



글로벌 투자전략-선진국
Analyst 황수욱
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr



서클 2Q25 실적발표

타라인 성장 견조. 2Q25 총 준비금 매출액은 전년대비 53% 성장한 6억 5,800만 달러, USDC 유통량 증가가 성장 핵심 동력. 총 유통/거래 및 기타 비용은 전년대비 64% 증가한 4억 700만 달러. 코인베이스 플랫폼 내 평균 USDC 잔액 증가와 기타 파트너 인센티브 증가에 기인. 조정 EBITDA는 1.26억 달러로 전년대비 52% 성장, 조정 EBITDA 마진은 50%로 당사 비즈니스 모델의 강한 운영 레버리지 반영. USDC 다년 성장률 CAGR 40% 제시

서클의 시장 지배력 장악 및 네트워크 효과를 위한 확장 지속 확인. USDC 온체인 거래액은 전년대비 5.4배 증가. 2Q25 유통량은 613억 달러로 전년대비 90% 성장, 8월 10일 기준 652억 달러로 분기말 대비 6.4% 성장 중으로 스테이블 코인 중 가장 빠른 속도로 성장 중이라는 언급. 서클 플랫폼 인프라 내 보관된 USDC는 전년대비 10배 증가, 분기말 기준 전체 유통량의 10%. CCTP(Cross-Chain Transfer protocol, 체인간 USDC 네이티브 전송 프로토콜) 거래 전년대비 4.1배 증가. 의미 있는 지갑(USDC 10억달러 초과 보유 지갑) 수는 전년대비 68% 증가해 USDC 채택 확대 시사

가장 눈에 띈 점은 스테이블 코인 시장에서 '선택'받는 원리를 기반으로 성장 전략을 수립하고 있는 것. '승자 독식' 시장에서 USDC의 차별화된 '네트워크 효과'로 수요자들에게 선택되며 고속 성장하고 있고, 앞으로도 계속 선택되기 위한 전략을 수립 중. 단순히 코인을 발행하는 것만이 능사가 아닌, 전세계 다양한 통화 시스템과 유동성 연결이 중요한데, 서클은 이 네트워크를 잘 구축하고 있고, 이것이 서클이 선택되는 이유이며 복제하기가 매우 힘들다는 코멘트가 가장 인상적

여기에 경쟁 기업으로 간주되는 대형 금융서비스 회사들은 새로운 기술을 통합하고 고객에게 출시하는 데 시간이 걸리고, 그들이 서클과 통합을 모색하고 있음을 언급하거나, USDC 사용자 중 미국 비중이 과반이 아니라고 언급, 미국에 집중되지 않고 글로벌에 분산되어 있다는 점을 드는 등 전반적인 실적발표가 네트워크 확장에 기반한 외연성장, 여기서 비롯될 마진 개선을 강조하는 내용이었음

Jeremy Allaire(CEO)

우리의 비전은 블록체인 기반 무마찰 가치교환으로 인터넷급 금융 인프라 구축 목표. 스테이블 코인 채택이 얼리어답터 단계를 지나 주류 확산기로 진입 중이라 판단함. 6/30 USDC 유통량 613억달러 → 8/10 652억달러로 증가함. YoY +~90%, YTD +49%로 주요 스테이블코인 중 최고 성장률. 2Q 온체인 거래액 약 6조달러(전년 대비 5.4배). 7월 한 달 2.4조달러로 3Q 가속 중. 현물 시장 시장 점유율 확대, 주요 거래소 USDC 거래점유율 1% → 2Q 10%로 상승

제품/플랫폼 확장. Circle Payments Network(CPN) 출범, Circle Gateway 출시, 신규 체인 8개 확대, 레이어1 'Arc' 공개(기존 퍼블릭 체인은 수수료가 변동성 높은 토큰으로 계산되어 회계/예산이 불편, 최종결제가 확률적, 거래 내역이 너무 공개적이라 기관 적용에 제약. Arc는 이 3가지를 정면 돌파하려는 설계). TAM(총 잠재 시장 규모)는 막대함. 달러 스테이블 코인 공급이 미국 M2의 약 1% 수준에 불과해 성장 여지 큼

GENIUS 법 통과로 대형 금융기술사 채택 가속 기대. 결제와 자본시장 전반으로 확산 전망. 코어 제품의 진전, USDC/EURC(유로 연동 스테이블 코인)/USYC(수익(이자) 토큰, 담보활용 가능 USDC와 24/7 상호 전환) 고도화

