GLOBAL
EQUITY

2026. 4. 2.

대체투자팀

홍진현 Analyst
jinhyun.hong@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

비트고 홀딩스 (BTGO US)

OCC 승인 가상자산 커스터디사, 인프라 확장 본격화

- 4분기 매출 62억 달러 기록, 전년동기대비 +440%. 거래 확대 기반 고성장
- 가상자산 평가손실로 4분기 순손실 0.5억 달러. 영업이익 및 EBITDA는 개선
- 기관 고객 전년대비 103.5% 증가. AUM 감소에도 불구, 구조적 성장 기반 확보

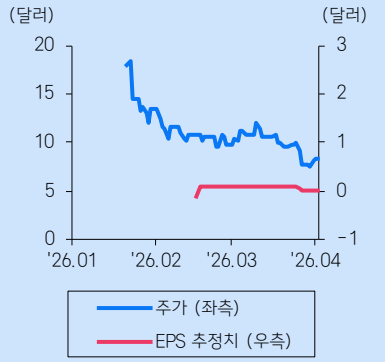
▶ 종목 정보

현재주가	8.4 USD
블룸버그 평균목표주가	14.6 USD
시가총액 (달러)	1 십억USD
시가총액 (원)	1.5 조원
Shares (float)	11.7 백만주 (11%)
52주 최저//최고	7.25 / 24.5 USD
90일-평균거래대금	n/a
국가	US
상장거래소	New York
산업	Software

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
비트고 홀딩스 (%)	(14.7)	n/a	n/a
NYSE 대비 (%pts)	(9.1)	n/a	n/a

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: 비트고 홀딩스, Bloomberg

WHAT'S THE STORY?

4분기 실적 발표-회계상 적자, 운영상 개선: 비트고 홀딩스(이하 BTGO)는 2025년 4Q에 매출 62억 달러(YoY +440%), 연간으로는 162억 달러(YoY +424%)를 기록. 그러나 순손익은 4Q 5,000만 달러 손실, 연간 1,480만 달러 손실을 기록하며 매출과 이익이 디커플링. 이는 디지털 자산의 평가손익(4Q -7,990만 달러, 연간 -3,870만 달러)이 반영된 영향으로, 본질적 영업 성과와는 구분할 필요가 있음. 영업이익은 4Q에 700만 달러 흑자를 기록하며 성장세이며, 조정 EBITDA는 4Q 1,210만 달러 (YoY +188%), 연간 3,240만 달러(YoY +904%)로 개선세.

핵심 구조 지표, 기관 고객 기반 확대가 중장기 성장의 핵심 드라이버: 디지털 자산 거래 마진율은 연간 0.21% (YoY -26bps), 스테이킹 수수료율(take rate)은 연간 10.5% (YoY +170bps)를 기록. 2025년 개시한 Stablecoin-as-Service는 연평균 AUM 22억 달러, 수수료율 0.16% 기록.
고객 지표는 구조적 성장 신호가 뚜렷. 2025년 말 기준 기관 고객은 5,322개 (YoY +103.5%), 사용자 수는 120만 명(YoY +14.0%)로 확대. 그러나 플랫폼 내 자산 규모는 YoY -9.2%, 스테이킹 자산 규모는 YoY -51.1%을 기록. 해당 하락의 주요 원인은 가상자산 가격 하락 및 리스크 축소에 따른 자산 배치 영향으로 BTGO는 해석.

커스터디사에서 풀스택 인프라 기업으로 재포지셔닝: BTGO는 2020년에 OCC 인가 기반의 신탁은행 구조를 확보. 2026년 1월 상장을 기점으로 제도권 금융 인프라 플레이어로 전환. 주요 수익모델은 프라임 브로커모델로 매출의 약 97%가 디지털 자산 거래 수익에서 발생. 매출원가율도 약 96%로 높은 박리다매형 execution(주문 실행) 비즈니스에 가까움. 단순 수탁을 넘어 기관 자산의 보관·거래·정산을 아우르는 풀스택 인프라로 재포지셔닝을 추구. 독일·두바이 등 규제 기반 확장과 글로벌 파트너쉽(Fidelity, BitMine, Clear Street, Canary Capital, Moomoo, WLFI 등)을 바탕으로 SoFiUSD·예측시장·파생 상품 등 신규 영역으로 사업 다각화 추진.

