한화투자증권

2025년 11월 13일
해외기업분석

Circle Internet Group(CRCL)

미워도 다시 한 번

▶Analyst 김유민 yumin.kim@hanwha.com 3772-7392

Not Rated

Bloomberg컨센서스 목표가: 159.16USD

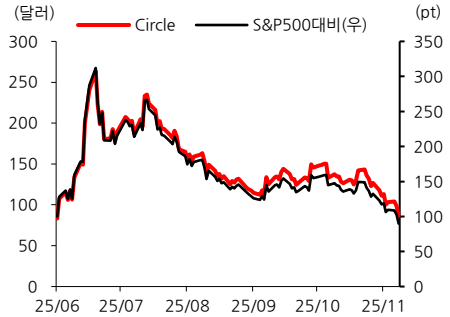
현재 주가(11/12, USD)	86.30
상승여력	▲ 84.4%
시가총액(백만 USD)	20,322
발행주식수(천주)	216,487
52 주 최고가 / 최저가(USD)	298.99 / 64
90 일 일평균 거래대금(백만 USD)	1,947.1
거래소	New York
국가명	UNITED STATES
티커	CRCL US Equity
산업	정보기술

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-35.1	-47.1	178.4	-
상대수익률(S&P500)	-39.6	-53.4	161.2	-

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

재무정보	FY 2023	FY 2024	FY 2025E	FY 2026E
매출액	1,450	1,676	2,676	3,303
영업이익	270	167	-78	351
영업이익률	19	10	-	11
EBITDA	304	285	523	629
순이익	272	157	-263	299
EPS	0.78	0.3	-1.12	1.35
순차입금	-25,170	-44,908	-1,910	-2,146
PER	-	-	-	63.9
PBR	-	-	10.3	11.1
ROE	-	-	-	-

주가 추이



서클은 예상치를 상회한 FY 3Q25 실적을 발표했지만, 주가는 12.2% 하락했습니다. 위험자산 회피 기조가 반영되며 암호화폐 시장과 관련주가 부진했습니다. 서클 사업 구조에 대한 우려도 지속됐습니다. 서클은 코인베이스와 같은 파트너사에 준비금 이자 수익을 공유하는데, 공유 비중이 전체 매출의 60%를 차지하고 있습니다. 자체 플랫폼 유통을 늘리면서 수익 공유 비중을 줄여나가고 있습니다. USDC의 성장성 및 네트워크 효과, 자체 플랫폼 및 결제 인프라 확장 등으로 서클의 수익 구조는 개선될 수 있을 것입니다. 단기 주가 조정폭이 과도해, 현시점은 매력적인 진입 구간으로 판단됩니다.

FY 3Q25: 운영 레버리지로 수익성 개선

서클의 FY 3Q25 매출은 7.4억 달러(YoY +65.9%)로 예상치를 4.6% 상회했다. 그 중 이자 수익이 7.1억 달러(YoY +59.8%)로 시장 기대치를 2.8% 상회했다. 이자 수익은 전체 매출의 96%를 차지하고 있다. 평균 USDC 유통량이 678억 달러로 전년 대비 97% 증가했으나, 준비금 수익률이 96 bps 하락하며 성장폭을 일부 상쇄했다.

기타 수익은 2,850만 달러(YoY +5,113.5%)로 컨센서스를 38.8% 상회했다. 구독 및 서비스 수익이 크게 증가했다. 기타 수익은 수익성이 높은 부문으로, RLDC 마진(Revenue Less Distribution Costs Margin) 강화에 기여했다. 구독 및 서비스 수익과 거래 수익은 각각 2,360만 달러, 470만 달러를 기록했다. 구독 및 서비스 수익에는 통합적인 유지보수 서비스 수수료, 펀드 관리 수수료, 블록체인 보상 수익 등이 포함된다. 블록체인 네트워크 파트너십을 통해 강한 성장세를 보이는 사업부다.

서클의 머니마켓펀드 토큰인 USYC 거래 수수료도 실적 개선에 기여했다. USYC는 6월 말부터 11월 초까지 200% 이상 성장했고 약 10억 달러 규모에 도달했다. USYC는 현재 블랙록의 BUIDL에 이어 두 번째로 큰 머니마켓펀드 토큰이다. 서클은 USYC를 기존 인프라와 통합해 USDC와 USYC 간의 상호 운용성을 높이고 있다. USYC는 여러 퍼블릭 블록체인에서 발행되기 시작했고, 투자자에게 USDC 환매 옵션을 제공해 즉각적인 유동성을 확보할 수 있게 한다. 최근 서클의 자체 레이어1 블록체인인 Arc에서도 발행 테스트를 진행 중이다 (뒤에 계속).