바이낸스 파트너십 확대, USYC 담보 허용으로 사용처 강화. 복수 G-SIB과 유동성/은행 네트워크 역량 확장 중. CPN(Circle Payments Network, 온체인 국제 자금이동 네트워크)도 확장 중, 홍콩·브라질·나이지리아·멕시코 코리도(국가간 결제/송금 이동 경로) 운영 중. 론칭 대기 FI 파이프라인 100+ 개사로 증가

Arc 공개, 이더리움 호환 L1, 가스비를 네이티브 USDC로 지불. 심사된 검증자새 합의로 결정적 최종성 제공. 선택적 기밀전송 등 엔터프라이즈급 프라이버시 제공함. 서클 전 제품과 통합, 최고 수준 USDC 유동성/상호운용성 지향

다른 인터넷 플랫폼/네트워크 비즈니스와 마찬가지로 스테이블 코인은 '승자독식' 구조. 유동성과 유틸리티가 상호 보완하며 성장을 주도하기 때문. 규제형, 비규제형 달러 스테이블 코인이 다수 존재하고 앞으로도 더 늘겠지만, 서클의 네트워크 효과의 강도와 탄력성은 향후 경쟁과 성장을 위한 견고한 위치를 제공

USDC 채택 및 파트너십 확대. 바이낸스·OKX 확대, 하이퍼리퀴드에 USDC 론칭 예정. 리밋틀리/머니그램/쥬즈, 스트라이프, 비자/마스터카드, 마테라/피저브/FIS/코페이 등과 협력 확장 중

정리하면 스테이블 코인 네트워크 주류 채택을 선도할 독보적 위치에 서 있음. 당사 플랫폼은 서클 스테이블 코인 네트워크 위에서 개발자, 기업, 기관이 구축할 수 있도록 지원, 원활한 글로벌 은행 연결 지원. 지급, 결제 제공업체, 은행, 거래소 등 전 세계에 걸친 인터넷 규모의 배포를 통해 서클은 기관들이 스테이블 코인 네트워크를 선택할 때의 기본 선택지가 되어가는 중

Jeremy Fox-Geen(CFO)

스테이블코인은 인터넷 규모의 잠재력을 지닌 네트워크 비즈니스. 성공적인 네트워크는 가치 있고 지속 가능하며, 우리의 전략은 가장 큰 스테이블코인 네트워크를 구축하는 것

USDC 온체인 거래액은 전년대비 5.4배 증가. CCTP 거래 전년대비 4.1배 증가하며 블록체인 상호 운용의 중요성 보여줌. 의미있는 지갑(USDC 10억달러 초과 보유 지갑) 수는 전년대비 68% 증가해 USDC 채택 확대 시사. 2Q25 유통량은 613억 달러로 전년대비 90% 성장, 8월 10일 기준 652억 달러로 분기말 대비 6.4% 성장중. 서클 플랫폼 인프라 내 보관된 USDC는 전년대비 10배 증가, 분기말 기준 전체 유통량의 10%. 2분기 준비금 수익률은 SOFR 하락을 반영 4.14%

2Q25 총 준비금 매출액은 전년대비 53% 성장한 6억 5,800만달러. USDC 유통량 증가에 기인, 일부 낮아진 준비금 수익률로 상쇄. 총 유통/거래 및 기타 비용은 전년대비 64% 증가한 4억 700만 달러. 코인베이스 플랫폼 내 평균 USDC 잔액 증가와 기타 파트너 인센티브 증가에 기인. USDC 성장과 채택을 견인 위해 파트너십을 계속 구축/확대하는 중. 그 결과 유통비용 차감 후 매출 마진(RLDC)은 2분기 38%. 2Q25 기타매출 2,400만 달러로 전년대비 3.5배 성장. 블록체인 네트워크 파트너십에서 구독/서비스 매출 1,300만 달러 성장한 것에 기인

유통/거래 및 기타 비용을 차감한 총 매출 준비금 수익은 2Q25에 5,100만 달러로 전년대비 38% 성장. 조정 영업비용은 1.28억 달러. 업계 중대한 변곡점에서 플랫폼 성장을 위해 계속 투자 중. 조정 EBITDA는 1.26억 달러로 전년대비 52% 성장, 조정 EBITDA 마진은 50%로 당사 비즈니스 모델의 강한 운영 레버리지 반영

USDC 유통량은 전통적 의미에서 예측 가능한 지표가 아니지만 시장에서 전망하는 다년간 예상 CAGR은 25%에서 90%까지 다양하고 중앙값은 60% 수준. 서클의 보수적 성향 반영, USDC 다년 성장률을 CAGR 40%로 가정