SUMMARY FINANCIAL DATA

(백만달러)	4Q25			증감 (%)	
	Actual	Consensus	차이 (%)	전년동기 대비	전분기 대비
매출액	6,157	6,083	1.2	439.9	6.0
영업이익	7	1	534.7	1,594.7	7.6
순이익 (GAAP)	-50	-50	n/a	적전	적전
EPS (달러)	-1.03	-0.58	n/a	적전	적전

자료: 비트고 홀딩스, Bloomberg

삼성증권

표 1. 비트고 홀딩스 분기별 실적

(백만달러)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	818	1,140	n/a	n/a	5,810	6,157	925	3,080	16,152
YoY (%)					*610.4*	*439.9*	*-63.2*	*233.0*	*424.4*
디지털 자산 거래 수익	n/a	956	n/a	n/a	n/a	6,000	n/a	2,500	15,600
스테이킹 수수료 수익	n/a	162	n/a	n/a	n/a	58	n/a	460	385
구독 및 수탁 수익	n/a	22	n/a	n/a	n/a	39	n/a	77	122
기타 스테이블코인 등 수익	n/a	0.3	n/a	n/a	n/a	59	n/a	43	46
영업이익 (GAAP)	-2	0	n/a	n/a	6	7	-37	-6	15
YoY (%)					*흑전*	*1,594.7*	*적지*	*적지*	*흑전*
세전이익 (GAAP)	-3	154	n/a	n/a	29	-73	-1	186	-24
YoY (%)					*흑전*	*적전*	*적전*	*흑전*	*적전*
순이익 (GAAP)	-4	129	n/a	n/a	23	-50	-2	157	-15
YoY (%)					*흑전*	*적전*	*적전*	*흑전*	*적전*

자료: 비트고 홀딩스, 삼성증권

Crypto-as-a-Service, 풀스택 플랫폼 전략: BTGO는 가상자산 커스터디를 넘어 거래·파생·스테이블코인까지 사업 영역을 확장한 기관형 풀스택 디지털자산 인프라 기업을 추구. 해당 내용은 BTGO 뿐만 아니라, Coinbase (COIN US)와 Robinhood (HOOD US) 등 주요 가상자산 관련 기업이 추구하는 전략. 세 개 기업이 모두 코인 거래, 파생, 커스터디, 프라임 브로커리지 등의 영역 확장을 추구하다 보니, 거래 실행, 기관 서비스, 일부 커스터디 영역에서 직접 경쟁이 불가피. 다만 확장 전략과 수익 구조, 핵심 고객군에서 차이는 있음.

COIN은 거래소를 기반으로 리테일과 기관을 아우르며 거래 수수료 중심의 수익 모델을 확장. HOOD는 리테일 금융 플랫폼으로서 브로커리지와 구독(Gold) 기반 락인 전략에 집중. BTGO는 커스터디를 출발점으로 고객 자산 이동을 어렵게 만드는 구조적 락인 효과를 확보하고, 이를 기반으로 확장을 추구.

표 1. 풀스택 플랫폼 전략 비교: BTGO vs COIN vs HOOD

	BitGo (BTGO US)	Coinbase (COIN US)	Robinhood (HOOD US)
커스터디	• Trust Company 형태 • 주(州) 기반 규제 • NYDFS 규제 (BitLicense) • Qualified Custodian 인정 • ETF 수탁 가능	• National trust bank 형태 • OCC (통화감독청) 인가 • 연방 규제 • 은행에 가까운 법적 지위	• 직접 커스터디 없음 • 외부/분리 구조
거래 구조	• OTC/브로커 (양자간 거래, 스프레드 기반)	• 거래소(오더북 기반)	브로커리지: • PFOF·내부화 기반 • Multi-asset: 주식·옵션·크립토
파생상품	• OTC·구조화 파생 (기관 맞춤형 거래 및 헤지)	• Deribit 등 통해 옵션·파생 확장 (표준화 상품 중심)	• 옵션 중심(리테일 접근성 높음) • 예측시장 확장 준비
스테이블코인 및 결제	• 발행·운영 인프라 제공(B2B)	• USDC 등 직접 참여 (온·오프체인 결제 연결)	• 직접 발행보다는 결제·현금관리 기능 중심, 토큰화 준비 중
락인 전략	• 커스터디 기반 자산 락인	• 거래 유동성, 기관 커스터디, base 생태계의 3중 락인 구조	• 구독(Gold), 앱 UX, 자산 통합관리
확장 전략	커스터디 → 브로커/OTC → 파생시장 → 스테이블코인/정산	거래 → 브로커, 커스터디 → 파생시장 → Base (온체인 인프라)	리테일 트레이딩 → 구독 → 대출/이자 → 예측시장/토큰화
주요 수익 모델	• 스프레드, 인프라 수수료 (저마진, 고볼륨 구조)	• 거래 수수료 중심. • 구독, 스테이킹, USDC 관련 수익 등	• 스프레드, 구독, PFOF, 이자수익(마진대출·예치자산 운용)

