 논의하는 중으로 국내에 국한되지 않는 확장성이 기대된다.

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	62	45	29	79	55
매출원가	37	28	20	50	37
매출총이익	25	17	9	29	18
판매비	17	22	10	9	10
영업이익	9	(5)	(0)	20	8
금융손익	(2)	(2)	(2)	(2)	(1)
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	(1)	(0)	(0)	0
세전이익	9	(8)	(3)	18	7
법인세	2	1	(0)	2	2
계속사업이익	7	(9)	(3)	16	5
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	(9)	(3)	16	5
비배주주지분 손이익	(0)	(2)	0	0	0
지배주주순이익	7	(7)	(3)	16	5
지배주주지분포괄이익	7	(6)	(3)	17	10
NOPAT	7	(5)	(0)	18	5
EBITDA	10	(1)	2	21	10
성장성(%)					
매출액증가율	14.8	(27.4)	(35.6)	172.4	(30.4)
NOPAT증가율	40.0	적전	흑전	N/A	(72.2)
EBITDA증가율	42.9	적전	흑전	950.0	(52.4)
영업이익증가율	50.0	적전	흑전	N/A	(60.0)
(지배주주)순이익증가율	133.3	적전	적지	흑전	(68.8)
EPS증가율	134.8	적전	적지	흑전	(73.0)
수익성(%)					
매출총이익률	40.3	37.8	31.0	36.7	32.7
EBITDA이익률	16.1	(2.2)	6.9	26.6	18.2
영업이익률	14.5	(11.1)	0.0	25.3	14.5
계속사업이익률	11.3	(20.0)	(10.3)	20.3	9.1

투자지표	2018	2019	2020	2021	2022
주당지표(원)					
EPS	432	(395)	(161)	948	256
BPS	4,816	4,384	4,188	5,429	7,248
CFPS	543	(52)	137	1,441	542
EBITDAPS	572	(81)	103	1,243	538
SPS	3,667	2,665	1,705	4,671	3,104
DPS	100	0	0	200	100
주가지표(배)					
PER	20.4	(14.5)	(46.2)	36.1	68.9
PBR	1.8	1.3	1.8	6.3	2.4
PCR	16.2	(110.4)	54.3	23.7	32.6
EV/EBITDA	20.0	0.0	106.3	29.3	36.5
PSR	2.4	2.2	4.4	7.3	5.7
재무비율(%)					
ROE	9.6	(9.7)	(4.2)	18.4	3.7
ROA	3.6	(3.9)	(1.8)	9.2	2.3
ROIC	6.5	(4.6)	(0.3)	14.5	3.7
부채비율	162.8	152.0	126.9	99.0	56.5
순부채비율	54.9	76.4	90.2	43.5	28.3
이자보상배율(배)	5.9	(1.8)	(0.2)	10.5	4.0

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	143	107	91	115	125
금융자산	27	18	10	19	23
현금성자산	17	13	7	11	7
매출채권	10	5	5	3	1
재고자산	62	57	67	67	84
기타유동자산	44	27	9	26	17
비유동자산	62	65	57	58	70
투자자산	4	5	2	3	10
금융자산	4	5	2	3	10
유형자산	48	53	49	49	52
무형자산	1	1	0	1	1
기타비유동자산	9	6	6	5	7
자산총계	205	173	148	173	194
유동부채	87	64	41	82	46
금융부채	31	32	28	53	35
매입채무	2	0	2	0	0
기타유동부채	54	32	11	29	11
비유동부채	41	40	42	4	24
금융부채	39	38	40	4	23
기타비유동부채	2	2	2	0	1
부채총계	127	104	83	86	70
지배주주지분	76	69	65	87	124
자본금	8	8	8	8	9
자본잉여금	39	39	39	42	70
자본조정	(6)	(5)	(5)	(4)	(4)
기타포괄이익누계액	(0)	(0)	(1)	1	7
이익잉여금	35	27	24	40	43
비지배주주지분	2	0	0	0	0
자본총계	78	69	65	87	124
순금융부채	43	52	59	38	35

