

# 한국 가상자산 시장의 미래



이창영

인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

이환욱

미디어/엔터/디지털자산  
hwanwook.lee@yuantakorea.com

우도형

금융  
dohyeong.woo@yuantakorea.com



# CONTENTS

## 0. 증권업\_매출 포트폴리오 다변화의 기회

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 美 트럼프 2기는 스테이블 코인 제도화에 왜 적극적일까? | 05 |
| 'B2B'가 리딩하고 있는 스테이블 코인 결제 현황    | 06 |
| 韓 원화 스테이블 코인 주저할 이유가 없다         | 07 |
| 이더리움 가격 상승 요인                   | 08 |
| DeFi: Decentralized Finance     | 09 |

## 1. 비트코인부터 스테이블 코인까지

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 비트코인이란?                     | 13 |
| 이더리움이란?                     | 18 |
| DeFi: Decentralized Finance | 22 |
| 스테이블 코인이란?                  | 26 |

## 2. 스테이블 코인 관련 영향이 가장 큰 업종: 은행

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 이미 활발히 진행되어 온 디지털 화폐 도입            | 39 |
| 스테이블 코인 도입: 은행 vs 비은행              | 41 |
| 스테이블 코인 국가별 도입 현황 및 규제             | 42 |
| 스테이블 코인 발행자의 이자지급 금지               | 43 |
| 은행 업종에 대한 스테이블 코인 발행 영향            | 44 |
| 스테이블 코인 관련 최신 현황 (미국)              | 46 |
| 스테이블 코인 관련 최신 현황 (해외 주요국)          | 48 |
| RWA (Real World Assets) 시장의 성장 가속화 | 49 |
| 증권업 STO (토큰 증권) 현황                 | 50 |

## 3. 스테이블 코인은 스테이블하게 산업에 영향을 줄까?

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 원화 스테이블 코인 발행 시 수혜 받을 수 있는 산업은? | 53 |
| 결제 대행사 포함한 핀테크 기업               | 54 |
| e커머스 플랫폼 포함한 온라인 플랫폼 기업         | 58 |
| 가상자산 거래소                        | 59 |
| 블록체인 플랫폼 구축해주는 SI 기업            | 61 |
| 사용자 이익                          | 62 |

## 4. 해외 기업분석

|                              |    |
|------------------------------|----|
| Circle Internet Group (CRCL) | 64 |
|------------------------------|----|



이환욱

미디어/엔터/디지털자산

02 3770 5590

hwanwook.lee@yuantakorea.com

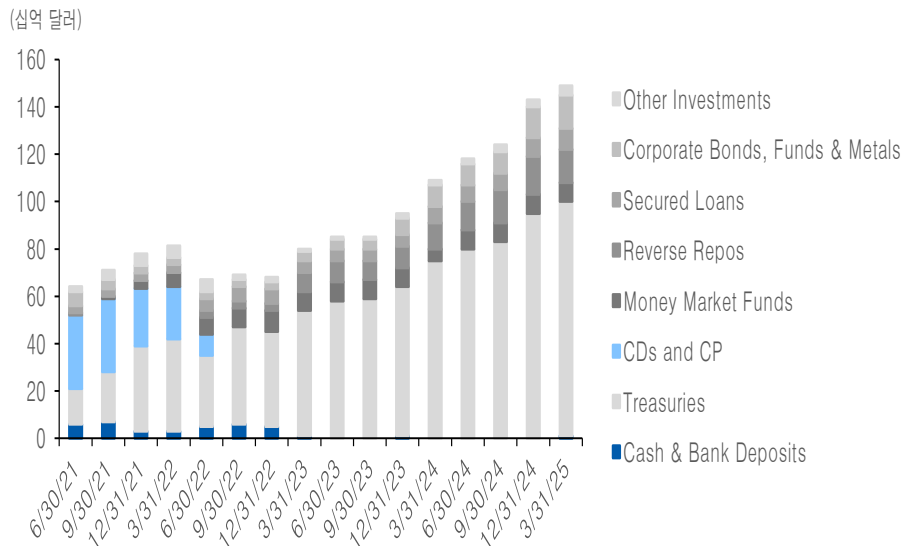
## PART 0. Intro

# 증권업\_매출 포트폴리오 다변화의 기회

## 美 트럼프 2기는 스테이블 코인 제도화에 왜 적극적일까?

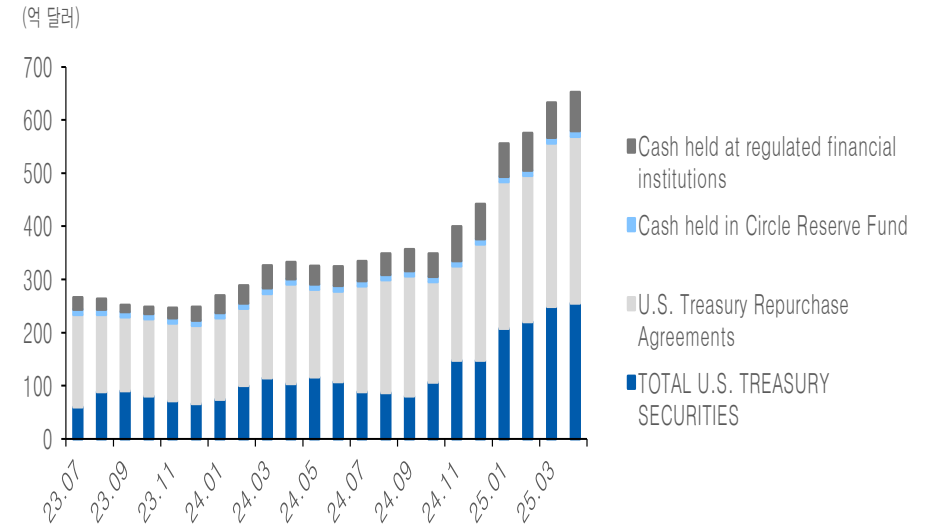
- 미국이 스테이블 코인 도입에 적극적인 태도를 보이는 이유에는 글로벌 패권 유지와 차세대 디지털 금융 인프라 주도권 확보라는 두 가지 큰 축이 있음
- 달러 기반 스테이블 코인은 차세대 달러 패권 유지 수단으로서 전 세계에 달러를 더욱 빠르게 유통하고 미국 금융 시스템의 구조적 비효율을 보완하는 수단으로 부각
- (GENIUS Act) 美 달러 스테이블 코인은 단기 국채 등의 가치 안정성 및 환금성이 높은 자산을 1:1 완전 담보되어야 함을 강조함. => 美 국가 재정 운영에 있어 용이하게 사용할 수 있는 '도구'
- 대표적인 美 달러 기반 스테이블 코인 USDT와 USDC의 담보 자산 현황을 살펴보면 꾸준히 미 국채 보유량이 증가하고 있는 것이 확인 됨