자료: 각 사, 삼성증권

IPO이후 지속 주가 부진: 주가 부진은 실적 모멘텀 둔화와 사업 구조에 대한 재평가가 동시에 반영된 결과. 2025년 4분기 순손실에 더하여 2026년 1분기도 development fee 감소 영향으로 QoQ 하락 가이던스를 제시. 여기에 Clarity Act 등 정책 수혜 기대가 약화되면서 주가 약세 지속.

BTGO는 브로커/딜러 중심의 스프레드 기반 구조로 마진이 낮음. 때문에 거래량 증가에 따른 외형 성장은 가능하지만, 이익률 개선 폭은 제한적일 가능성이 높음. 매출 성장 대비 수익성 레버리지에 대한 기대가 낮아지며 높은 밸류에이션을 정당화하기 어려운 구조라는 점이 주가에 부담으로 작용한 것으로 생각.

수익 구조의 질 개선(크립토 가격 민감도 완화): BTGO는 신규 모멘텀으로 ① 파생 ② 예측시장 (OTC) ③ 스테이블코인 인프라 (SoFiUSD) ④ 기관 파트너 확대 등을 제시.

파생의 경우 2025년 4분기 기준 명목 거래량 30억 달러, 매출 300만 달러 수준으로 아직 초기 단계이나, 구조적으로 스프레드 기반 브로커리지 대비 마진이 높은 영역

SoFiUSD는 SoFi가 발행 주체이며, BTGO는 발행·상환 시스템, 운영 인프라, 유통 연결망을 제공하며 약 0.20% 수준의 수수료를 수취. Circle Internet Group (CRCL US)와 달리 준비자산 운용에 따른 이자수익은 없기에 단기 수익성은 제한적일 수 있으나, 대신 커스터디·정산과의 연계를 통한 구조적 락인 및 반복 수익(recurring revenue) 확보가 가능.

업사이드는 ① 스테이블코인 + 커스터디 기반 반복 수익 확대 ② 파생 비중 확대에 따른 마진 개선. 해당 전략의 전제는 기관 파트너 확대를 통한 네트워크 효과. 네트워크 효과로 커스터디, 정산, 거래가 하나의 스택으로 묶이면, 수익 구조의 안정성과 밸류에이션 멀티플 등이 개선될 가능성 존재

하나은행과의 전략적 협약을 통한 한국 진출: BTGO는 2024년 BitGo Korea를 설립하여 한국에 기관형 디지털자산 인프라 JV 형태로 진출. 지분 구조는 BitGo 약 53%, 하나은행 25% (전략적 파트너), SK텔레콤 10%(보안·인증 협력)로, 한국 시장을 위한 규제형 수탁·정산 거점 구축을 목표. 현재 VASP·ISMS 등 인허가 절차를 진행 중이며, 국가간 규제 요건 차이로 사업화는 다소 지연된 상태. 실무적으로는 ① 기관 커스터디 ② 정산·담보관리 ③ OTC·파생상품을 포함한 프라임 브로커 기능 수행을 수행할 것.

단기적으로는 규제 적합성과 금융 네트워크를 보유한 국내 커스터디 VASP 업체가 주도권을 유지할 가능성 높음. 그러나 중장기적으로는 BTGO가 보유한 글로벌 유동성·네트워크·상품 확장성(OTC Desk, 글로벌 LP, 헤지펀드 연결)을 기반으로 점유율을 높여나갈 가능성 존재. 특히 한국 자산을 글로벌 유동성 pool 및 크로스보더 정산 구조로 연결하고, 향후 글로벌 커스터디 및 스테이블코인 인프라와 연계할 수 있다는 점이 핵심 차별화 요소. 다만 이러한 시나리오는 ① 제도권의 규제 개방 ② BTGO의 한국형 규제 적합성 확보 ③ 기관 자금의 글로벌화가 전제되어야 함.

