GLOBAL
EQUITY

2025. 11. 13.

대체투자팀

홍진현 Analyst
jinhyun.hong@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

써클 인터넷 그룹(CRCL US)

3Q review: 외형 성장, 그러나 비용과 밸류 리스크 부각

- USDC 순환량 YoY +108%, 매출 YoY +66%, 순이익 YoY +202% 기록
- RLDC 마진 39%, Distribution·Transaction 비용 YoY +74%. 비용 압박 증가
- 규제 불명확성·금리 하락·신사업 부진이 주가 하락 요인으로 작용

WHAT'S THE STORY?

USDC 순환량 급증으로 외형 성장 및 수익성 개선: 써클 인터넷 그룹은 2025년 3분기에 총매출(Reserve 포함) 7.4억 달러 (+66% YoY), 순이익 2.1억 달러 (+202% YoY)를 기록하며 컨센서스를 상회. USDC 순환량은 737억 달러로 전년동기 대비 +108% 성장하며 호실적을 주도. 순이익에는 전환사채 공정가치 감소(4,800만 달러)로 인한 일회성 이익과 스톡 기반 보상 증가에 따른 세금 혜택(6,100만 달러)이 포함되어 있지만, 핵심 펀더멘털에 미치는 영향을 제한적. On-platform USDC가 1,277% 증가, 플랫폼 내 점유율을 높이며 장기 수익성 개선의 기반을 마련

Distribution 비용 및 Opex 압력 증가: 비용 측면에서 Distribution·Transaction 비용이 4.48억 달러로 YoY 74% 증가하며 강한 압력을 형성. 이는 USDC Circulation 확대에 따라 파트너(Coinbase 등)에 지급되는 인센티브 비용이 구조적으로 증가하는 모델이기 때문. RLDC Margin은 39%로 전년 동기 대비 270bps하락. Operating Expense 또한 2.11억 달러로 YoY 70% 증가하며, 스톡 기반 보상이 5,908만 달러를 기록해 비용 증가의 핵심 요인으로 작용. Adjusted Opex 기준으로는 1.31억 달러로 증가율이 35%에 그쳤으나, 인력 증가(평균 +14%)와 Arc·CPN 등 신규 인프라 개발비가 고정비 성격으로 반영되며 중기 비용 부담은 여전히 높음

가이던스 상향, 외형 성장은 확신을 유지: 써클 인터넷 그룹은 준비금 외 수익 가이던스를 기존 7,500~8,500만 달러에서 0.9~1.0억 달러로 상향 조정하며 구독·서비스·트랜잭션 기반 성장세를 전망. RLDC 마진은 38%이하로 기존 전망을 유지, USDC 유통량 성장률 전망도 CAGR 40%를 유지. Adjusted Opex의 경우 기존 4.75~4.9억 달러에서 4.95~5.1억 달러로 상향 조정. 외형 확장은 견조하지만, 비용 상향 폭이 더 컸다는 점을 시장은 멀티플 축소로 이어질 수 있는 요소로 평가

SUMMARY FINANCIAL DATA

(백만달러)	3Q25			증감 (%)	
	Actual	Consensus	차이 (%)	전년 동기 대비	전분기 대비
매출액	740	647	14.3	n/a	12.4
영업이익 (조정)	82	-158	n/a	n/a	흑전
순이익	214	-202	n/a	n/a	흑전
EPS (달러)	0.64	-0.08	n/a	n/a	흑전

자료: 써클 인터넷 그룹, Bloomberg

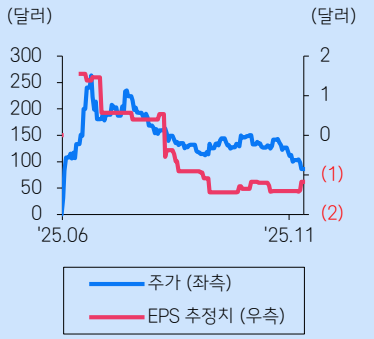
▶ 종목 정보

현재주가	86.3 USD
블룸버그 평균 목표주가	159.2 USD
시가총액 (달러)	20.3 십억USD
시가총액 (원)	29.8 조원
Shares (float)	49.1 백만주 (22.7%)
52주 최저/최고	64 / 298.99 USD
90일-평균 거래대금	1,519 백만USD
국가	US
상장거래소	New York
산업	Diversified Finan Serv

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
써클 인터넷 그룹 (%)	(35.1)	n/a	n/a
NYSE 대비 (%pts)	(38.5)	n/a	n/a

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: 써클 인터넷 그룹, Bloomberg

삼성증권

네트워크 확장과 신사업: Arc와 CPN을 중심으로 한 네트워크 확장은 뚜렷. Arc Public Testnet에는 100개 이상의 글로벌 금융기관·기술기업이 참여했으며, 2026년 메인넷 목표로 개발 중. CPN은 등록 FI 29개, Eligibility 55개, Pipeline 500개로 빠르게 확장되었고, 최근 30일 기준 연율화 TPV(Transaction Volume Processed)는 34억 달러로 6월 대비 101배 증가. Fireblocks·Visa·Deutsche Börse 등 주요 파트너십도 확대되며 유즈케이스 기반이 넓어지는 중. 그러나 이런 진전에도 불구, 기타 수익 비중은 전체 매출의 4%에 불과하며, USYC·Arc Token 등 신규 사업이 실제 수익 기여로 이어지기까지는 중장기 시간 소요 전망. 단기 실적 반영에는 제한적.