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	(1)	(1)	(10)	11	(27)
당기순이익	7	(9)	(3)	16	5
조정	0	6	2	6	(2)
감가상각비	1	3	2	1	2
외환거래손익	0	0	0	0	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(1)	3	0	5	(5)
영업활동 자산부채변동	(8)	2	(9)	(11)	(30)
투자활동 현금흐름	(9)	(9)	4	(1)	(2)
투자자산감소(증가)	(0)	(1)	3	(1)	(7)
자본증가(감소)	(7)	(6)	(0)	(1)	(3)
기타	(2)	(2)	1	1	8
재무활동 현금흐름	12	6	0	(6)	24
금융부채증가(감소)	14	1	(2)	(12)	2
자본증가(감소)	0	0	0	4	28
기타재무활동	(1)	7	2	2	(3)
배당지급	(1)	(2)	0	0	(3)
현금의 증감	2	(4)	(6)	4	(5)
Unlevered CFO	9	(1)	2	24	10
Free Cash Flow	(14)	(7)	(11)	10	(32)

2023년 12월 4일 | 기업분석\_스몰캡\_Report

Not Rated

현재주가(12.1) 5,070원

## Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	827.24
52주 최고/최저(원)	6,940/3,200
시가총액(십억원)	137.8
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	27,174.1
60일 평균 거래량(천주)	609.7
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0
외국인지분율(%)	0.34
주요주주 지분율(%)	
타에어드라이버 외 6인	50.50
유로통상	9.94

## Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

## Financial Data

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	31	24	38	28
영업이익	4	2	14	6
세전이익	3	(2)	13	5
순이익	3	(2)	10	4
EPS	145	(115)	476	150
증감율	흑전	적전	흑전	(68.5)
PER	0.0	0.0	0.0	30.7
PBR	0.0	0.0	0.0	1.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	20.4
ROE	10.1	(8.6)	14.8	3.2
BPS	1,440	1,337	3,123	4,741
DPS	0	0	0	35



Analyst 최재호 chlwoh2002@hanafn.com  
연구원 박희철 parkh@hanafn.com

## 케이옥션 (102370)

## 자회사 '투게더아트' STO 증권신고서 제출 준비 완료

## 미술품 종합 관리 시스템을 구축하고 있는 미술품 경매 및 판매 대표 기업

케이옥션은 2005년 설립된 미술품 위탁판매 및 자기판매 사업을 영위하는 기업이다. 동사는 미술품을 재고로 취득한 후 판매해 매매차익을 얻는 미술품 판매부터 경매, 중개를 통해 수수료로 수익하는 사업을 영위하고 있다. 미술품 시장은 양질의 미술품을 구매 관리하고 정기적으로 경매를 진행하기 때문에 진입장벽이 높아 동사와 서울옥션이 국내 미술품 시장의 약 90%를 점유하는 과점 형태이다. 동사는 미술품 종합 관리 시스템인 K-Office를 통해 미술품 데이터베이스를 구축하였으며, 작품 입고부터 작품 출고까지의 전체 프로세스 내에서 발생하는 연간 1만건 이상의 데이터베이스를 축적하고 있다. 동사의 성장 동력이 될 자회사들을 주목할 필요가 있다. 자회사는 미술품 작가 매니지먼트 및 전시업을 영위하는 '아르떼케이'와 미술품 조각투자 사업을 영위하는 '투게더아트'가 존재한다. 2023년 3분기 누적 기준 매출 비중은 미술품 경매 72.0%, 판매 17.6%, 중개 4.9%, 기타 5.5%로 구성되어 있다.