2025년 기타 매출은 7,500만~8,500만 달러 범위를 예상. 주요 동인은 블록체인 네트워크 파트너십에서의 구독·서비스 매출(분기별 변동 가능)이며, 거래 매출은 현재는 작지만 성장 중. 2025년 RLDC 마진은 36~38% 범위를 예상. 상반기 RLDC 마진은 39%였지만, 업계 선도 기관과의 파트너십에 계속 투자해 USDC 채택을 확대하고 있음

조정 영업비용은 2025년에 4억 7,500만~4억 9,000만 달러 범위로 예상. 이는 플랫폼, 역량, 글로벌 파트너십을 확장하기 위한 핵심 영역에 지속 투자하기 위함. 연간 성장률로는 20~24%에 해당

실적 컨콜 Q&A

Q1: Arc 관련 뉴스가 흥미로운데, Arc와 그 가스 수수료가 USDC의 더 폭넓은 거래에서 수수료 기반이 되는지?

A: Arc에 대해 매우 기대하는 중. Arc는 모든 스테이블 코인 파이낸스(결제, FX, 자본시장 어플리케이션)을 뒷받침하고 온체인에서 금융상품과 서비스를 구축하려는 주류 규제 금융기관을 지원하도록 설계. Arc로 많은 트래픽이 이동할 것으로 믿음. USDC로 표시되는 가스 수수료는 잠재적 수익원이 될 수 있음

거래 수수료 매출은 연율화 기준으로 매우 견조하게 성장하고 있으며, 계속해서 증가 중. 많은 신규 제품과 서비스에는 거래 수수료 요소가 포함. CPN이 확장되며 그 역시 포함되고 Circle Mint의 프리미엄 기능, USYC(이자 토큰)의 기능도 해당. 점점 더 많은 거래 수수료 모델을 추가하고 있으며, Arc에도 USDC 기반 수수료 모델이 내재되어 있음

Q2: USDC뿐만 아니라 USYC에 초점을 맞춘 확장에 대해 색다른 부분이 있는지?

A: 바이낸스와 파트너십은 USDC와 USYC 모두로 확장되었음. USDC 측면에서는 서클 월렛 기술 채택을 지속 확대 중. 서클의 월렛 기술과 더 깊은 통합은 바이낸스 플랫폼에서 USDC 사용을 촉진하고 성장을 도움. 훌륭한 파트너이며 기술 측면과 USDC 성장에 모두 강하게 드라이브 거는 중

USYC 파트너십은 매우 중요. 이 제품을 인수해 최근 재출시하면서, 수익을 창출하는 담보수단으로 사용될 수 있도록 설계. 오늘날 글로벌 거래소, 그중에서도 바이낸스처럼 가장 큰 거래소에는 막대한 담보가 게시됨. 제도화가 진행되면서 대형 트레이딩 펌, 자산운용사, 기관들은 수익형 담보를 게시하기를 원할 것. 동시에 실제 현금 등가물로는 USDC로 거래하길 원함. 따라서 수익형 담보인 USYC와 현금성 디지털 캐시인 USDC의 결합은 강력한 시장 구조라고 봄

이를 세계 최대 거래소와 함께 구현한다는 점은 매우 의미가 큼. 유사한 아키텍처를 더 많은 디지털 자산 거래소, 궁극적으로는 주요 전통 결제소에서도 전개하길 기대. 올해 초 ICE와의 협업을 발표했는데, 그 맥락에서의 목표도 USYC와 같은 수익형 담보와 현금/결제를 위한 USDC를 지원하는 것임. 24/7에서 수익형 담보와 현금 사이 끊임없이 전환하는 새로운 시장구조를 우리는 금융시장의 미래라고 보고 있으며 세계 최대 디지털자산 거래소와 함께 그 비전을 선도적으로 구현하게 되어 기쁨

Q3: 거래액과 유통량의 관계를 이해하고자 함. 거래액이 훨씬 더 빠르게 성장하고 있는데, 각 토큰의 '속도'가 유통량과 어떻게 연관되어있는지, 그 관계를 수량적으로 설명하면?