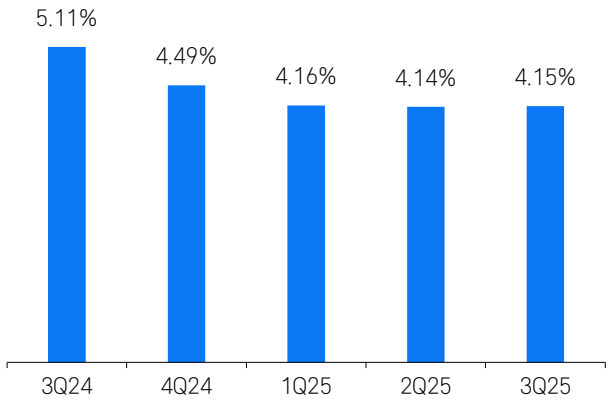
실적 발표 이후 주가 12% 하락: YoY 관점에서 견조한 실적발표에도 불구하고 주가 부진. 정책 불확실성 재부각과 함께, 수익성 둔화 신호가 동시에 반영된 결과로 해석 ① 금리 하락 사이클 진입 가능성이 Reserve 기반 매출에 구조적 부담으로 작용 ② 비용 가이던스의 높은 상향으로 마진 개선 기대 악화 ③ Arc·CPN 등 신사업의 단기 실적 기여 제한

표 2. 써클 인터넷 그룹 분기별 실적

(백만 달러)	1Q25	2Q25	3Q25	2022	2023	2024
매출액	579	658	740	772	1,450	1,676
YoY (%)					87.9	15.6
준비자산	558	634	711			
기타	21	24	29			
영업이익 (GAAP)	93	-326	81	-38	270	167
YoY (%)					흑전	-38.0
세전이익 (조정)	97	-322	98	-714	297	223
YoY (%)					흑전	-25.1
순이익 (GAAP)	65	-482	214	-769	268	156
YoY (%)					흑전	-41.8
EBITDA (GAAP)	108	-311	105	-25	306	222
YoY (%)					흑전	-27.4