조정 EBITDA는 1.7억 달러(YoY +78.4%)로 예상치를 25.3% 웃돌았다. USDC의 폭발적인 성장으로 외형이 확대됐다. 유통량을 늘리는 데 드는 한계 비용은 상대적으로 낮지만, 그로 인해 창출되는 수익은 기하급수적으로 증가하는 구조다. 매출이 전년 대비 66% 증가하는 동안, 조정 운영 비용은 35% 오르는 데 그쳤다, 조정 EBITDA 마진은 57%로 전년 대비 737 bps 늘어났다. 조정 EBITDA 마진은 조정 EBITDA를 매출에서 총 분배, 거래 및 기타 비용을 차감한 값으로 나눠서 계산한다. 서클이 코인베이스와 같은 파트너사에 USDC 유통량 및 플랫폼 보유량에 따라 지급하는 비용을 차감한 매출 마진을 측정한다.

코인베이스 이자 비중 축소

서클은 3분기 YTD로 코인베이스에 9.9억 달러의 비용을 지급했다. 3분기 기준 3.6억 달러로 전년 대비 44.1% 늘어났으나, 이자 수익 성장세 대비 상승률이 낮았다. 매출 대비 코인베이스 비용 비중도 44.1%로 작년 55.8%와 상반기 51.0% 대비 감소했다. 코인베이스 USDC 유통 비중은 24%로 전 분기 대비 3%p 확대됐지만, 서클 자체 비중도 14%로 4%p 늘어났다. 서클 플랫폼의 USDC 보유량은 3분기 말 기준 102억 달러에 달했고, 전년 대비 1,277% 증가했다. 기관들이 USDC를 도입할 때 서클의 플랫폼 인프라 위에서 구축하고 있다. 코인베이스에 지급해야 하는 비용이 증가했음에도 불구하고, 서클 자체 플랫폼을 통한 USDC 수요와 보유량 증가가 훨씬 더 크게 나오면서 전체 수익성이 개선됐다. 서클의 자체 플랫폼과 유틸리티가 시장에서 빠르게 확산되며 높은 채택률을 확보하고 있음을 의미한다.

새로운 경제 운영 체제 구축

USDC 유통량은 737억 달러로 전년 동기 대비 108% 증가하며 시장 전체 성장률(YoY +59%)을 크게 앞질렀다. 달러 스테이블코인 시장 점유율은 25%로 작년 20% 수준에서 개선 중이다. 자체 플랫폼 보유량이 급증하면서 수익성도 향상되고 있다. 서클의 교차 체인 프로토콜은 압도적인 우위를 보이고 있다. CCTP (Cross-Chain Transfer Protocol) 거래량이 313억 달러로 전년 대비 640% 증가했으며, 전체 주요 브리지 트래픽 중 CCTP 비중은 3분기 47%, 10월 기준 50%를 상회했다. 암호화폐 생태계에서 상호운용성을 지원하는 핵심 네트워크로 자리 잡고 있다. 서클은 현물 및 파생 시장에서 점유율 확대 중이며, 특히 USDC의 무기한선물 시장 내 비중이 바이낸스(CEX), 하이퍼리퀴드(DEX) 등 주요 거래소를 중심으로 꾸준히 상승하고 있다.

서클은 USDC를 넘어 미래 금융 인프라 구축에 대규모로 투자하고 신규 수익원을 창출하고 있다. 기업용 레이어1 블록체인인 Arc를 출시했고, 은행, 자산운용사, 결제 기업 등 100개 이상의 글로벌 기업들이 참여했다. Arc는 규제 친화적인 인프라로 실제 경제 활동을 온체인으로 가져오는 "Economic OS for the internet"을 목표로 하고 있다. 2026년 메인넷 출시가 예상된다.

Circle Payments Network(CPN)를 통한 결제 시장 진출도 가속화되고 있다. CPN은 금융 기관들이 스테이블코인을 결제에 사용하도록 돕는 플랫폼이다. 연환산 거래 처리 규모가 34억 달러에 달하며, 5월 출시 이후 한 달 거래 처리 규모는 100배 이상 성장했다.