A: 현재 USDC 발행량(656억 달러)과 온체인 거래량(거래소 내 오프체인 거래는 제외)간 큰 차이가 있음. 디지털 달러는 매우 높은 속도를 가짐. 이는 성숙한 블록체인의 네트워크의 발전으로 매우 짧은 시간과 매우 작은 거래비용으로 거래가 가능해졌기 때문. 그렇기 때문에 인터넷 네이티브 머니 아키텍처는 더 높은 화폐유통 속도를 가능하게 함

그 속도와 핵심 스테이블 코인 공급 간 연결은 상관관계가 있지만, 지난 1년동안 거래액 증가율이 스테이블 코인 공급 증가율보다도 높았음. 이는 블록체인 인프라의 개선(더 빠르고 저렴하고 용이한 이동)을 반영한다고 봄. 또한 신흥국/개도국에서 결제 유틸리티 성장, P2P 거래 확대도 영향을 미침. 장기적으로는 새로운 인터넷 금융시스템의 통화이론-화폐유통속도와 거시 통화지표가 경제활동에 미치는 영향-에 관심이 있지만, 그 논의는 앞으로의 과제

Q4: CPN의 다음 마일스톤과 향후 CPN과 Arc의 상호관계에 대한 설명?

A: CPN은 최근 파일럿 단계로 초기 런칭, 금융 기관 참여 수요가 매우 큼. 1단계에서는 우선순위가 높은 몇몇 코리도를 활성화하는 데 집중, 홍콩, 브라질, 나이지리아, 멕시코 4개 코리도 가동. 연말까지는 더 많은 코리도를 대폭 확장해 선진시장과 신흥, 개도국 전반에서 자금 흐름이 원활히 작동하도록 하는 것이 핵심. 또한 충분한 유동성을 제공해 원하는 볼륨을 처리할 수 있도록 하는 것도 중요

온보딩, 통합 네트워크 활성화를 원하는 기관 수가 우리 수용 역량을 초과, 셀프서비스 대시보드와 플로우 구성 도구를 제공하는 제품 투자 진행 중. 더 많은 회사를 영입할 것이며, 궁극적으로 수천 개 회사가 CPN에 참여해 다양한 결제 흐름을 처리하기를 기대

Arc와 관계에서도 Arc가 CPN에서 매우 중요한 역할을 할 것으로 봄. Arc는 스테이블코인 파이낸스를 위한 특화 블록체인. 오늘 공개한 라이트 페이퍼에서도 볼 수 있듯, Arc 자체에 네이티브 FX 엔진/플랫폼이 포함됨. 많은 금융 기관이 Arc를 '백플레이인'으로 활용해 결제/금융 어플리케이션을 구동하길 기대

Q5: 결제 기회가 빠르게 전개되는 듯 함. CPN 출시, 코인베이스는 쇼피파이와 코인베이스 기반 커머스 플랫폼 기반 통합을 발표. 이러한 네트워크들은 상호 보완적일지, 경쟁적일지? 그리고 궁극적으로 서클이 지배적 결제 네트워크가 되는 것이 중요한지, 아니면 USDC를 활용하는 여러 네트워크 중 하나가 되는 것이 더 나은 것인지 궁금함

A: 스테이블코인 네트워크로서의 USDC는 시장중립적 인프라임. 자본시장, 트레이딩, 거래소, 브로커리지, 네오뱅크, 전통 은행, 결제 서비스 제공업체 등 다양한 유형의 기업이 그 위에 구축하고 있음. 비자·마스터카드 같은 네트워크도 스테이블코인, 특히 USDC 사용을 확대하고 있음

다양한 결제 네트워크와 자본시장 거래소 등이 우리의 스테이블코인 시장 인프라 위에서 구축될 것으로 예상. 사용처 확대, 배포 확대, 기타 기술 프로토콜·서비스 채택 확대 등 당사 수익화에도 가치가 큼. 우리는 '빅텐트' 접근을 취함

쇼피파이가 USDC 결제를 받아들이고 코인베이스의 제품을 활용한다면, 매우 바람직. 파트너들이 USDC를 커머스 플로우와 기타 애플리케이션에 통합하는 것을 보고 싶음. 쇼피파이 가맹점이 USDC를 수납하면 스테이블코인 네트워크의 유틸리티가 확대. 바이낸스 사용자 수억 명, 네오뱅크 사용자 1억 명, 기타 다양한 월렛 사용자들이 USDC를 보유하고 있다면, 이제 이들이 이를 가지고 실제로 결제할 수 있는 곳이 생기는 것. 이는 서클의 네트워크 가치를 키우고 유틸리티를 확장. 개발자가 다양한 방식으로 통합·배포하면서 서클의 해자를 확장하는 셈

결제 업계와 결제 인프라 기업들에서의 수요가 믿기 어려울 정도로 가속화. 최근 몇 주만 보더라도 Fiserv, FIS, Corpay, Matera와의 파트너십을 발표. 이들 기업은 수만 개 은행과 금융기관에 코어 인프라(결제 인프라 포함)를 제공. 이들이 우리의 기술과 USDC를 통합하고 있다는 사실은 매우 의미가 큼

Q6: IPO를 통해 확보한 통화(주식)으로 추가적인 주주가치를 창출할 계획은?