### USDT(테더) 담보 자산 보유 현황



자료: 씨클, 유안타증권 리서치센터

### USDC(서클) 담보 자산 보유 현황

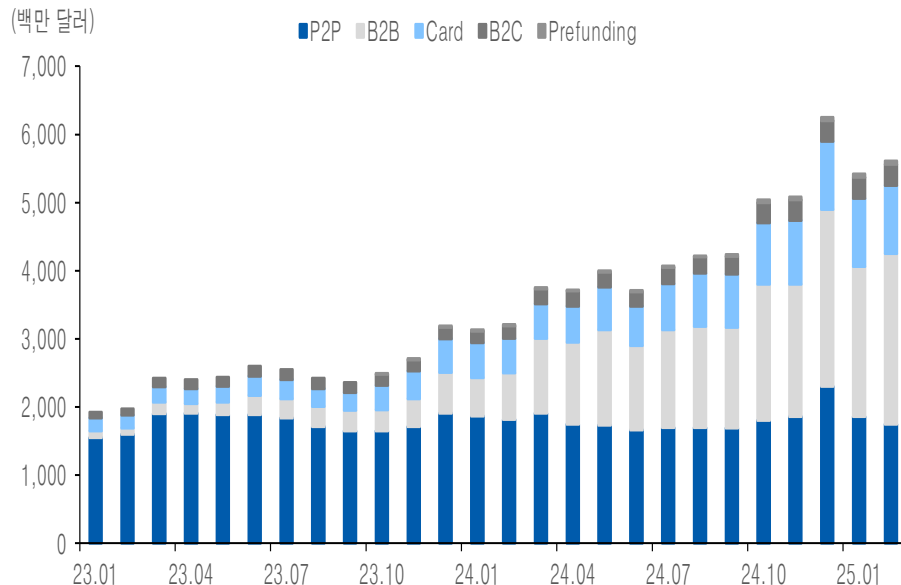


자료: 씨클, 유안타증권 리서치센터

## 'B2B'가 리딩하고 있는 스테이블 코인 결제 현황

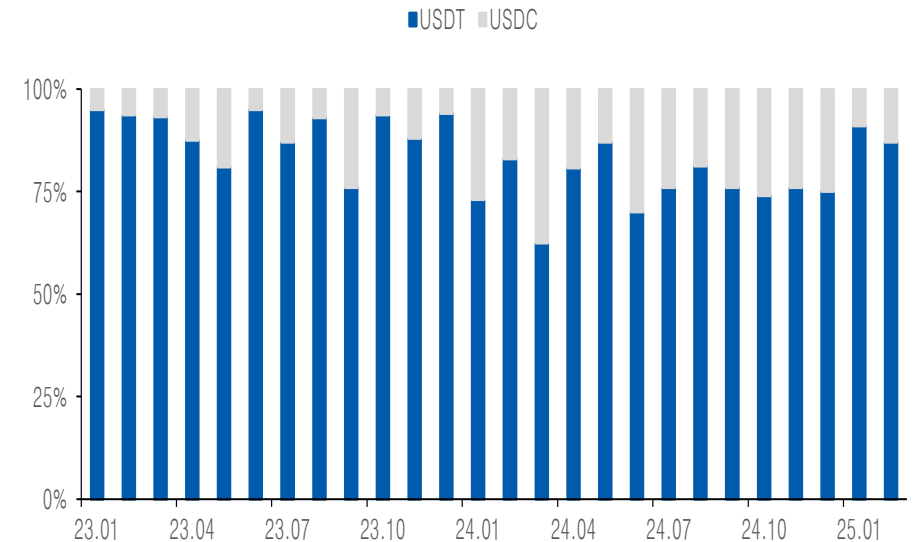
- 2023년 1월부터 2025년 2월까지 스테이블 코인 결제 규모는 총 942억 달러 수준으로 23년 1월 20억 달러 수준에서 25년 3월 60억 달러 수준까지 결제 규모가 가파르게 증가하고 있음
- 2025년 2월 기준 결제 유형별 거래 규모 비중은 B2B > P2P > Card > B2C 순으로 초기 P2P 주도에서 23년 하반기부터 B2B 영역에서의 거래량이 시장 선도
- B2B의 경우 해외 국경 간 결제, 공급업체 정산, 인보이스 처리, 담보 이전 등에서 실사용 사례가 급증하고 있음
- B2C의 경우 다국적 소비자 대상으로 스테이블 코인 결제 효용성이 높은 만큼 결제 대금 증가세가 가파르게 상승할 전망
- 동기간 스테이블 코인 전체 결제 대금에서 'USDT'가 80%를 웃도는 비중을 차지했으며 'USDC'가 20% 내외의 비중을 차지함

### 스테이블 코인을 활용한 결제 영역별 결제 추이 현황



자료: Artemis, Castle island ventures, 유안타증권 리서치센터

### 해외 반도체 업종 지수 및 주요 반도체 기업들의 2025년 주가 추이



자료: Artemis, Castle island ventures, 유안타증권 리서치센터

## 韓 원화 스테이블 코인 주저할 이유가 없다

- ‘원화 스테이블 코인’은 ‘선택’이 아닌 ‘필수’적인 글로벌 흐름으로 대한민국 역시 원화 스테이블 코인에 주저할 이유가 없음
- 달러 스테이블 코인의 활용 범위가 B2B를 넘어 B2C 영역까지 보편화 되는 구간에서 글로벌 플랫폼형 원화 결제 미지원 등의 위험성이 생길 수 있으며 이는 원화 수요 감소와 함께 대한민국의 통화 주권 약화로 이어질 수 있음
- ‘투명성’과 ‘안정성’을 확보한 원화 스테이블 코인은 국내 결제망의 높은 수수료 구조를 개선하여 소상공인부터 대기업까지 높은 수익성 개선 효과로 이어질 수 있음
- 지역화폐 및 복지 정책의 디지털 전환 수단으로도 원화 스테이블 코인의 적합도가 높음
- ‘원화 스테이블 코인’을 기반으로 K-콘텐츠 결제, K-게임 아이템 거래, NFT 및 팬덤 커뮤니티 경제까지 포괄하는 디지털 원화 기반의 문화/금융 클러스터 조성이 가능하며, 국내 실물 자산 토큰화(RWA+STO) 시장 활성화를 통한 상호 보완적인 시너지 효과가 기대됨