29개 기관이 가입했고, 55개 기관이 적격성 심사 중이다. 사전 검토 단계인 약 500개의 기관까지 감안했을 때 확장성이 매우 높다.

무난한 4분기 가이던스

서클은 USDC 유통량 가이던스를 CAGR 40%로 유지했다. 전체 매출에서 이자 수익을 뺀 기타 수익 가이던스를 7,500만 ~ 8,500만 달러에서 9,000만 ~ 1억 달러로 상향했다. 시장 전망치는 9,500만 달러 수준이다. RLDC 마진을 이전 전망 범위(36 ~ 38%)의 상단인 38%에 이를 것으로 전망했다. 자체 플랫폼 유통 비중이 늘어나며 수익성이 개선될 것으로 기대된다. 조정 운영 비용은 4.95억 ~ 5.1억 달러로 4.1% 상향됐다. 플랫폼 점유율 확대와 파트너십 구축에 대한 투자가 증가했고, 직원들의 스톡옵션 행사로 관련 세금의 확대가 예상된다. 핵심 지표는 실시간으로 확인할 수 있기 때문에 상세 가이던스를 제공하지 않고 있으며, 가이던스에 대해 적당히 보수적인 태도를 취하고 있다고 언급했다. 당장의 수익성보다는 규모 확대와 네트워크 성장에 집중하는 모습을 보이고 있다.

12개월 선행 PER 84.7배, EV/EBITDA 31.1배

서클의 12개월 선행 PER은 84.7배로 상장 이후 평균치인 183.5배보다 낮다. 견조한 실적을 발표했음에도 불구하고 주가는 12.2% 하락했다. 매출의 96%가 이자수익인데 파트너사와 이자 수익을 공유하는 구조에 대한 우려가 높아지고 있다. 전체 매출 대비 60%를 이자 수익 공유 및 운영 비용으로 사용하지만, 비중을 줄여나가고 있다. 온체인 네트워크 성장과 자체 플랫폼 유통을 늘리며 구조적 개선 여력을 확보하고 있다. 현 주가 수준은 상장 당시 수준으로 낙폭이 과도하다고 판단한다. ① USDC 유통 확대 및 네트워크 독점력 강화, ② 자체 플랫폼 및 결제 인프라 확장에 따른 수익성 레버리지, ③ 이자 수익 의존도 완화와 비이자 수익 비중 확대로 서클 밸류에이션은 리레이팅될 것이라고 전망한다.

매수 비율 44%, 평균 목표 주가 159.16 달러

최근 3개월 동안 서클에 대해 투자 의견을 제시한 증권사는 25곳이다. 매수 비율은 44%이고, 평균 목표 주가는 159.16 달러다. 현재 주가 대비 84.4%의 상승 여력이 있다. 제시된 최고 목표 주가는 280 달러(상승 여력 +224.4%)다.

[표1] 컨센서스 대비 분기 실적 비교 (단위: 백만 달러, 달러, %, %p)

	FY 3Q24	FY 2Q25	FY 3Q25	YoY	QoQ	컨센서스	차이
매출액	446	658	740	66.0	12.4	707	4.6
조정 EBITDA	93	126	166	77.9	31.7	133	25.3
조정 EPS	-	-4.48	0.64	-	흑자 전환	0.20	220.0

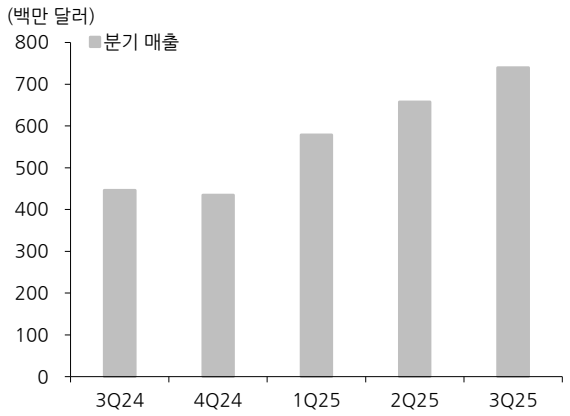
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 분기 실적 요약 및 컨센서스 (단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