A: 사실 오늘 아침 Arc 발표와 함께, 차세대 스테이블코인 파이낸스 블록체인에 매우 중요한 IP와 팀을 소규모로 인수했다고 발표. 올해 초에는 블록체인의 프라이버시·기밀성과 관련된 코어 IP와 팀을 인수

우리는 신중하고 절제. 우리가 하는 일 옆에 거대한 사업 라인을 억지로 붙이는 대형 복잡 인수는 지향하지 않음. 풀스택 통합 플랫폼 관점을 갖고 있으며, 그 제품 미션에 명확히 부합하는 것만 하려 함. 유기적 개발이 매우 활발하며, 이를 실행하는 데 집중

Q7: USDC의 해외송금 채택에 대해 설명해줄 수 있는지? 몇몇 송금 업체와 파트너십이 있는 것으로 아는데, 다른 업체들은 자체 스테이블 코인을 고려하기도 함. 채택을 어떻게 평가하시나요? USDC 침투율을 정량화할 수 있는 방법이 있을지?

A: 송금 수요는 계속 증가. 개인 간(P2P) 송금뿐 아니라, 해외 사업 운영 후 본국(미국·아시아·유럽 등)으로 자금을 송금해야 하는 기업 간(B2B) 송금—즉 재무성격의 송금—도 많음. 사용처에서 파트너십이 점점 늘고 있음. 이번 분기에도 레밋틀리, 머니그램, 켈즈 등 규모 있는 국경간 핀테크들이 USDC 사용을 확대. CPN에서도 1차 사용처는 소비자 간과 B2B를 포함한 송금이며, CPN의 첫 번째 주요 사용처로 자리 잡고 있음

(USDC 활용 해외 송금 트래킹 지표 관련) 간접 지표도 봄. 예를 들어 전 세계 다양한 시장의 P2P 흐름을 추적하는 웹사이트들이 있고, 지난 1년 간 해당 영역에서 우리의 존재감이 상당히 커졌음

다른 스테이블 코인과의 비교 측면에서, 송금에 '좋은' 스테이블 코인 네트워크의 핵심은 유동성임. 우리는 1차·2차 유동성을 결합해 거대한 유동성 네트워크를 구축. 예를 들어 A가 USDC를 브라질에 누군가에게 보낸다면, 그가 브라질 은행계좌로 빠르고 저렴하게 입금할 수 있어야 함. 전세계적으로 USDC 온램프/오프램프(코인 환전)를 지원하는 업체들이 존재. **우리는 수년간 지역/글로벌 은행, 결제 서비스 제공업체 등과 협력해 이 유동성 네트워크를 구축했는데 이는 복제하기가 매우 어려움. 단순히 코인을 만드는 것만으로는 돈의 최종적인 인도/결제를 해결할 수 없음. 전세계 다양한 통화 시스템과 유동성 연결이 본질임**

Q8: 아시아에서 매우 큰 거래소인 OKX와의 파트너십에 대해 더 많은 정보를 줄 수 있는지? 경제적 구조는 어떤지, 바이낸스/코인베이스와는 어떤 점이 다른지?

A: 디지털자산 시장은 우리에게 핵심 시장. 2024년 초 이후 주요 거래소에서의 현물 거래량 점유율이 10배 성장. 규제 준수·신뢰할 수 있는 스테이블 코인의 중요성이 커질수록, 최대 거래소들과의 파트너십 기회도 늘고 있음

코인베이스는 USDC에 크게 베팅한 첫 대형 거래소였고, 이는 그들에게도 유익했음. 바이낸스와는 파트너십을 체결하고 최근 크게 확대. 구체적 상업 조건은 공개하지 않지만, OKX가 서클 월렛 기술을 채택하고, 기관 고객에게 최고의 USDC 유동성 경험을 제공할 수 있도록 서클 민트 핵심 인프라에 통합. OKX는 6천만 명의 사용자를 보유하고 있어, USDC의 도달 범위와 유틸리티 확대에 도움. 디지털자산 시장 전략의 중요한 확장

Q9: Arc의 노드 운영자·검증자 관점의 분산성 목표 관련, 가스비를 낮게 유지하는 방법은 무엇인지?

A: Arc에는 거래 비용을 낮고 예측 가능하게 보장하는 새로운 수수료 메커니즘이 설계, USDC로 가격 표시. 금융기관·커머스 기업 입장에서는 낮고 예측 가능하며 '진짜 디지털 캐시'로 수수료를 지불할 수 있는 것이 매우 중요

분산성 측면에서, 장기적으로 Arc는 심사된 전문 검증자로 구성된, 규모 있고 분산된 네트워크가 운영하길 바람. 운영 보안·컴플라이언스 기대치를 충족할 수 있는 검증자 필요. 금융시장 유틸리티, 금융기관, 대형 검증자 인프라 운영사들에게도 큰 기회. 현재 초기 단계이지만, 라이트 페이퍼에서도 이런 진화 방향을 언급하고 있음

Q10: GENIUS 관련, 7월 27일 이후 테더 유통량이 다소 정체된 반면 USDC는 성장세가 이어지고 있음. 앞서 GENIUS 법의 영향에 대해 언급하셨는데, 이것이 그 결과라고 보는지, 아니면 아직 영향이 본격화되지는 않았다고 보는지?

A: 한두 달간 USDC 성장의 급가속을 특정 입법 결과와 직접 연결하기는 어려움. 다만 전 세계적으로 USDC에 대한 인지도가 높아졌고, GENIUS 법 취지에 부합하도록 설계된 제품으로서의 USDC에 대한 선호가 영향을 미쳤을 가능성은 있음

언급한 포인트는 상업적 관여(commercial engagement)에 더 가깝습니다. 선클 IPO와 GENIUS 법 최종 통과 이후, 금융업 전 섹터의 주요 기관, 대형 기술기업, 대기업으로부터 협업·구축에 대한 인바운드가 엄청나게 증가. 전 세계 모든 지역에서 동일한 현상이 나타나고 있음. 이는 주류 기관들이 이제 '참여할 수 있고, 구축할 수 있고, 이 기술과 협력할 수 있다'고 판단한 촉매적 순간. 미국 내 금융기관의 참여에 대한 규제 완화도 보탬이 됨

우리는 유입되는 상업적 기회가 크게 확대되는 것을 보고 있음. 이제 올바른 제품·서비스를 구축하고, 파트너에게 고객가치를 제공하며, 상호 윈윈이 되는 경제적 관계를 설계해 함께 성장하는 것이 중요. 이는 우리가 전 세계 기업들과 파트너십을 체결할 때의 근본 철학

덧붙이면, GENIUS는 분명 금융기관 전 섹터에서의 관심을 촉발한 대형 이벤트. 다만 주의할 점은, 특히 대형 금융서비스 회사들이 새로운 기술을 통합하고 고객에게 출시하는 데는 시간이 걸린다는 것. 좋은 점은 그들이 우리와의 '깊은' 통합을 모색하고 있고, 이는 시간이 지날수록 점착성을 높인다는 것. 하지만 롤아웃 속도는 각 기관의 내부 역량에 좌우될 것

Q11: GENIUS 법안 통과 이후 USDC 유통량이 급증. 법안 통과 이후 어떤 변화가 있었는지, 국내 성장인지 해외 성장인지, 좀 더 설명 부탁. 향후 USDC 성장을 어떻게 보는지. CAGR 40%를 언급했는데, 그 성장이 어디서 나올지?

A: GENIUS 이후 수요에 대해서는 앞서 말씀드렸듯, 우리 네트워크 위에서 구축하려는 기관들의 관심, 서클과 협력하려는 관심이 급증. 다만 관계 체결, 제품 구현, 출시·스케일에는 시간 소요. 최근 성장의 가속은, 글로벌 환경에서 스테이블코인 사용에 '그린라이트'가 켜진 결과라고 봄. 디지털자산 시장의 활동 증가도 한몫 했지만, 보다 넓게 보면 이제 이것이 '디지털 캐시 유사 수단'으로 사용될 수 있다는 신호가 시장에 전달된 것

(40% 숫자와 관련 설명) 서드파티 리서치 증가, 스테이블코인 성장에 대한 다년 CAGR은 저희가 본 범위로 25%에서 90%+까지 다양하고, 중앙값은 약 60%. 다만 가이던스의 코어 모델로는 40% CAGR을 둬. 우리가 USDC 성장에서 40% CAGR을 달성한다면, 투자자들에게 매력적인 수익을 제공할 수 있다고 믿는 수준

Q12: 온체인 거래액은 어디서 나오는지? 5.9조 달러를 이야기했는데, 지리적 분포를 설명 가능한지?

A: 퍼블릭 블록체인 데이터는 지리적 IP 정보가 포함되지 않지만, 이를 추정할 수 있는 휴리스틱과 분석 기업들이 있음. 우리가 보는 바에 따르면, 지리적으로 매우 분산되어 있음. 유럽, 아시아, 신흥국/개도국, 라틴/중동, 아프리카, 동남아 등 전세계에서 USDC 트래픽이 큼. 미국도 중요하지만 '과반'이 아님

신흥국/개도국에서 스테이블 코인을 활용한 P2P 결제가 중요한 사용처라는 사실도 알고 있음. 다만 대부분은 코인베이스/바이낸스 같은 대형 플랫폼의 대형 지갑이 중개

상위 개념을 덧붙이자면, 오늘날의 모든 머니 무브먼트(신용카드 소비자 결제, 송금, SWIFT 국제 이체 등)는 각각 다른 기술 스택을 사용. 인터넷에서는 사상 최초의 '범용' 머니 무브먼트 아키텍처가 등장. 온체인 트랜잭션은 금융서비스의 모든 사용처를 아우르는데, 이는 기존 시스템과의 극적인 차이

예를들어 비자는 소비자-B2B 레일을 통해 연간 10조 달러를 상회하는 금액을 처리. JP모건은 일일 총 결제액이 10조 달러를 상회. 이러한 모든 사용처가 스테이블코인의 온체인 트랜잭션에 혼재되어 있음. 각 사용처를 정확히 분해하긴 어렵지만, 숫자에는 이 모든 종류의 화폐 사용 사례가 포함되어 있음을 기억해야 할 것

Q13: 비달러 스테이블 코인의 전망과, 국경간 결제 및 CPN 확장을 위해 이러한 (비달러) 스테이블 코인의 성장이 필요하다고 보는지? EURC를 통한 지원 계획은 어떤지?

A: 장기적으로는 거의 모든 주요 국가가 건전한 스테이블 코인 정책 체계를 구축하고, 고품질 규제형 지급 스테이블 코인이 확산될 것으로 낙관. GENIUS 법이 이를 가속하고 있으며, 각국 입법자 및 정부가 스테이블 코인 정책 정비 경쟁을 벌이는 중. 우리는 이러한 비달러 스테이블 코인과의 협력하길 원함. EURC도 발행/성장 중

온체인 화폐는 더 효과적이고 효율적이며 programmable 함. 국경간 관점에서는 24/7/365 연속 결제, 원자적 교환이 가능한 PVP(지급 대 지급) 교환이 가능해지면 매우 강력한 빌딩 블록이 됨. 바로 이런 이유로 Arc에 네이티브 FX 엔진을 내장하려 함. 커머스, 무역, 자본시장 활용의 프로그래머블 빌딩 블록으로서 중요

물론 그 성숙이 진행되는 동안에도 스테이블 코인의 국경간 결제 사용을 확대하는데 장애가 되는 것은 아님. CPN은 출발점부터 스테이블 코인과 현지 통화 유동성, 현지 전자 자금 이체 레일을 연결하는 FX 모델을 설계. 예를들어 포르투갈에서 브라질로 송금할 때 한쪽은 EURC 또는 USDC를 보유하고, 다른쪽에서는 우리가 BFI라고 부르는 참여자들이 USDC와 브라질 헤알 간 유동성을 제공. 이들은 시장 가격에 근거해 가격을 제시하고 경쟁, USDC의 즉시 결제를 활용해 최종 은행 이체를 거의 실시간으로 개시할 수 있음

또 다른 방식으로 온체인 FX 시장이 가격 형성을 담당하되, 통화 측의 이행은 사후로 처리하는 구조도 있음. 장기적으로는 '로컬 파트너 스테이블코인'을 더 많이 보고 싶음. Arc에서 발행되고 CPN/Circle Mint/월렛에서 지원되는 멀티 스테이블 코인 환경을 구축하는 것이 인터넷 금융시스템을 만드는 길이라고 믿음

Q14: Circle Gateway의 기회와, CCTP와의 차이 및 통합 방식을 설명?

A: Circle Gateway와 CCTP는 유사하지만 약간 다른 문제를 해결. CCTP는 다수 블록체인간 USDC의 교차체인 결제를 가능하게 해주는 저수준 프로토콜. 현재 교차체인 USDC의 80% 이상이 CCTP를 경유. 버전 2도 계속 성장 중. 다만 CCTP만으로는 UX 문제가 남음

CCTP만 있는 세계에서는 기관/개인 지갑 모두에서 '내가 어느 체인에 USDC를 보유하고 있는가, 어느 체인으로 보내야 하는가'를 사용자가 알아야 함. Circle Gateway는 이 UX 허들을 추상화해 제거. 사용자는 단순히 USDC 잔액만 봄. 상대방이 어떤 월렛을 쓰든 QR코드, 주소만 있으면 바로 송금 가능. '크립토가 배경으로 사라지는' 더 간결한 경험을 위한 것

Q15: USDC를 '승자 독식'으로 키우기 위한 네트워크 효과와 관련해, 더 많은 기관과 파트너십을 늘리는 데 대한 의향은 어떤지? 그로 인해 유통비용이 더 커지고 준비금 마진이 낮아질 수 있다면, 그래도 USDC 성장을 위해 더 매력적이라고 보는지? 아니면 최소 30% 중후반대의 마진을 유지하는 것이 더 중요할지?

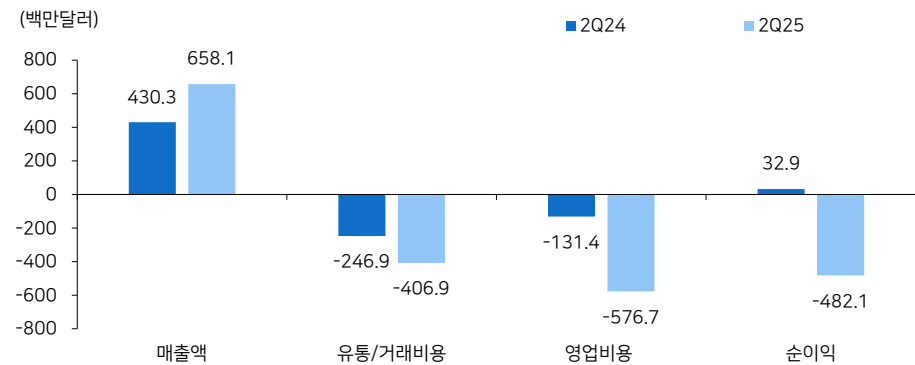
A: 파트너십 확대에 대한 의지는 매우 강함. 다만 파트너십 유형이 매우 다양하다는 점을 상기할 필요. 디지털 월렛과의 파트너십, 거래소와 파트너십 등은 서로 완전히 다름. 각기 다른 딜 포맷과 플레이 북이 있음

모든 딜이 '준비금 수익을 나눠준다'는 식으로 단순화되는 것은 아님. 우리는 파트너십이 고객 가치 증대에 초점을 맞추고 성장 인센티브가 내재된 윈윈의 경제적 관계가 되도록 함. 거래 속도, 점유율 변화, USDC 성장 등에 실제 영향이 있어야 함. 우리는 함께 구축하고 성장할 파트너와 일함. 이것이 우리 필터(기준). 그리고 이 접근은 효과적이라고 봄

플랫폼 역량의 폭과 강도, 그리고 시장중립적 인프라라는 포지셔닝의 결합은 더 많은 플레이어(때로는 경쟁자들까지도) 우리 플랫폼 위에 구축하도록 장려. 파트너는 고객에게 새로운 머니 기술의 혜택을 제공해 자사 비즈니스를 키우고, USDC 사용과 채택을 늘려 우리 네트워크를 강화. 네트워크 효과가 커질수록 우리 위치도 강화. 이는 장기 RLDC 마진에 대한 중요한 배경

2025년 이후는 가이드를 제공하지 않지만, RLDC 마진의 상대적 강세에 기여하는 세가지 요인을 봄. 1) 네트워크 효과의 강화, 2) 서클 플랫폼 인프라 내 보관 USDC의 성장(우리는 광범위하고 기능이 풍부한 플랫폼을 가지고 있고, 시장중립적 인프라 포지션은 더 많은 파트너가 우리 위에 구축하도록 함. 플랫폼 내 보관분의 경제적 유연성이 더 큼), 3) 고마진 '기타 매출'의 성장(현재 수익의 대부분은 네트워크 머니 스톡에서 나오지만, 시간이 지나며 우리가 추가 서비스를 제공할 수 있는 네트워크 플로우도 수익화할 것. 이는 매우 고마진으로 전체 마진 지지). 이 세 요소가 결합해 장기적으로 RLDC 마진에 상대적 강세를 제공한다고 봄

그림1 서클 주요 재무 성과 비교 (2Q24 vs 2Q25)



주: 유통/거래비용은 USDC 유통 확대 위해 거래소/지갑/생태계 파트너에게 지급하는 인센티브 수수료 및 온체인 거래에 필요한 네트워크 수수료(가스비). 대부분은 생태계 파트너에게 지급하는 인센티브 수수료임. 2Q25 영업비용 급증 배경은 IPO에 따른 주식보상비용 영향

자료: Circle, 메리츠증권 리서치센터

이상은 현지시간 8월 12일 서클 2Q25 실적발표 및 Q&A 내용을 요약한 것임

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.