## 미술품 조각투자 대표 플랫폼 '아트투게더' 사업 재개 임박

동사의 자회사가 영위하는 조각투자 플랫폼 아트투게더의 사업이 내년 초에 재개될 것으로 전망된다. 과거 동사의 자회사 투게더아트의 투자계약증권 증권신고서 철회는 공정성 있는 가치 제시와 투자자 보호 요건을 보강하기 위한 자진철회였다. 현재 보강한 신규 증권신고서는 제출 준비를 모두 마친 상황으로 파악된다. 제출할 증권신고서는 금융당국의 지속적인 피드백을 반영한 것으로 승인 가능성이 높을 것으로 예상된다. 현재 금융당국은 연내에 토큰증권을 거래하기 위한 장내 거래소를 규제 샌드박스로 승인할 계획이 존재한다. 즉, 증권신고서 승인과 발맞춰 거래소가 구축될 가능성이 높은 상황으로 내년 초에는 동사의 미술품 조각투자 사업의 본격적인 재개가 예상된다. 현재 투자계약증권의 대표적으로 거론되는 기초자산은 미술품이다. 미술품을 토큰화하면 투자자산으로 가장 큰 약점이었던 유동성을 보완할 수 있다. 토큰증권으로 형성될 새로운 미술품 유통시장은 과거 대비 높은 유동성을 기반으로 대체 투자처로 부각 받을 가능성이 존재한다. 2022년 국내 미술품 거래액 기준 약 1조원 규모의 시장을 타겟하는 새로운 유통시장의 개화가 머지않았다.

## 신사업에서 결국 중요한 것은 토큰증권의 발행 건수

미술품 토큰증권 시장이 개화함에 따라 동사와 같은 STO 발행사에게 가장 중요한 것은 발행 건수라고 판단한다. 발행사의 수익모델이 발행 수수료와 시세차익 등이기 때문이다. 동사는 다수의 미술품을 토큰화할 준비를 마친 만큼 첫 증권신고서를 트리거로 적극적인 사업 추진이 예상된다. 내년 STO 신사업을 통한 턴어라운드 기대감과 함께, 신규 유통시장 확보를 통해서 미술품 시장 성장이 예상되기 때문에 주목할 필요가 있다.

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
<b>매출액</b>	<b>22</b>	<b>31</b>	<b>24</b>	<b>38</b>	<b>28</b>
매출원가	10	18	15	16	13
매출총이익	12	13	9	22	15
판매비	8	8	7	9	9
<b>영업이익</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>14</b>	<b>6</b>
금융손익	(4)	(0)	(4)	(0)	(1)
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	(0)	1	0	0
<b>세전이익</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>(2)</b>	<b>13</b>	<b>5</b>
법인세	1	1	0	3	1
계속사업이익	(1)	3	(2)	10	4
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>(1)</b>	<b>3</b>	<b>(2)</b>	<b>10</b>	<b>4</b>
비배주주지분 손이익	0	0	0	0	0
<b>지배주주순이익</b>	<b>(1)</b>	<b>3</b>	<b>(2)</b>	<b>10</b>	<b>4</b>
지배주주지분포괄이익	(1)	3	(2)	26	24
NOPAT	(59)	3	2	11	5
EBITDA	4	5	3	15	7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	N/A	40.9	(22.6)	58.3	(26.3)
NOPAT증가율	N/A	흑전	(33.3)	450.0	(54.5)
EBITDA증가율	N/A	25.0	(40.0)	400.0	(53.3)
영업이익증가율	N/A	0.0	(50.0)	600.0	(57.1)
(지배주주)순이익증가율	N/A	흑전	적전	흑전	(60.0)
EPS증가율	N/A	흑전	적전	흑전	(68.5)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	54.5	41.9	37.5	57.9	53.6
EBITDA이익률	18.2	16.1	12.5	39.5	25.0
영업이익률	18.2	12.9	8.3	36.8	21.4
계속사업이익률	(4.5)	9.7	(8.3)	26.3	14.3