### 디지털 자산 기본법 주요 내용

| 항목              | 디지털자산 기본법 (민병덕)                                                                                                                                    |
|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 디지털자산 정의        | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 블록체인 등 분산원장에 기록된 경제적 가치가 있는 디지털 형태의 자산</li> <li>- 국내 발행 디지털 자산 중심</li> </ul>                              |
| 업종 분류           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 매매, 중개, 보관, 입입, 자문 등 10개 업종으로 분류</li> </ul>                                                               |
| 감독/규제           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 대통령 직속 디지털자산위원회 신설</li> <li>- 민간 전문가로 2/3 이상 구성, 정책·기본계획 수립</li> <li>- 한국디지털산업협회 신설, 불공정 거래 감시</li> </ul> |
| 소비자보호           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 미공개정보 이용, 부정거래 등 금지, 불공정거래 처벌 강화</li> </ul>                                                               |
| 스테이블코인 발행 규제    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 최소 자지자본 5억 원 이상, 준비금·환불 의무</li> <li>- 원화 스테이블 코인 발행 허용</li> </ul>                                         |
| 공시·투명성          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 백서 공시 및 허위공시 처벌, 자율규제기구 통한 거래지원 평가, 공시자료 관리</li> </ul>                                                    |
| 발행신고서(백서) 서류 심사 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융위원회</li> </ul>                                                                                          |

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

## 이더리움 가격 상승 요인

- 이더리움 블록체인 네트워크를 활용 크게 2가지 카테고리(1. 금융 어플리케이션, 2. 비금융 어플리케이션)의 어플리케이션을 제작할 수 있음.
- 현재 EVM 호환성, Layer2 확장성, 크로스체인 브릿지, 오라클 등의 기술 진보로 인해 활용 범위가 다각화/세분화되는 추세
- 디파이(DeFi) : 대출 & 예치 플랫폼(ex: Aave, Compound), 스테이블코인(ex: USDC, USDT, DAI), RWA(ex: Centrifuge, Maple finance), 탈중앙화 거래소(ex: Uniswap, Curve)
- NFT: 마켓플레이스(ex: Blur, OpenSea), 디지털 아트, 게임 자산, 도메인 서비스 등
- 이외 DAO, 게임, 소셜, AI 융합 분야까지 프로젝트가 다각화 되는 중

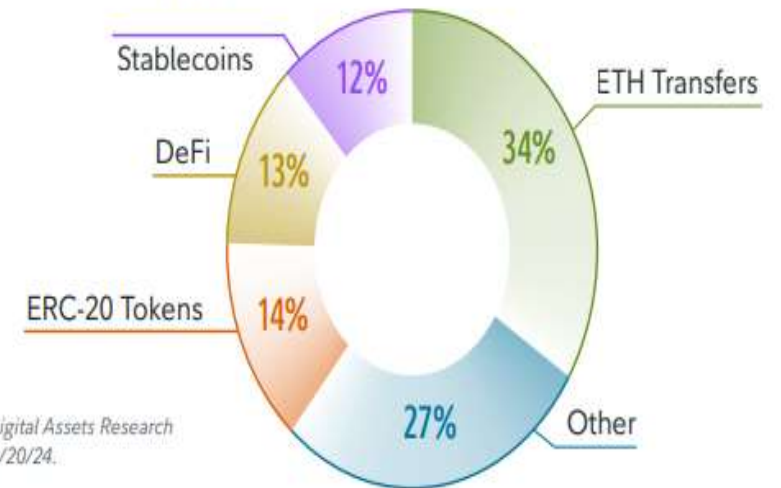
대표 블록체인 TVL(Total Value Locked) 순위

| # | Chain           | Top Gainers | 24h    | 7d      | 30d    | 24h Volume       | TVL              | Dominance | # of Coins |
|---|-----------------|-------------|--------|---------|--------|------------------|------------------|-----------|------------|
| 1 | Ethereum        |             | ▼ 2.8% | ▼ 2.6%  | ▲ 9.2% | \$4,349,702,088  | \$88,238,623,145 | 60.85%    | 5120       |
| 2 | Solana          |             | ▼ 0.5% | ▲ 0.8%  | ▲ 6.6% | \$40,424,206,562 | \$10,350,492,167 | 7.14%     | 4579       |
| 3 | Bitcoin         |             | ▼ 0.3% | ▲ 11.7% | ▲ 5.8% | -                | \$7,454,414,410  | 5.14%     | 78         |
| 4 | BNB Smart Chain |             | ▲ 0.0% | ▲ 1.1%  | ▲ 7.1% | \$7,817,920,456  | \$7,128,342,932  | 4.92%     | 3060       |
| 5 | TRON            |             | ▼ 1.0% | ▼ 2.2%  | ▲ 5.0% | \$145,584,350    | \$6,123,377,807  | 4.22%     | 122        |

자료: Coingecko, 유안타증권 리서치센터

타입별 이더리움 트랜잭션 비중 현황(2024.08.20 기준)

Ethereum Transaction Type Breakdown



Source: Fidelity Digital Assets Research via Glassnode, 08/20/24.

자료: Fidelity Digital Assets Research, 유안타증권 리서치센터

# DeFi: Decentralized Finance

• DeFi 대출 & 예치 대표 플랫폼: Aave - 머니마켓 표준 모델

: 예치자(자산 공급) 자산(USDC 등) 예치 → 파생토큰(cToken) 발급 받음 → 파생토큰은 '예치 지분 증명서' + '이자 자동 반영' 됨.

: 차입자(대출 수요) 담보(ETH) 자산 예치 → 대출(USDC) 실행

: 예치자의 자산은 플랫폼 '풀'에 묶이고, 차입자가 쓴 만큼 이자를 지불함. 대출 이용자가 많을 수록 예치 이자율이 높아지는 구조

: 예치자의 수익 = 차입자가 낸 이자 - 프로토콜 수수료

우선, 이자 수익 관점에서 DeFi > CeFi 비교 우위를 가져감. 1) 프로토콜 수수료를 제외하면 대출 이자 → 예금 이자로 반영 되기 때문에 전통 금융 시장의 인건비 & 임차료 등의 부대비용이 제거됨, 2) CeFi 담보 자산(예금)의 수익은 기준금리에 묶인 제한적이나, DeFi의 담보자산(ETH)은 '스테이킹(네트워크 보안 역할)' 보상 + 수수료 추가 수익이 발생함, 3) DeFi는 담보자산에 대한 파생토큰을 활용한 추가적인 대출/스왑 등에서의 수익 + 이용 플랫폼의 토큰 수익

결론: DeFi는 CeFi(전통금융)의 역할을 개인이 공개적인 자동 프로그래밍 시스템을 활용해 직접 자산을 운용해 수익 극대화(신규 수익 창출 구조)를 할 수 있다는 큰 차이를 제공함.

## 스테이블 코인 유형

| 구분       | 전통금융/CeFi (예금 담보)   | 블록체인/DeFi (ETH, stETH 등 담보)     |
|----------|---------------------|---------------------------------|
| 담보 자산 수익 | 은행이 운용 → 예금자에 이자 지급 | 스테이킹/DeFi에서 직접 이자·보상 발생         |
| 담보 활용도   | 사실상 은행이 활용          | 차입자도 담보 자산의 이자를 누릴 수 있음         |
| 수익률      | 낮음(2~5%)            | 상대적으로 높음(5%~)                   |
| 안정성      | 높음(보장/보험 있음)        | 낮음(담보자산/토큰 가치 변동 및 청산 리스크)      |
| 레버리지 구조  | 거의 없음 (담보 < 대출)     | 담보에서 발생하는 수익으로 이자 상쇄 or 레버리지 가능 |

# DeFi: Decentralized Finance

- 美 스테이블 코인 제도화는 디파이 생태계 안정적인 확장으로 이어 질 것

: 과거 디파이 생태계의 대표적인 담보자산 ‘ETH(이더)’, ‘wBTC(비트코인 기초)’을 활용. 담보 자산 자체 가격 변동성이 커 디파이 서비스를 통한 안정적인 수익 창출에 대한 신뢰가 낮았음.