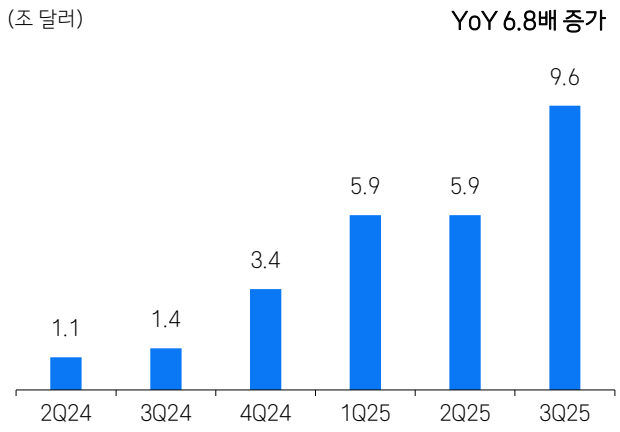
자료: 써클 인터넷 그룹, 삼성증권

그림 1. 준비자산 수익률



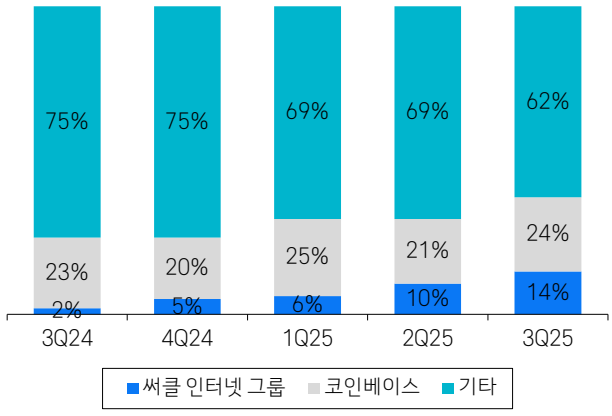
자료: 써클 인터넷 그룹, 삼성증권

그림 2. USDC 온체인 거래규모



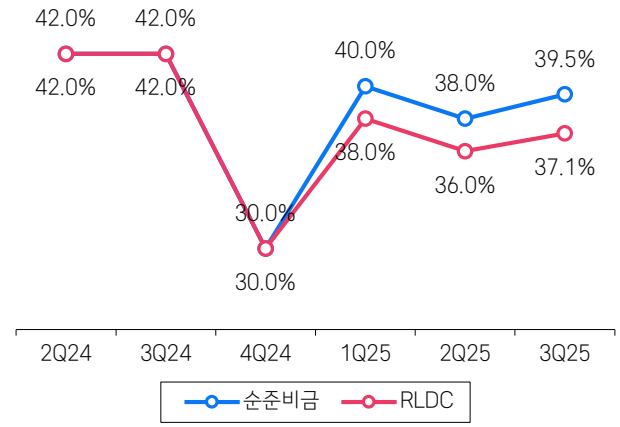
자료: 써클 인터넷 그룹, 삼성증권

그림 3. 플랫폼별 USDC 유통량 점유율



참고: 분기말 기준
자료: 써클 인터넷 그룹, 삼성증권

그림 4. 순준비금 마진 vs RLDC 마진



자료: 써클 인터넷 그룹, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
영업수익			**772**	**1,450**	**1,676**
매출원가			309	728	1,017
매출총이익			**463**	**723**	**659**
(매출총이익률, %)			59.9	49.8	39.3
판매관리비			161	137	155
영업이익 (GAAP)			**(38)**	**270**	**167**
(영업이익률, %)			n/a	18.6	10.0
영업외손실			**720**	**(49)**	**(54)**
이자수익			(9)	(29)	(35)
외환이익			0	0	0
기타 영업외 손실			729	(20)	(20)
세전이익 (GAAP)			**(759)**	**319**	**222**
법인세			13	43	65
계속사업이익			(762)	272	157
중단사업이익			7	4	1
순이익 (GAAP)			**(769)**	**268**	**156**
(순이익률, %)			n/a	18.4	9.3
EBITDA (GAAP)			-25	306	222
(EBITDA 이익률, %)			n/a	19.6	13.3
EPS (GAAP, 달러)			(16.48)	5.66	2.86
희석 EPS (달러)			(16.48)	3.96	2.13

재무상태표

12월 31일 기준 (백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산				**25,314**	**45,165**
현금 및 현금성자산				25,143	44,964
매출채권				2	6
기타단기자산				169	194
비유동자산				**683**	**669**
순 유형자산				3	19
장기 투자&미수금				164	84
기타 비유동자산				516	567
자산 총계				**25,997**	**45,834**
유동부채				**24,438**	**44,031**
매입채권				153	287
단기차입금				2	3
기타 유동부채				24,283	43,741
비유동부채				**88**	**93**
장기차입금				59	54
기타 비유동부채				30	39
부채 총계				**24,526**	**44,124**
우선주 및 하이브리드 자본				1,131	1,140
보통주 자본금 및 주식발행초과금				1,723	1,793
자기주식 (-)				3	3
이익잉여금				(1,386)	(1,223)
기타자본				5	4
자본 총계				**1,471**	**1,710**
부채 및 자본 총계				**25,997**	**45,834**

현금흐름표

12월 31일 기준 (백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동에서의 현금흐름			**(73)**	**140**	**345**
당기순이익			(769)	268	156
감가상각비 & 무형자산상각비			13	35	51
비현금항목			512	10	21
비현금 운전자본 변동			171	(172)	117
투자활동에서의 현금흐름			**(8,489)**	**8,510**	**186**
고정&무형자산 변동			(21)	(34)	(57)
인수&사업매각			0	0	0
기타			(8,467)	8,543	244
재무활동에서의 현금흐름			**2,578**	**(20,330)**	**19,450**
지급 배당금			0	0	0
부채(상환)에서 발생한 현금			0	0	0
자사주(재매입)현금			401	(16)	2
기타			2,177	(20,313)	19,448
현금증감			(5,983)	(11,681)	19,981
기초현금			42,653	36,674	24,994
기말현금			36,674	24,994	44,968
Free cash flow			**(94)**	**106**	**287**

참고: * 지배주주 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
증감률 (%)					
매출액				87.9	15.6
영업이익				흑전	(38.0)
순이익				흑전	(41.8)
희석 EPS				흑전	(46.2)
주당지표					
희석 EPS				4.0	2.1
BPS				5.8	9.3
DPS (보통주)				n/a	n/a
Valuations (배)				n/a	n/a
P/E*				n/a	n/a
P/B*				n/a	n/a
EV/EBITDA				n/a	n/a
비율 (%)					
ROE				n/a	34.2
ROA				n/a	0.4
ROIC				n/a	7.1
배당성향				n/a	n/a
배당수익률 (보통주)				n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 11월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA