



# 써클 인터넷 그룹 (CRCL.US)

암호화폐 시장은 부진했지만, 스테이블코인은 웃고 있다

- 달러 스테이블코인 글로벌 점유율 2위인 USDC의 발행사
- 수익의 대부분은 USDC 발행 및 준비금 운용을 통한 이자수익
- 공식 규제를 충족하는 스테이블코인으로 향후 암호화폐 시장 확대에 따른 수혜 전망

## 4Q25 영업수익 +77% (YoY), 순이익 +2909% (YoY)

4 분기 영업수익은 77% (YoY) 증가한 7.7 억달러를 기록했으며, 순이익은 2909% (YoY) 증가한 1.3 억달러를 기록하며 시장 기대치를 3% 상회했다. 실적 발표 이후 주가는 30% 이상 급등했는데, 자사 스테이블코인 USDC의 시가총액이 전년대비 72% 증가하며 기존 성장을 가이던스(40%)를 크게 상회하는 모습을 보인 것이 주요했다.

## USDC 성장에 힘입어 전년대비 큰 폭의 실적 성장

4 분기 영업수익은 77% (YoY), 4% (QoQ) 증가한 7.7 억달러를 기록했다. 영업수익의 대부분을 차지하는 준비금 운용 수익은 69% (YoY), 3% (QoQ) 증가했는데, 미국 금리가 우려만큼 크게 하락하지 않은 동시에 USDC 시가총액이 증가하면서 운용자금도 크게 증가한 영향이다. 기타 영업수익도 54% (YoY), 29% (QoQ) 증가하며 안정적인 성장세를 보이고 있는데, 구독/서비스 등 운용수익 외 부문의 매출 증가 영향이다. 유통 및 거래비용은 52% 증가한 4.6 억달러였는데, 전년 동기 반영된 일회성 요인 약 0.6 억달러를 제외하면 89% 증가한 것이다. 상대적으로 비용이 크게 증가했지만, 이는 빠른 파트너십 확장에 기인한 것으로 판단한다. 영업비용은 95% (YoY), 20% (QoQ) 증가했는데, 판관비 증가와 상장에 따른 보상 비용 증가 등의 영향이다. 주요 수익성 지표인 RLDC 마진은 40.1%로 3 개 분기 연속 상승했다.

## 암호화폐 시장 부진에도 스테이블코인은 착실히 성장 중

4 분기 암호화폐 시장 시가총액이 24% 감소하며 부진했음에도 불구하고 USDC/USDT 시가총액은 각각 5%/11% 증가하는 등 스테이블코인의 성장세는 이어지고 있다. 연초 이후 시장 시가총액은 26% 추가로 감소했으나, USDC의 시가총액은 유지되고 있는 모습이다. 스테이블코인의 활용도가 점진적으로 확대되고 있다는 판단이며, 이에 따른 성장세가 이어질 것으로 예상된다. 최근 발표된 코인베이스의 주식 거래 지원도 USDC 확대에 크게 기여할 것으로 보인다.

## ▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.2.26): \$87.21

목표주가 컨센서스: \$120.98

### Stock Data

| 산업분류           | 캐피탈 시장         |
|----------------|----------------|
| S&P 500        | 5,663.94       |
| 현재주가/목표주가      | 87.21 / 120.98 |
| 52주 최고/최저 (\$) | 298.99 / 49.9  |
| 시가총액 (백만\$)    | 20,536         |
| 유통주식 수 (백만)    | 211            |
| 일평균거래량 (3M)    | 12,609,746     |

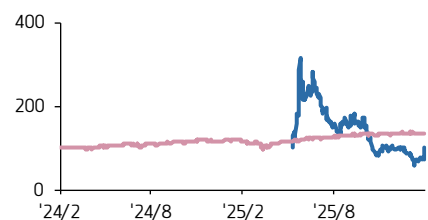
### Earnings & Valuation

| (백만 \$)  | FY24 | FY25  | FY26E | FY27E |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 순영업수익    | -    | 2,747 | 3,141 | 4,134 |
| 영업이익     | -    | -96   | 310   | 570   |
| 순이익      | -    | -3.5  | 9.9   | 13.8  |
| EPS      | -    | 388   | 243   | 543   |
| 증가율(%)   | -    | 2.5   | 1.0   | 2.0   |
| PER(배)   | -    | -     | -59.5 | 100.2 |
| PBR(배)   | -    | -     | 87.9  | 43.9  |
| ROE(%)   | -    | 5.8   | 8.2   | 6.6   |
| 배당수익률(%) | -    | -     | 10.0  | 14.5  |

### Performance & Price Trend

| 추가수익률 (%) | YTD  | 1M   | 6M    | 12M  |
|-----------|------|------|-------|------|
| 절대        | 10.0 | 23.0 | -32.4 | -    |
| S&P Index | 1.5  | 0.4  | 7.9   | 16.6 |

('24.2.27=100) — 써클 — S&P500



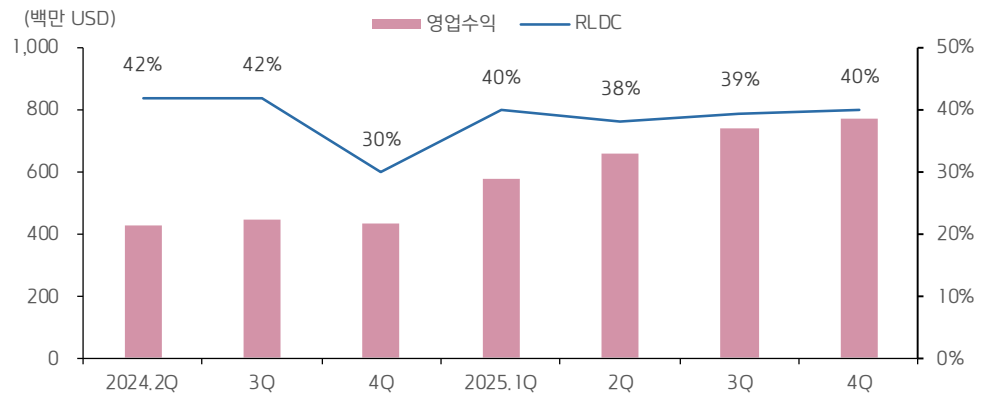
자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

서클 인터넷 그룹의 상세 실적

| (백만 USD)   | FY4Q24 | FY3Q25 | FY4Q25 | YoY(%)  | QoQ(%) |
|------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 영업수익       | 435.4  | 739.8  | 770.2  | 76.9    | 4.1    |
| 준비금 운용 수익  | 433.0  | 711.2  | 733.4  | 69.4    | 3.1    |
| 기타         | 24.0   | 28.5   | 36.8   | 53.5    | 29.2   |
| 유통 및 거래 비용 | 304.5  | 447.6  | 461.5  | 51.5    | 3.1    |
| 영업비용       | 130.0  | 211.1  | 253.6  | 95.0    | 20.1   |
| 보상비용       | 69.4   | 129.3  | 136.6  | 96.8    | 5.6    |
| 판관비        | 37.7   | 45.5   | 71.0   | 88.3    | 56.1   |
| 감가상각비      | 13.5   | 23.0   | 25.5   | 89.1    | 11.0   |
| 인프라 구축비용   | 7.0    | 9.4    | 10.8   | 53.6    | 14.9   |
| 마케팅비용      | 6.5    | 5.6    | 8.3    | 28.3    | 48.1   |
| 가상자산 손상비용  | (4.1)  | (1.7)  | 1.4    | 흑전      | 흑전     |
| 영업이익       | 0.8    | 81.0   | 55.2   | 6,850.5 | (31.9) |
| 영업외손익      | 9.6    | 72.1   | 85.0   | 787.9   | 17.9   |
| 세전이익       | 10.4   | 153.1  | 140.2  | 1,252.2 | (8.4)  |
| 법인세비용      | 5.9    | (61.3) | 6.8    | 14.2    | 흑전     |
| 순이익        | 4.4    | 214.4  | 133.4  | 2,909.4 | (37.8) |

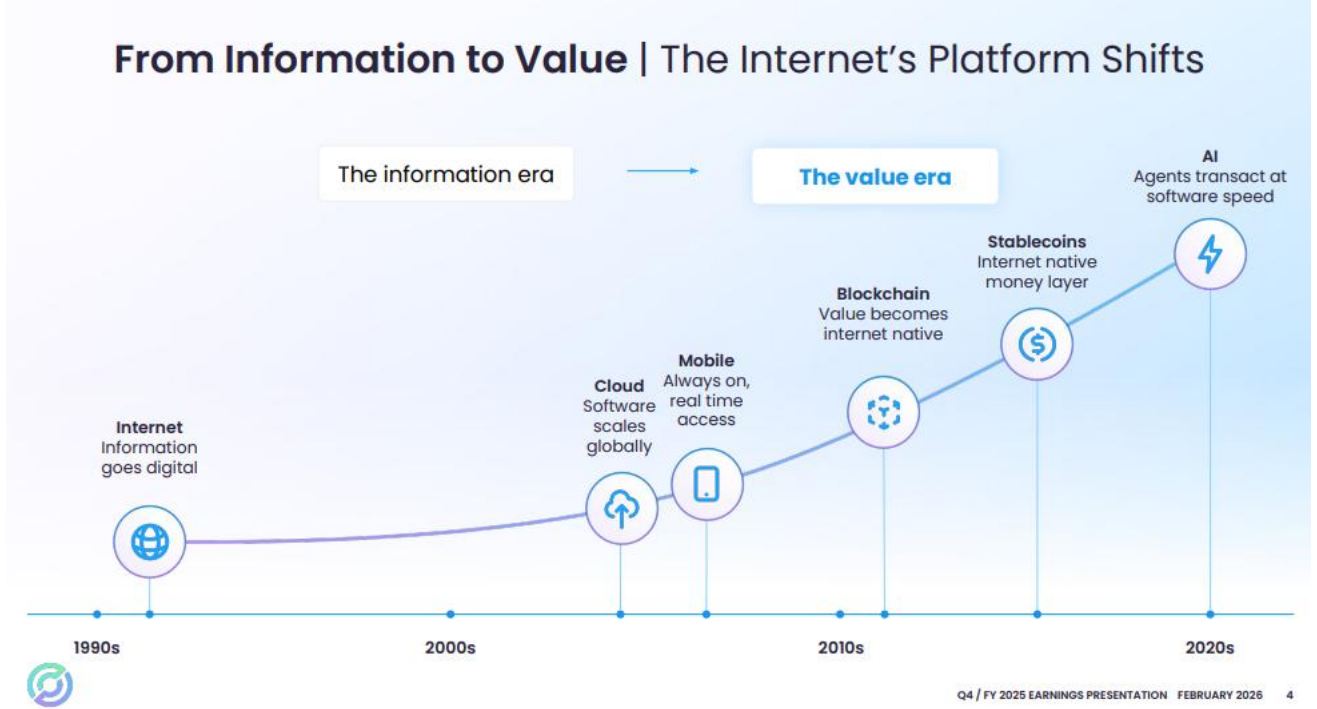
자료: Circle, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

서클의 영업수익 및 RLDC 추이



주: RLDC(Revenue Less Distribution Costs)는 영업수익 중 유통 및 거래비용을 제외한 마진을 의미  
 자료: Coingecko, 키움증권 리서치