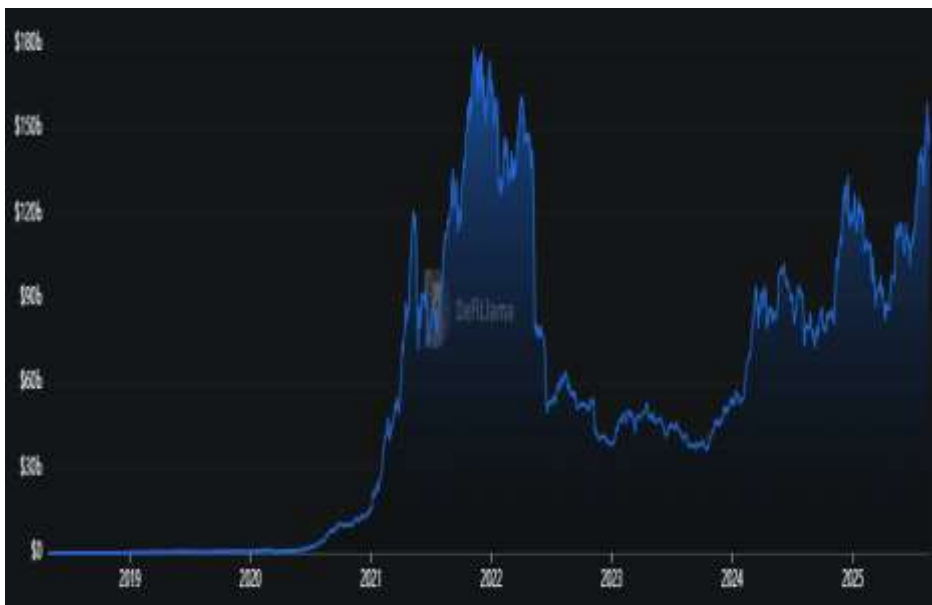
: USDT, USDC 와 같은 美 달러 스테이블 코인의 등장은 디파이 생태계의 안정적인 담보 자산으로 활용되기 시작하면서, 안정적인 TVL 상승 곡선을 만들어가고 있음.

: 규제 승인된 스테이블 코인은 디파이 시장(대출 & 유동성 공급 시장)에 기관 투자자 참여 증가 & 청산 리스크 감소 -> 결과적으로 DeFi는 ‘고위험 실험적 시장’에서 ‘온체인 금융 인프라’로 제도권과 연결 가능성이 높아짐

- USDC/USDT 발행 및 수탁

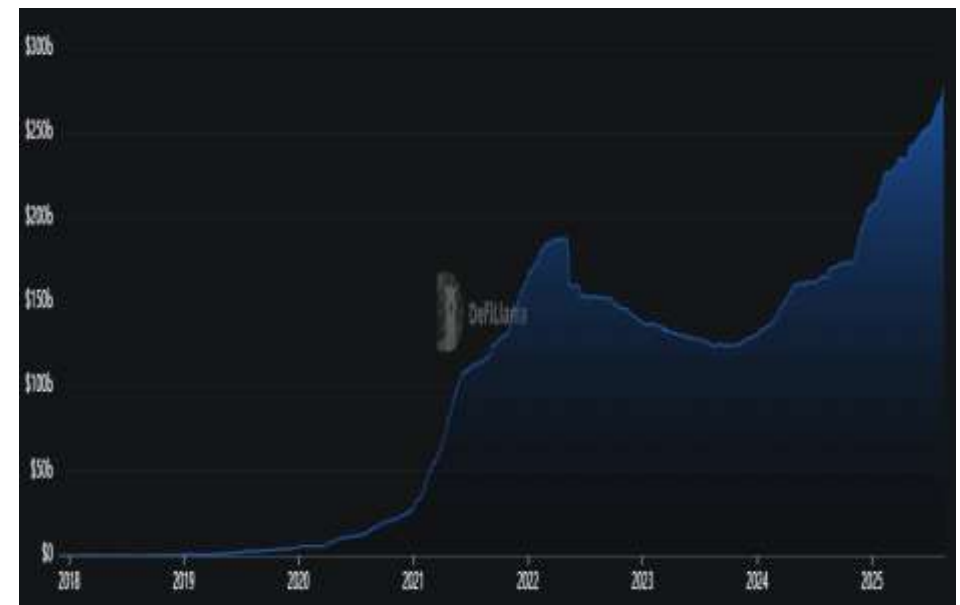
: 디파이 랜딩 (아배, 컴파운드 활용) -> 스테이블 코인 예치 -> 차입 이자 수익 발생

## 디파이 TVL(Total Value Locked) 추이



자료: DeFiLlama, 유안타증권 리서치센터

## 스테이블 코인 시가 총액 추이



자료: DeFiLlama, 유안타증권 리서치센터

# DeFi: Decentralized Finance

- 스테이블 코인 & RWA/STO 시장 활성화

: 스테이블 코인 그리고 실물 자산 토큰화(Real World Assets) & 증권형 토큰(STO)가 본격적으로 활성화 된다면, 거래량 & 시장 규모 확대에 따른 급격한 디파이 시장 확대에 이어질 공산이 큼.