투자지표	2018	2019	2020	2021	2022
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(40)	145	(115)	476	150
BPS	1,291	1,440	1,337	3,123	4,741
CFPS	136	119	84	691	285
EBITDAPS	243	263	146	675	269
SPS	1,214	1,677	1,327	1,739	1,033
DPS	0	0	0	0	35
<b>주기지표(배)</b>					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	30.7
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
PCR	0.0	0.0	0.0	0.0	16.2
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	20.4
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	4.5
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(3.1)	10.1	(8.6)	14.8	3.2
ROA	(0.9)	3.2	(2.8)	11.0	1.9
ROIC	(77.3)	4.7	3.2	16.2	3.5
부채비율	256.0	217.6	205.9	34.0	72.4
순부채비율	231.9	172.8	132.0	(15.9)	17.8
이자보상배율(배)	1.2	1.0	0.4	15.3	3.4

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
<b>유동자산</b>	<b>54</b>	<b>46</b>	<b>38</b>	<b>45</b>	<b>85</b>
금융자산	2	8	13	21	51
현금성자산	1	8	13	20	22
매출채권	1	0	0	1	0
재고자산	16	24	18	20	30
기타유동자산	35	14	7	3	4
<b>비유동자산</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>36</b>	<b>50</b>	<b>133</b>
투자자산	1	0	0	0	1
금융자산	1	0	0	0	1
유형자산	27	29	29	48	102
무형자산	0	0	0	0	0
기타비유동자산	2	8	7	2	30
<b>자산총계</b>	<b>84</b>	<b>83</b>	<b>74</b>	<b>95</b>	<b>218</b>
<b>유동부채</b>	<b>10</b>	<b>37</b>	<b>46</b>	<b>18</b>	<b>17</b>
금융부채	6	34	41	8	10
매입채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	4	3	5	10	7
<b>비유동부채</b>	<b>50</b>	<b>20</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>74</b>
금융부채	50	20	4	2	63
기타비유동부채	0	0	0	4	11
<b>부채총계</b>	<b>60</b>	<b>57</b>	<b>50</b>	<b>24</b>	<b>91</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>71</b>	<b>126</b>
자본금	3	3	3	4	14
자본잉여금	0	(0)	(0)	20	44
자본조정	0	0	0	1	(2)
기타포괄이익누계액	0	0	0	15	35
이익잉여금	20	23	21	31	35
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>24</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>71</b>	<b>126</b>
순금융부채	55	45	32	(11)	22

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(2)</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>(7)</b>
당기순이익	(1)	3	(2)	10	4
조정	5	(1)	3	5	(1)
감가상각비	0	1	1	1	1
외환거래손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	5	(2)	2	4	(2)
영업활동 자산부채변동	(6)	9	16	8	(10)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(1)</b>	<b>(0)</b>	<b>(87)</b>
투자자산감소(증가)	(1)	1	(0)	0	(1)
자본증가(감소)	(0)	(1)	(1)	(0)	(17)
기타	0	(1)	0	0	(69)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>2</b>	<b>(4)</b>	<b>(12)</b>	<b>(15)</b>	<b>96</b>
금융부채증가(감소)	56	(62)	(52)	(36)	63
자본증가(감소)	3	(0)	0	20	35
기타재무활동	(57)	58	40	1	(2)
배당지급	0	0	0	0	0
<b>현금의 증감</b>	<b>(1)</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>1</b>
Unlevered CFO	2	2	2	15	8
Free Cash Flow	(2)	10	17	23	(25)

2023년 12월 4일 | 기업분석\_스몰캡\_Report

Not Rated

현재주가(12.1) 12,920원

## Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	827.24
52주 최고/최저(원)	16,200/8,000
시가총액(십억원)	120.7
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	9,341.3
60일 평균 거래량(천주)	416.0
60일 평균 거래대금(십억원)	5.4
외국인지분율(%)	10.17
주요주주 지분율(%)	
박민수 외 6인	28.95
BK MEDICAL GROUP PTE. LTD.	8.56

## Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

## Financial Data

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	60	60	95	90
영업이익	5	3	7	5
세전이익	4	3	2	2
순이익	3	3	1	2
EPS	427	434	66	188
증감율	72.9	1.6	(84.8)	184.8
PER	0.0	0.0	406.1	56.6
PBR	0.0	0.0	5.5	2.1
EV/EBITDA	0.0	0.0	24.5	9.5
ROE	23.4	19.7	1.3	3.9
BPS	1,826	2,201	4,903	4,998
DPS	0	0	100	100



Analyst 최재호 chlwoogh2002@hanafn.com  
연구원 박희철 parkh@hanafn.com

## 핑거 (163730)

## 토큰증권 유통 플랫폼/솔루션 공급 전망

## 스마트 금융을 선도하는 금융 서비스 전문 기업

핑거는 2000년 설립된 스마트 금융 플랫폼을 제공하는 핀테크 업체로 주로 금융기관과 공공기관을 대상으로 서비스를 제공하는 기업이다. 동사의 핵심 역량은 빠르게 변화하는 금융 트렌드 대응 능력이다. 2001년 자산관리의 온라인화에 발맞춰 스크래핑 엔진을 처음 개발해 적용한 이력이 있으며, 2009년에는 국내 아이폰 첫 출시를 기점으로 스마트 banking 시대가 열릴 것을 예측해 모바일 banking 서비스를 국내 최초로 개발했다. 핀테크가 주목받던 2016년에도 선제적으로 관련 플랫폼/솔루션을 개발해 공급한 이력이 있다. 최초 신한은행을 시작으로 금융권은 물론 비금융권까지 플랫폼/솔루션을 공급하고 있는 상황이며, 현재는 우리은행, 하나은행, 기업은행, 국민은행, 농협은행 등 1금융권 대부분 기업들에 동사의 플랫폼을 개발해 공급 중이다. 2023년 3분기 누적 기준 매출 비중은 플랫폼 74.8%, 솔루션 0.2%, 수수료 2.9%, 기타 18.1%로 구성되어 있다.

## 빠른 개발 역량 기반 토큰증권 시장도 법제화에 맞춰 진입 전망

핑거는 또 한번 토큰증권 시장 개화라는 트렌드 변화를 감지해 이미 핵심 플랫폼/솔루션 개발을 진행 중이다. 다양한 금융기관 및 공공기관향 레퍼런스가 존재하는 만큼 보수적인 금융기관의 신사업 솔루션 진입에 강점을 가질 것으로 판단된다. 즉, 토큰증권 법제화에 따라 증권사가 거래 플랫폼을 구축하고자 할 때 핑거의 플랫폼/솔루션을 통해 구축할 가능성이 높은 상황이다. 아직은 이르지만 동사는 토큰증권 발행 사업에도 진출을 계획하고 있는 것으로 파악된다. 동사의 미래 성장 동력 중 하나인 'IPNFT'는 특허 NFT를 거래할 수 있는 플랫폼으로 이를 통해 블록체인 및 토큰화 역량을 키워왔다. 이러한 역량을 기반으로 발행 사업 진출 시 토큰증권 가이드라인에서 언급된 분산원장 요건을 가진 발행인 계좌관리기관에 속할 가능성이 높다. 토큰증권을 금융기관을 통하지 않고 발행 및 등록, 관리가 가능하다는 의미이다. NFT 사업을 위해 확보해 둔 특허권에 대한 지적재산권을 토큰화 기초자산으로 활용할 방침이다. 결론적으로 현행 가이드라인 상 핑거는 법제화를 통해 개화 될 토큰증권의 발행 사업 진출과 함께 거래 유통 플랫폼/솔루션을 공급할 수 있는 기업이다.

## 본업 성장과 더불어 토큰증권 신사업으로 적극적인 행보 기대

핑거는 1) 기존 사업의 비금융권 채택 확대와 더불어 2) '핑거요' 등의 다양한 B2C 핀테크 서비스 진출 확대, 그리고 3) 본격적인 토큰증권 신사업 진출을 계획하고 있기 때문에 내년 부터 실적 레벨업이 기대되는 상황이다. 기존 사업의 레퍼런스 및 성과가 견조한 만큼 토큰증권 신사업에 대한 플랫폼/솔루션 제공 기대감이 높은 상황이다. 개화하는 STO 산업에 맞춰 동사의 적극적인 행보가 기대된다.

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
<b>매출액</b>	<b>38</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>95</b>	<b>90</b>
매출원가	31	50	52	80	77
매출총이익	7	10	8	15	13
판매비	5	6	5	7	8
<b>영업이익</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>5</b>
금융손익	(1)	(1)	(1)	(5)	1
종속/관계기업손익	0	0	(0)	(1)	(4)
기타영업외손익	0	0	1	1	0
<b>세전이익</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
법인세	0	1	0	1	0
계속사업이익	2	3	3	1	2
중단사업이익	0	0	1	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
비배주주지분 손익	(0)	(0)	0	0	0
<b>지배주주순이익</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
지배주주지분포괄이익	2	4	3	1	2
NOPAT	2	4	3	3	5
EBITDA	3	5	5	9	7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	N/A	57.9	0.0	58.3	(5.3)
NOPAT증가율	N/A	100.0	(25.0)	0.0	66.7
EBITDA증가율	N/A	66.7	0.0	80.0	(22.2)
영업이익증가율	N/A	66.7	(40.0)	133.3	(28.6)
(지배주주)순이익증가율	N/A	50.0	0.0	(66.7)	100.0
EPS증가율	N/A	72.9	1.6	(84.8)	184.8
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	18.4	16.7	13.3	15.8	14.4
EBITDA이익률	7.9	8.3	8.3	9.5	7.8
영업이익률	7.9	8.3	5.0	7.4	5.6
계속사업이익률	5.3	5.0	5.0	1.1	2.2

투자지표					
	2018	2019	2020	2021	2022
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	247	427	434	66	188
BPS	240	1,826	2,201	4,903	4,998
CFPS	520	859	810	1,379	1,083
EBITDAPS	387	676	579	983	782
SPS	4,922	7,694	7,660	10,414	9,705
DPS	0	0	0	100	100
<b>주가지표(배)</b>					
PER	0.0	0.0	0.0	406.1	56.6
PBR	0.0	0.0	0.0	5.5	2.1
PCFR	0.0	0.0	0.0	19.4	9.8
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	24.5	9.5
PSR	0.0	0.0	0.0	2.6	1.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	101.8	23.4	19.7	1.3	3.9
ROA	6.7	6.1	9.0	0.8	2.8
ROIC	(405.9)	42.1	68.3	21.1	54.8
부채비율	1,496.2	271.7	113.7	55.1	35.1
순부채비율	(56.9)	(1.9)	(29.6)	(62.6)	(67.7)
이자보상배율(배)	4.0	9.6	6.3	66.4	21.7