	FY 1Q25	FY 2Q25	FY 3Q25	FY 4Q25(E)	FY 1Q26(E)	FY 2Q26(E)
매출액	579	658	740	726	741	772
(YoY)	-	-	-	-	28.0	17.4
영업이익	93	112	144	49	70	75
(YoY)	-	-	-	-	-24.8	-32.7
영업이익률	16.1	17.0	19.4	6.7	9.4	9.7
순이익	65	-482	214	47	64	66
(YoY)	-	-	-	-	-1.4	흑자 전환
조정 EPS	0.29	-4.48	0.64	0.19	0.27	0.27
(YoY)	-	-	-	-	-7.6	흑자 전환

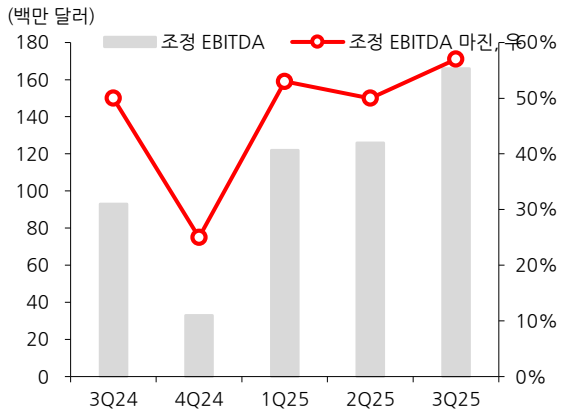
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 분기 매출 추이



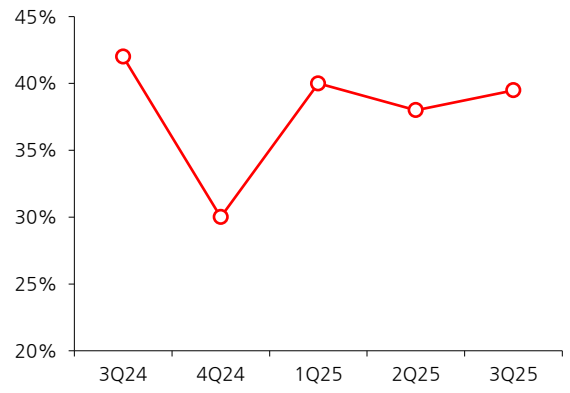
자료: Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기 조정 EBITDA 추이



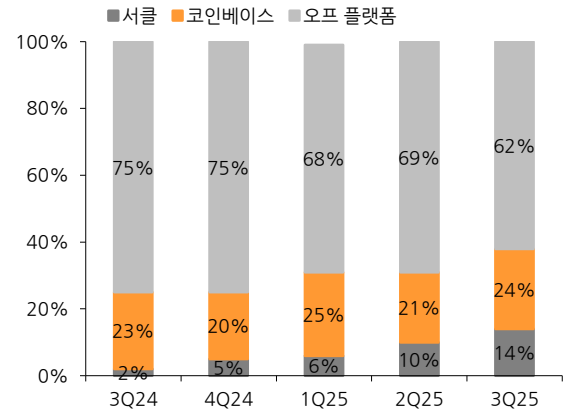
자료: Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 분기 매출총이익률 추이



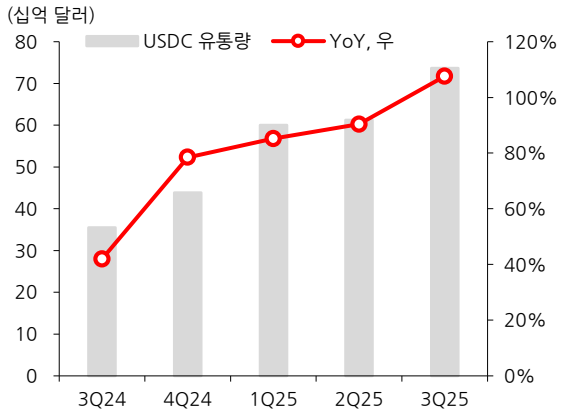
자료: Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 분기 USDC 유통 플랫폼 비중 추이



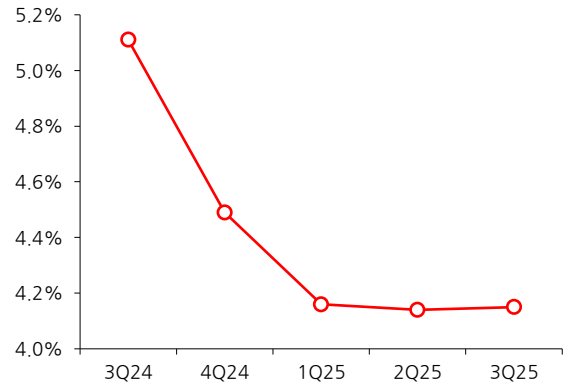
자료: Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 분기 USDC 유통량 추이