정보화 시대(The information era)에서 가치 시대(The value era)로 전환 중



자료: Circle, 키움증권 리서치

서클의 2025년 연간 실적 결과 및 향후 가이드스

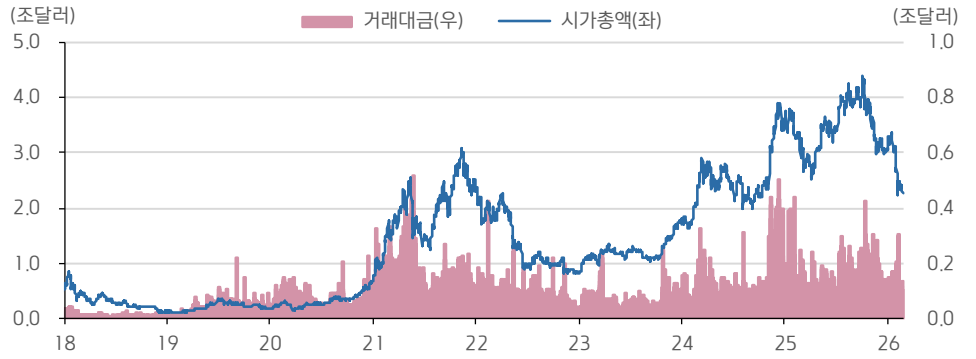
### Guidance

| Key Indicator                               | FY 2025 Results     | Guidance Period          | Guidance   |
|---|---------------------|--------------------------|------------|
| USDC in Circulation                         | 72% YoY             | Multi-year through cycle | 40% CAGR   |
| Other Revenue                               | \$110M              | FY 2026                  | \$150-170M |
| RLDC Margin <sup>1</sup>                    | 39.4%               | FY 2026                  | 38-40%     |
| Adjusted OpEx (new definition) <sup>2</sup> | \$478M <sup>3</sup> | FY 2026                  | \$570-585M |

<sup>1</sup> Revenue Less Distribution Costs (RLDC) Margin is Total Revenue & Reserve Income less Total Distribution, Transaction & Other Costs as a percentage of Total Revenue & Reserve Income.  
<sup>2</sup> Adjusted Operating Expenses is a non-GAAP financial measure. See the Appendix for a reconciliation.  
<sup>3</sup> Figure presented excludes payroll tax expense of \$20.6 million related to stock-based compensation, \$9.5 million of certain one-time legal expenses, and \$0.5 million of acquisition-related costs in FY 2025 to show a cleaner comparison with our 2025 guidance.

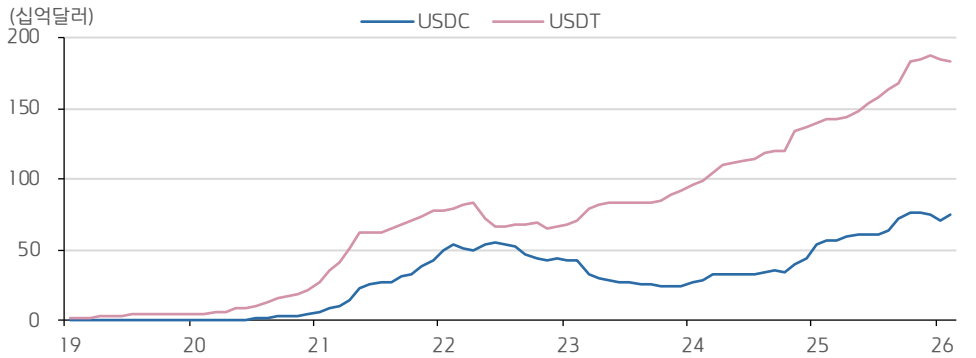
자료: Circle, 키움증권 리서치

암호화폐 시가총액 및 거래대금 추이



자료: Coingecko, 키움증권 리서치

USDC와 USDT 시가총액 추이



자료: CoinMarketCap, 키움증권 리서치

#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

#### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.