자료: 하나증권

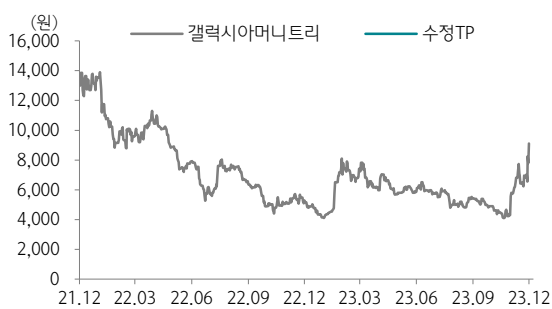
대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
<b>유동자산</b>	<b>24</b>	<b>43</b>	<b>25</b>	<b>52</b>	<b>41</b>
금융자산	20	32	13	33	34
현금성자산	11	8	13	27	22
매출채권	2	7	9	6	1
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2	4	3	13	6
<b>비유동자산</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>19</b>	<b>20</b>
투자자산	1	3	4	11	10
금융자산	1	3	3	8	9
유형자산	0	1	1	1	1
무형자산	1	1	0	0	1
기타비유동자산	3	6	7	7	8
<b>자산총계</b>	<b>28</b>	<b>55</b>	<b>38</b>	<b>71</b>	<b>61</b>
<b>유동부채</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>13</b>	<b>21</b>	<b>12</b>
금융부채	17	24	2	1	1
매입채무	2	5	6	12	4
기타유동부채	4	2	5	8	7
<b>비유동부채</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>4</b>
금융부채	2	8	6	3	3
기타비유동부채	1	1	1	2	1
<b>부채총계</b>	<b>27</b>	<b>40</b>	<b>20</b>	<b>25</b>	<b>16</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>46</b>	<b>44</b>
자본금	3	4	4	5	5
자본잉여금	2	10	10	35	36
자본조정	(1)	(1)	(0)	1	(2)
기타포괄이익누계액	0	1	0	0	(0)
이익잉여금	(2)	1	4	5	6
<b>비지배주주지분</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>자본총계</b>	<b>2</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>46</b>	<b>45</b>
순금융부채	(1)	(0)	(5)	(29)	(31)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>6</b>	<b>(3)</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>11</b>
당기순이익	2	3	3	1	2
조정	2	3	3	11	8
감가상각비	0	1	1	2	2
외환거래손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	2	2	2	9	6
영업활동 자산부채변동	2	(9)	2	(0)	1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(1)</b>	<b>(3)</b>	<b>(1)</b>	<b>(16)</b>	<b>(12)</b>
투자자산감소(증가)	(1)	(1)	(1)	(5)	5
자본증가(감소)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
기타	0	(1)	0	(11)	(17)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>(2)</b>	<b>17</b>	<b>(3)</b>
금융부채증가(감소)	3	12	(26)	(4)	(1)
자본증가(감소)	5	8	(0)	26	1
기타재무활동	(6)	(17)	24	(5)	(2)
배당지급	0	0	0	0	(1)
<b>현금의 증감</b>	<b>7</b>	<b>(3)</b>	<b>5</b>	<b>14</b>	<b>(5)</b>
Unlevered CFO	4	7	6	13	10
Free Cash Flow	6	(4)	8	12	11



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

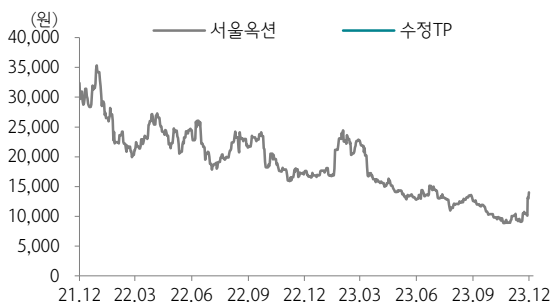
## 갤럭시아머니트리



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.11.4	Not Rated	-		

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

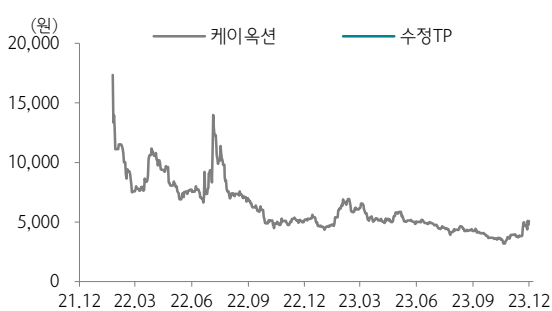
## 서울옥션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.12.4	Not Rated	-		

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 케이옥션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.1.5	Not Rated	-		

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 평가



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.12.4	Not Rated	-		

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(최재호, 김두현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 12월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(최재호, 김두현)는 2023년 12월 4일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.44%	5.09%	0.46%	100%

\* 기준일: 2023년 12월 01일