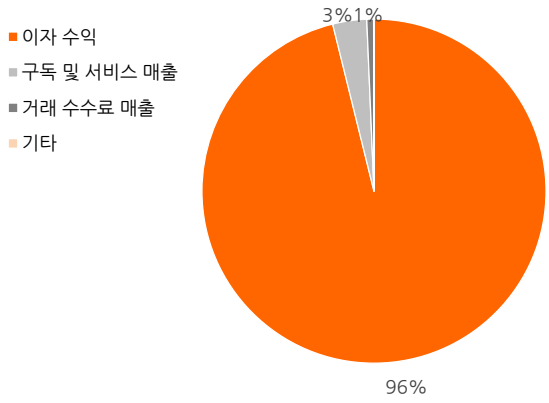
자료: Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 분기 준비금 이자 수익률 추이



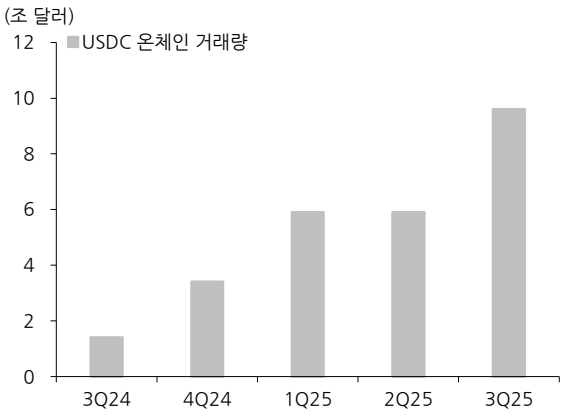
자료: Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 분기 매출 비중



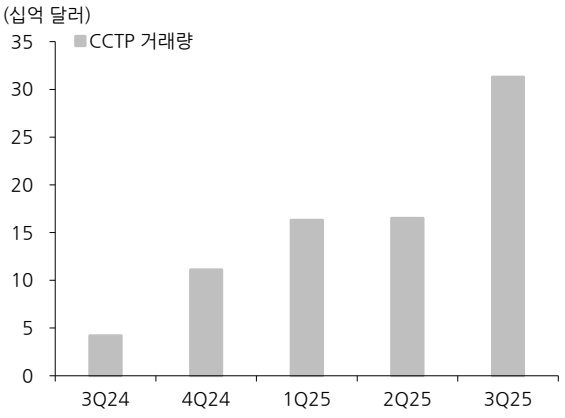
자료: Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] USDC 온체인 거래량 추이



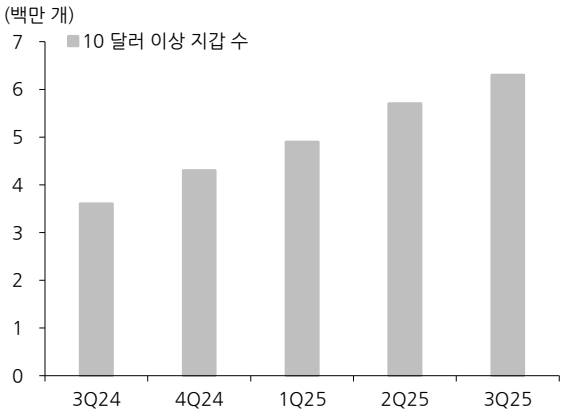
자료: Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] CCTP 거래량 추이



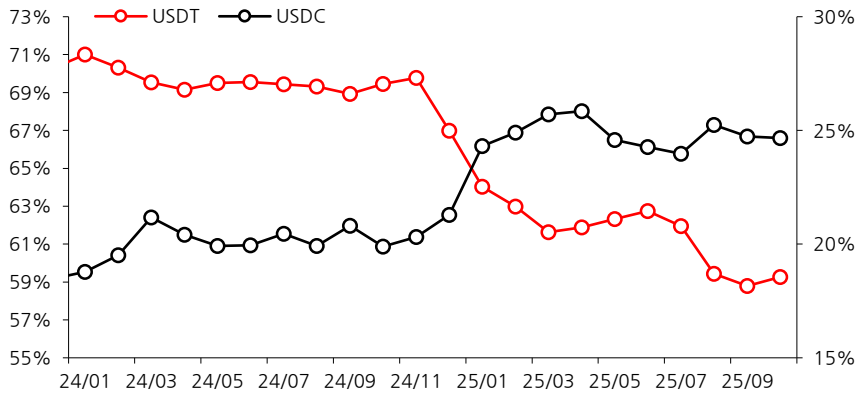
자료: Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 10 달러 이상 지갑 수 추이



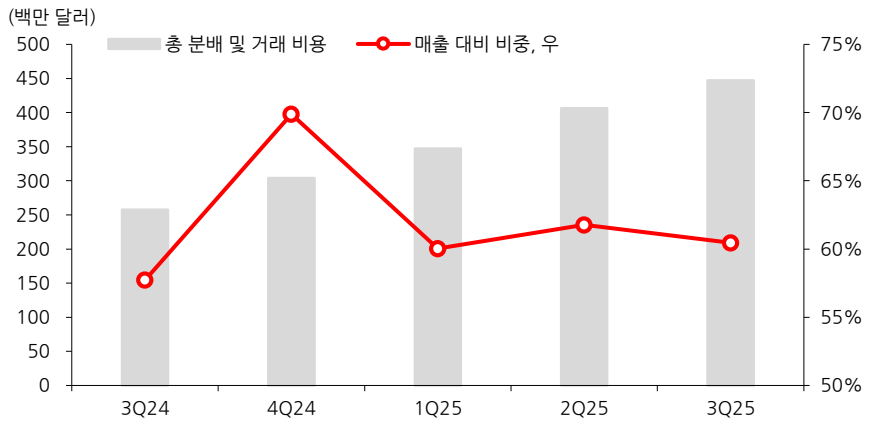
자료: Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 달러 스테이블코인 점유율 추이



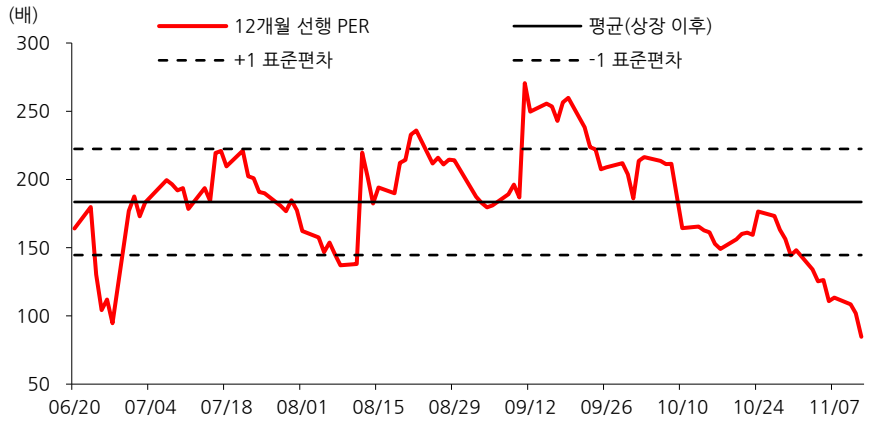
자료: DefiLlama, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 총 분배 및 거래 비용 추이



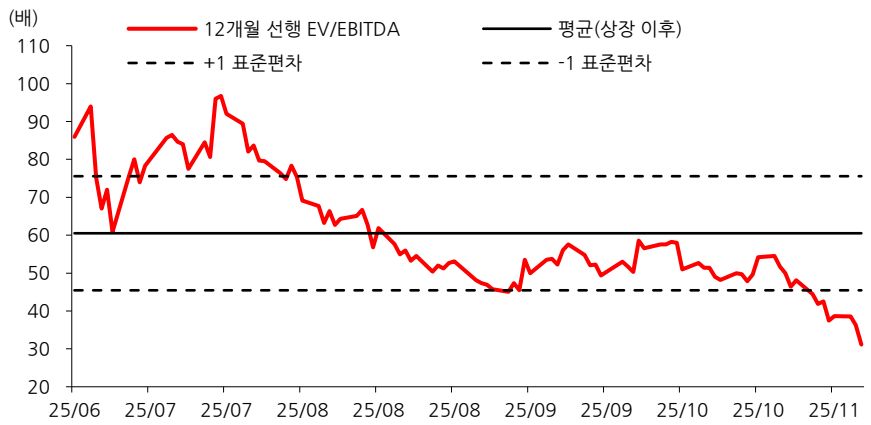
자료: Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 12 개월 선행 PER 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 12 개월 선행 EV/EBITDA 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 11 월 13 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김유민)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%