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만달러)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액		2,511	925	3,080	16,152
매출원가		2,442	787	2,531	15,545
매출총이익		69	138	549	608
(매출총이익률, %)		2.8	14.9	17.8	3.8
판매관리비		56	34	53	76
기타 영업비용		81	140	502	517
영업이익 (GAAP)		(68)	(37)	(6)	15
(영업이익률, %)		n/a	n/a	n/a	0.1
영업외 손익		4,674	35	192	(38)
순 이자비용		(6)	(3)	(3)	(11)
외환 손익		0	0	0	0
기타 영업외 손익		4,680	35	193	(28)
세전이익 (GAAP)		4,606	(1)	186	(24)
법인세		613	1	5	(9)
계속사업이익		4,605	(2)	157	(15)
중단사업이익		0	0	0	0
순이익 (GAAP)		4,605	(2)	157	(15)
(순이익률, %)		183.4	n/a	5.1	n/a
EBITDA		(65)	(35)	(3)	21
(EBITDA 이익률, %)		n/a	n/a	n/a	0.1
EPS (GAAP, 달러)		n/a	n/a	1.38	(0.38)
희석 EPS (달러)		n/a	n/a	0.90	(0.38)

재무상태표

12월 31일 기준 (백만달러)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산			6,917	673	4,527
현금 및 현금성자산			46	87	106
매출채권			10	22	16
기타 단기 자산			6,860	563	4,405
비유동자산			8	11	21
순 유형고정자산			4	6	20
장기 투자&미수금			0	0	0
기타 비유동자산			3	5	2
자산 총계			6,924	683	4,549
유동부채			6,786	351	4,226
순 유형고정자산			5	5	10
장기 투자&미수금			1	31	121
기타 유동부채			6,779	316	4,095
비유동부채			2	3	4
장기 리스부채			2	3	4
기타 비유동부채			0	(0)	0
부채 총계			6,787	354	4,230
우선주 및 하이브리드 자본			206	234	234
보통주 자본금 및 주식발행초과금			11	16	21
이익잉여금			(80)	77	62
기타자본			0	2	2
자본 총계			137	329	319
부채 및 자본 총계			6,924	683	4,549

현금흐름표

12월 31일 기준 (백만달러)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동에서의 현금흐름		(25)	(51)	11	30
당기순이익		4,605	(2)	157	(15)
감가상각비 & 무형자산상각비		3	1	3	4
비현금항목		(4,640)	(45)	(153)	47
비현금 운전자본 변동		7	(5)	4	(6)
투자활동에서의 현금흐름		230	(35)	(59)	(114)
고정&무형자산 변동		(1)	(11)	(23)	(25)
인수&사업매각		0	0	0	0
기타		231	(24)	(36)	(89)
재무활동에서의 현금흐름		(149)	50	89	3,417
지급 배당금		0	0	0	0
부채(상환)에서 발생한 현금		(200)	0	30	89
자사주(재매입) 현금		1	50	(28)	2
기타		50	0	88	3,326
현금증감		56	(36)	41	3,332
기초현금		26	82	46	87
기말현금		82	46	87	3,420
Free cash flow		(26)	(51)	9	18

참고: * 지배주주 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023	2024	2025
증감률 (%)					
매출액			(63.2)	233.0	424.4
영업이익			적지	적지	흑전
순이익			적전	흑전	적전
희석 EPS			n/a	n/a	n/a
주당지표					
희석 EPS			n/a	n/a	(0.4)
BPS			n/a	n/a	1.9
DPS (보통주)			n/a	n/a	0.0
Valuations (배)					
P/E*			n/a	n/a	n/a
P/B*			n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA			n/a	n/a	n/a
비율 (%)					
ROE			n/a	n/a	(16.9)
ROA			n/a	4.1	(0.6)
ROIC			n/a	(2.0)	3.7
배당성향			n/a	n/a	n/a
배당수익률 (보통주)			n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 4월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 4월 1일 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