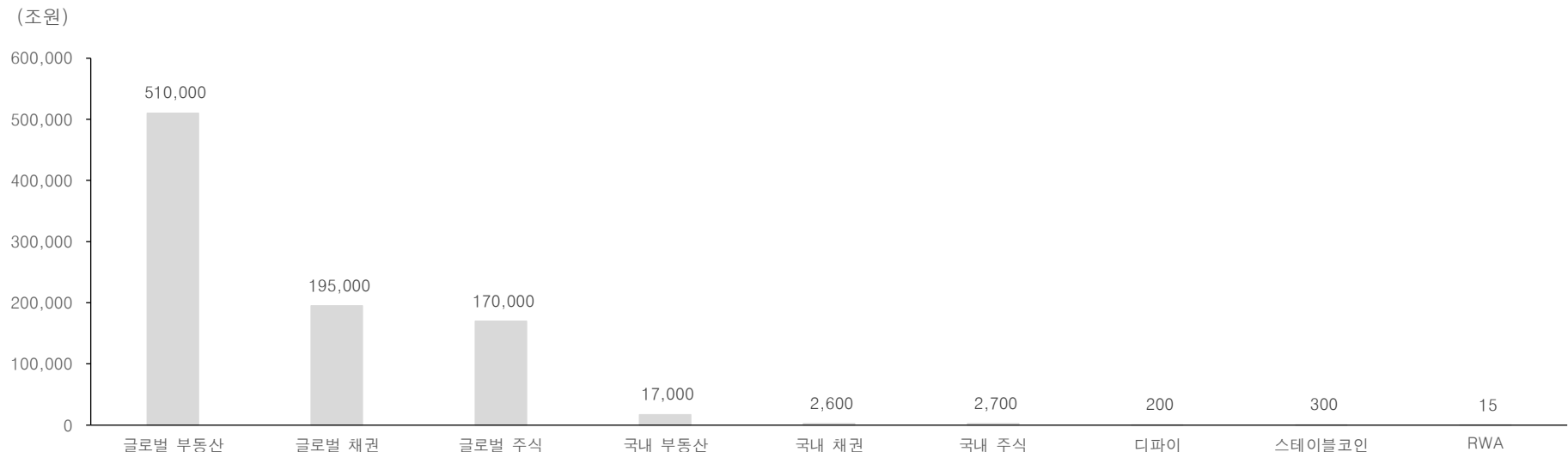
: 현재 원화 가치 기준 대략적인 글로벌 시장규모는 디파이 200조원, 스테이블코인 300조원, RWA(STO포함) 15조원

: 글로벌 전통 금융 자산 시장의 경우 채권 19.5경원, 주식 17경원, 부동산 51경원

: 국내 전통 금융 자산 시장은 채권 2,600조원, 주식 2,700조원, 부동산 1경 7,000조원

**결론적으로 전통 금융 자산 시장이 온체인 금융 인프라로 전환 가속화(디파이 시장 활성화) 된다면, '은행(Commercial banking)'의 예대마진 모델(+해외 송금, 결제, 환전 등)에 큰 위험 요소가 될 것이나, '증권(Investment banking)'의 경우 특히 RWA(비상장 주식, 부동산, 기타 자산) 발행/중개/운용 시장에서 큰 기회 요인 있을 것.**

## 자산군 별 시장 규모 현황





**이환욱**

미디어/엔터/디지털자산

02 3770 5590

hwanwook.lee@yuantakorea.com

## PART 1. 블록체인 산업의 이해

### 비트코인부터 스테이블 코인까지

## 비트코인이란?

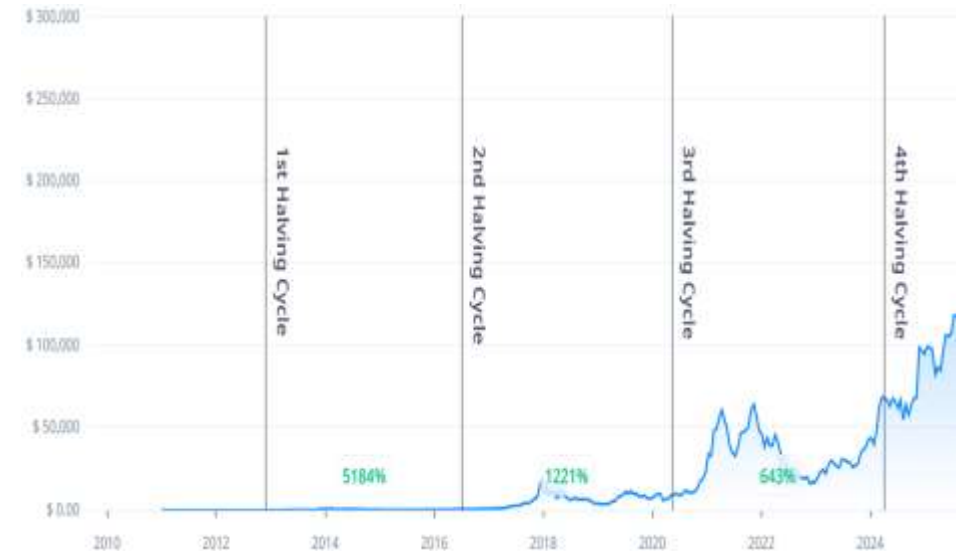
- 지난 2009년 초부터 발행된 '비트코인'은 금융 기관을 거치지 않고 개인 대 개인간 온라인 결제를 가능하게 하는 '전자 화폐(온라인 캐쉬)' 네트워크를 칭함.
- 비트코인은 '분산원장에 암호화 해시 함수로 거래 내역을 기록하고 원장을 각각의 노드에 공유' 함으로서 강력한 보안을 달성됨.
- “이중 지불”을 막기 위해 통상 제 3자(금융 기관)의 검증이 필요시 되나, 비트코인은 “블록체인 네트워크”를 통해 이를 해결함.
- 비트코인의 총 공급량은 2,100만개로 고정 설계 되어 ‘디플레이션’ 자산의 성격을 띄며, 반감기를 통해 약 4년마다 블록 보상이 절반(신규 비트코인 공급량 축소)으로 줄어 희소성이 강화되는 구조.
- 공급이 제한적인 상황에서, 수요 증가 요인(개인/기관 수요 & 네트워크 확장) 이 결국 직접적으로 가격 상승으로 이어짐.
- 제 3자(금융 기관)를 통한 거래는, 1) 거래 비용을 증가 시키고, 2) 최소 거래 금액 및 거래 가능 시간을 제한하며, 3) 비가역적(되돌릴 수 없는) 거래 불가능 Ex) 디지털 상품/온라인 컨설팅 등은 비가역적 거래 시스템은 판매자 보호 및 비용 효율화에 장점 / “조건부 결제 매커니즘(스마트 컨트랙트)”을 통해 소비자 보호도 가능

### 비트코인 가격 & 유통 공급량 추이



자료: Bitcoin magazine Pro, 유안타증권 리서치센터

### 비트코인 가격 & 반감기 사이클 추이



자료: Cryptorank, 유안타증권 리서치센터

## 비트코인 가격 상승 요인

• 비트코인 수요 증가 요인은 무엇일까?

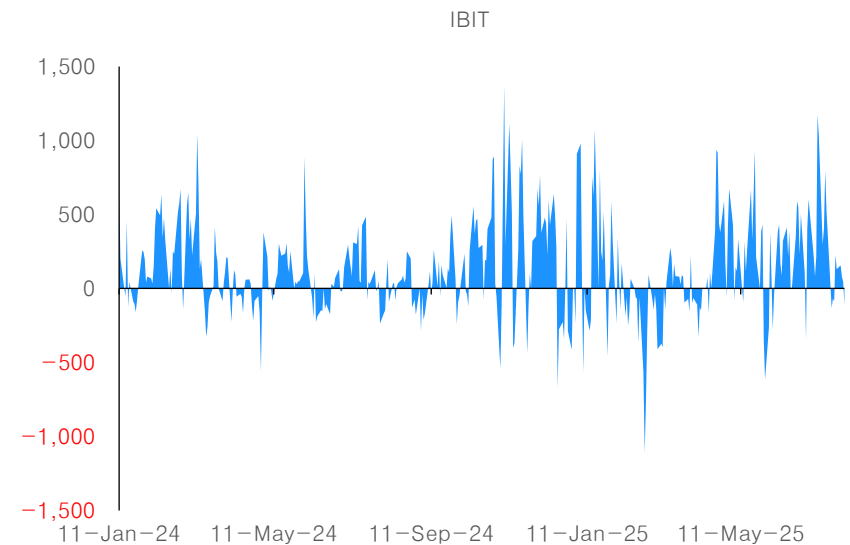
- 1) 전통 화폐 가치 하락에 따른 인플레이션 헤지 수단(글로벌 M2 증가, 인플레이션 증가, 화폐 가치 하락) → 기관 & 개인 투자 수요 증가
- 2) 정책/제도적 수용성 확대 → 비트코인 현물 ETF 승인 & DAT(Digital Asset Treasury) 상장 기업 증가(투자 접근성 확대) → 기관 & 개인 투자 수요 증가
- 3) 비트코인 네트워크 선점 효과 → 보안 & 탈중앙성 강화 → 기관 & 개인 투자 수요 증가
- 4) 블록체인 네트워크 생태계 확장 → 제한적이 공급량 및 반감기 효과로 인한 희소성 증가 → 기관 & 개인 투자 수요 증가

비트코인 가격 & 글로벌 M2 추이



자료: Bitcoin magazine Pro, 유안타증권 리서치센터

블랙락이 출시한 비트코인 현물 ETF(IBIT) 자금 유출입 추이



자료: Farside Investors, 유안타증권 리서치센터

## 비트코인 트레저리 상장사 & 비트코인 채굴 상장사

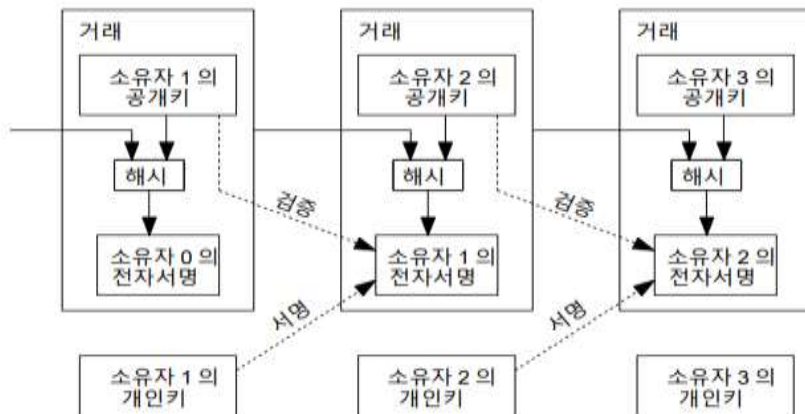
| Ticker | Name             | Type    | Country   | Cur  | Price  | Day Change | MCap (m)   | BTC Holdings | Ticker | Name                          | MCap (US\$m) |
|--------|------------------|---------|-----------|------|--------|------------|------------|--------------|--------|-------------------------------|--------------|
| MSTR   | Strategy         | Company | US        | \$   | 401.86 | 1.70%      | 112,906.00 | 628,791      | MARA   | Marathon Digital              | 5,824.40     |
| MTPLF  | Metaplanet (US)  | Company | US        | \$/Y | 7.59   | -5.20%     | 719,838.80 | 17,132       | RIOT   | Riot Platforms                | 4,830.20     |
| SMLR   | Semler           | Company | US        | \$   | 35.85  | -0.20%     | 494.3      | 5,021        | CORZ   | Core Scientific               | 3,964.70     |
| NXTT   | Next Technology  | Company | US        | \$   | 1.79   | -12.50%    | 779        | 4,782        | IREN   | Iris Energy                   | 3,622.80     |
| GME    | GameStop         | Company | US        | \$   | 22.45  | 0.00%      | 10,042.70  | 4,710        | CLSK   | Cleanspark                    | 3,208.40     |
| SWC    | The Smarter Web  | Company | UK        | GBP  | 209    | -13.00%    | 649        | 2,050        | BTDR   | Bitdeer Technologies          | 2,573.40     |
| EXOD   | Exodus Mov       | Company | US        | \$   | 29.08  | -8.10%     | 839.6      | 2,038        | APLD   | Applied Digital               | 2,257.50     |
| ALTBG  | Blockchain Group | Company | France    | EUR  | 2.88   | -100.00%   | 442.4      | 1,955        | HUT    | Hut 8                         | 2,069.60     |
| FLD    | Fold Holdings    | Company | US        | \$   | 4.23   | -0.70%     | 196.4      | 1,488        | WULF   | Terawulf                      | 1,919.50     |
| SQNS   | Sequans Comms    | Pending | US        | \$   | 1.35   | -4.90%     | 192.7      | 1,053        | CIFR   | Cipher Mining                 | 1,827.20     |
| KULR   | KULR Tech        | Company | US        | \$   | 5.52   | -1.40%     | 220.8      | 920          | NB2    | Northern Data                 | 1,648.20     |
| H100   | H100 Group       | Company | Sweden    | KR   | 8.34   | 0.00%      | 1,028.00   | 628          | BTBT   | Bit Digital                   | 907.6        |
| CASH3  | Meliuz           | Company | Brazil    | BRL  | 5.73   | 0.00%      | 646.2      | 596          | CANG   | Cango Inc                     | 845.1        |
| DCC    | Digitalx         | Company | Australia | AUD  | 0.09   | -1.10%     | 145        | 425          | BITY   | Bitfarms                      | 673.6        |
| LQWD   | LQWD Tech        | Company | Canada    | CAD  | 2.69   | -5.00%     | 72.6       | 239          | FUFU   | BitFuFu Inc                   | 588.8        |
| K33    | K33              | Company | Sweden    | KR   | 0.06   | -3.60%     | 145        | 121          | HIVE   | Hive                          | 496.6        |
| CINGF  | Coinsilium       | Company | UK        | \$   | 0.09   | -12.60%    | 145        | 112          | GRYP   | Gryphon Digital Mining        | 72.6         |
| BTC    | London BTC       | Company | UK        | GBP  | 7.5    | 7.10%      | 26.1       | 86           | DMGI   | Dmg Blockchain Solutions      | 42.6         |
| MATA   | Matador          | Company | Canada    | CAD  | 0.6    | 3.50%      | 63.6       | 77           | BTM    | BIT Mining                    | 40.8         |
| V3TC   | Vaultz Capital   | Company | UK        | GBP  | 8.66   | -7.00%     | 13         | 70           | SLNH   | Soluna Holdings               | 26.2         |
| VANA   | Vanadi Coffee    | Company | Spain     | EUR  | 0.51   | 0.00%      | 21.8       | 20           | GREE   | Greenidge Generation Holdings | 23.8         |
| PALM   | Panther Metals   | Company | UK        | GBP  | 90     | 13.60%     | 5.4        | 1            | ARB    | Argo Blockchain               | 21.6         |
|        |                  |         |           |      |        |            |            |              | LMFA   | LM Funding America Inc        | 10.6         |
|        |                  |         |           |      |        |            |            |              | MIGI   | Mawson Infrastructure         | 8.3          |
|        |                  |         |           |      |        |            |            |              | SATO   | SATO Technologies             | 6.6          |
|        |                  |         |           |      |        |            |            |              | LUXX   | Luxxfolio Holdings            | 4.9          |
|        |                  |         |           |      |        |            |            |              | CSTR   | CryptoStar                    | 3.4          |
|        |                  |         |           |      |        |            |            |              | CBTC   | XTRA Bitcoin                  | 0.9          |
|        |                  |         |           |      |        |            |            |              | INTV   | Integrated Ventures           | 0            |
|        |                  |         |           |      |        |            |            |              | Total  |                               | 37,519.90    |

# 비트코인 네트워크 작동원리

## • 작동원리

- 1) 트랜잭션 생성(송금 요청) : 사용자가 지갑에서 송금을 하면 트랜잭션이 생성됨. 내용: 보내는 사람 주소, 받는 사람 주소, 금액, 디지털 서명, 타임스탬프(트랜잭션 발생 시각)
- 2) 네트워크 전파 & 검증 : 트랜잭션은 네트워크의 모든 노드에 전파(브로드캐스팅)됨. 노드들은 해당 거래의 유효성을 검증(디지털 서명확인, 입력 UTXO가 실제 존재하는지, 잔액 여부 확인, 이중지불 여부 확인 등), 유효한 트랜잭션을 메모리풀에 저장하며 네트워크에 확산시킴.
- 3) 블록 후보 조립 : 채굴자는 메모리풀에서 유효한 트랜잭션을 모아 “블록 후보”를 만듦. 각 트랜잭션을 해시(SHA-256)하여 “머클 루트(트랜잭션 요약 해시)”를 생성 후 블록 헤더에 기록함. “블록 헤더”는 이전 블록 해시/머클 루트/타임스탬프/난이도 목표 등을 포함.
- 4) 작업증명(Proof of Work) : 채굴자는 블록 헤더 전체를 난이도 목표(평균 10분에 1블록이 생성되게 설계됨) 이하로 더블 해시(SHA-256)에 성공하면 유효한 블록으로 인정. 실패 시 논스(채굴 변수값)를 바꿔가며 무한 반복함
- 5) 블록 전파 & 합의 : 채굴자는 유효 블록을 네트워크 전체에 전파, 다른 노드들은 해당 블록을 검증(난이도 충족 여부, 트랜잭션 위조 여부) 후 기존 블록체인에 연결
- 6) 블록체인에 기록 & 보상 : 블록이 추가되면 트랜잭션은 공식 기록이 됨. 채굴자는 보상으로 “신규 비트코인”과 “트랜잭션 수수료”를 받음

## (비트코인 네트워크) \_ 디지털 서명 사슬 구조



자료: Bitcoin whitepaper, 유안타증권 리서치센터

## (비트코인 네트워크) \_ 작업 증명(Proof of Work)



자료: Bitcoin whitepaper, 유안타증권 리서치센터

# 비트코인 네트워크 보안

- 네트워크 보안

특정 거래 기록을 조작하기 위해선, 거래 기록이 담긴 “A 블록”의 PoW를 처음부터 다시 수행해야 하며, A 블록 이후 생성된 블록까지 수행 해야 됨. 이후 생성된 블록이 6개(약 1시간)가 쌓이면 조작 가능 확률은 0.1% 미만.

블록체인 전체 네트워크(가장 긴 체인) 과반 이상(> 50%)의 해시 파워(연산력)를 보유하면 조작 시도 가능하나, 장비, 전력, 운영비까지 포함 현실적으로 막대한 비용이 발생하며, 성공하더라도 자산 가치 폭락으로 인한 경제적 이득이 없기 때문에 조작 가능성은 매우 낮음.

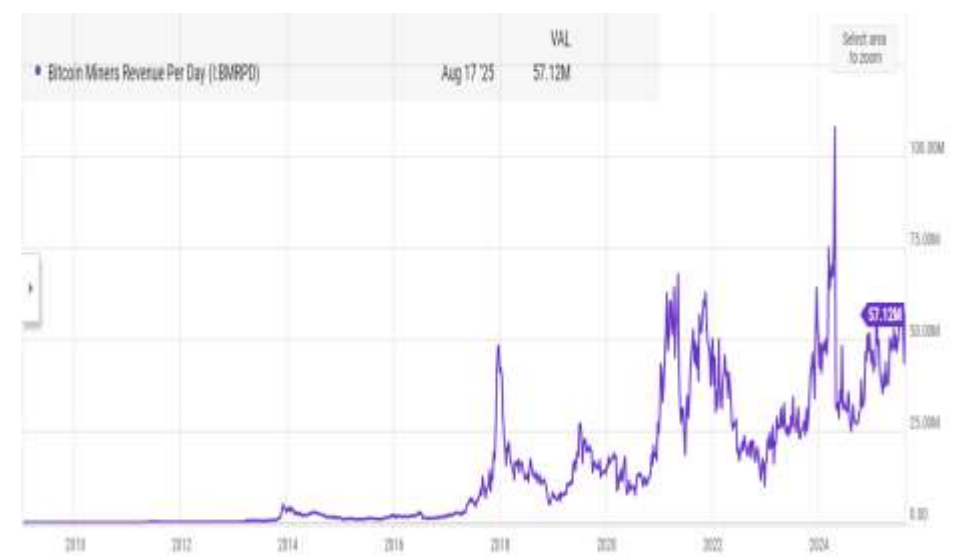
블록체인 네트워크 전체 해시파워(= 모든 마이닝 노드 연산력 총합)워가 크면 클수록 보안성이 높다고 판단할 수 있음.

## 비트코인 가격 & 해시레이트 추이



자료: Bitcoin magazine Pro, 유안타증권 리서치센터

## 비트코인 채굴자 일당 매출 추이



자료: YCHARTS, 유안타증권 리서치센터

## 이더리움이란?

- “이더리움”은 탈 중앙화 된 첫 번째 디지털 자산 ‘비트코인’을 떠받치고 있는 블록체인 기술에 확장성을 부여한 블록체인 프로젝트로 “완벽한 튜링 완전 프로그래밍 언어”를 지원함. 비트코인 스크립트 언어의 경우 튜링 불완전(while / for 와 같은 순환 명령 카테고리가 빠져있는 구조) 프로그래밍 언어.
- 비트코인과의 가장 큰 차이점은 ‘지원하는 상태 전이 함수’의 다양성과 확장성에 있음.
- 비트코인이 고정된 단일 함수(UTXO 집합 갱신 함수)로 ‘송금’이라는 제한적인 기능에 한정되는데 반해, 이더리움은 개발자가 직접 작성한 임의의 상태 전이 함수를 구현 할 수 있어, ‘송금’, ‘디파이(대출/스왑)’, NFT, DAO, 게임 등의 다양한 영역에서 블록체인 기술을 지원함.
- ‘이더리움’은 분산 어플리케이션(Dapp, Decentralized Application) 제작을 지원하는 합의 프로토콜.

### 비트코인 이더리움 비교 차트

| 구분        | 비트코인                                            | 이더리움                                                 |
|-----------|-------------------------------------------------|------------------------------------------------------|
| 상태 전이 함수  | 고정된 단일 함수: “송금” (UTXO를 사용해 한 주소에서 다른 주소로 코인 이동) | 개발자가 직접 작성한 임의의 상태 전이 함수 (스마트 컨트랙트로 로직 구현)           |
| 언어        | 스크립트 언어(Script) — 제한적이고 튜링 불완전, 복잡한 로직 불가       | 튜링 완전 언어(Solidity 등) — 조건, 반복, 복합 로직 가능              |
| 사용 사례     | 단순 결제, 가치 저장, 이중지불 방지                           | 결제, DeFi(대출·스왑), NFT, DAO, 게임, 투표 시스템 등              |
| 확장성       | 상태 전이 규칙 변경 불가 — 비트코인 프로토콜 자체를 변경해야 함           | 상태 전이 규칙을 컨트랙트 배포로 자유롭게 추가 가능                        |
| 데이터 저장 구조 | 거래 기록(UTXO 집합)만 저장                              | 거래 기록 + 컨트랙트 상태(계정 기반) 저장                            |
| 예시        | A가 B에게 1 BTC 전송 → 블록체인에 단순 잔액 이동만 기록            | A가 B에게 1 ETH 전송, 동시에 NFT 발행·스테이킹·자동 배당 등 로직 동시 실행 가능 |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 이더리움 네트워크 작동원리

- 이더리움 1.0 : 비트코인과 마찬가지로 작업증명(PoW) 기반의 블록체인 시스템을 구현.(트랜잭션 수집 -> 상태 전이 함수 검증 -> 작업증명 -> 채굴 보상(신규 이더+수수료)). PoW는 컴퓨팅 파워 경쟁.
- 이더리움 2.0 : 지난 2022년 9월 “The Merge” 이후, 검증자(Validator)가 블록을 제안/검증하는 구조 “지분증명(Proof of Stake)”으로 전환. 전체 채굴 해시 파워 대신, 스테이킹 된 이더 총량이 보안을 강화하는 구조. PoS 네트워크는 랜덤 비콘(Random Beacon) 암호학적 난수 생성 방식을 통해 블록 제안자를 추천(활률적 추천)
- 에너지 소모(채굴 경쟁) / 낮은 처리량(TPS), 확장성 부족 등의 문제를 해결하기 위한 합의 알고리즘 전환.

### 이더리움 네트워크 개요

| 구분       | 이더리움 1.0 (PoW)         | 이더리움 2.0 (PoS)                       |
|----------|------------------------|--------------------------------------|
| 알고리즘     | Proof of Work (Ethash) | Proof of Stake (Casper/Beacon Chain) |
| 주요 주체    | 채굴자(Miner)             | 검증자(Validator)                       |
| 블록 생성 주기 | 13~15초                 | 약 12초                                |
| 보안 기반    | 해시파워 (채굴 경쟁)           | 스테이킹된 ETH                            |
| 에너지 소모   | 매우 높음 (GPU/ASIC 전력 소모) | 매우 낮음 (노드 운영만 필요)                    |
| 보상       | 블록 보상 + 가스 수수료         | 스테이킹 보상 + 가스 수수료                     |
| 확장성      | 제한적 (15~30 TPS)        | 향후 샤딩 + 롤업으로 수천 TPS 목표               |
| 환경 영향    | 탄소 배출 문제               | 친환경적 (에너지 99% ↓)                     |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 이더리움 가격 상승 요인

### • 이더리움 가격 상승 요인은 무엇일까?

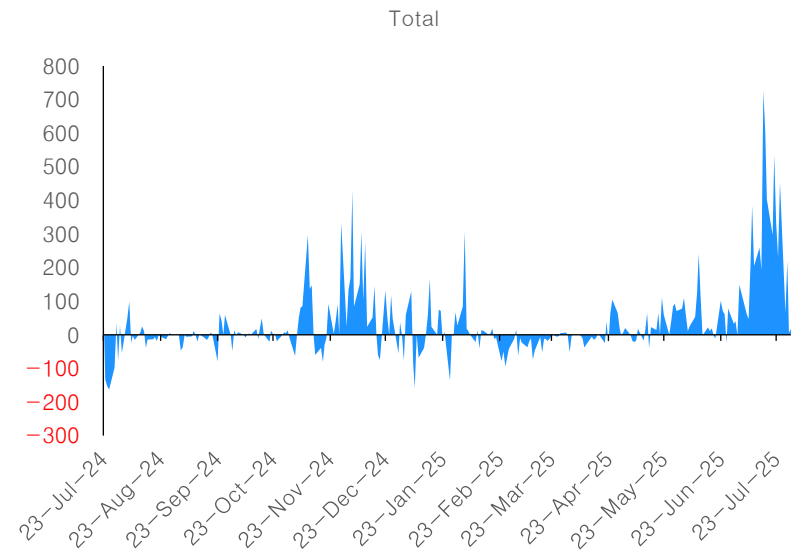
- 1) 비트코인이 2,100만개로 고정 설계 되었다면, 이더리움의 경우 네트워크 확장성을 고려해 총 발행 한도를 정해두지 않음. 다만, 지분증명(PoS) 전환 이후 트랜잭션 Base Fee '이더'는 전부 소각되며, 검증자 신규 '이더' 보상(블록당 0.01이더 이하 + TIP) 역시 채굴 보상(고정 보상: 2ETH + 수수료) 대비 대폭 감소해 전체적인 공급량 조절이 가능한 구조로 변환됨(인플레이션 방어적인 성격을 전환).
- 2) 결국, 이더리움 네트워크의 트랜잭션이 증가하면, 이더리움 가격 상승으로 이어짐.
- 3) 이더리움 네트워크 선점 효과 -> Layer1 프로토콜은 먹함수분포를 따름(작은 프로젝트는 충분한 벨리데이터 & 노드 구성 어려움) -> 보안 & 탈중앙성 강화
- 4) 정책/제도적 수용성 확대 -> 이더리움 현물 ETF 승인 & DAT(Digital Asset Treasury) 상장 기업 증가(투자 접근성 확대) -> 기관 & 개인 투자 수요 증가

### 비트코인 가격 & 트랜잭션 수 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

### 이더리움 현물 ETF(합산) 자금 유출입 추이



자료: Farside Investors, 유안타증권 리서치센터

## 이더리움 가격 상승 요인

- 이더리움 블록체인 네트워크를 활용 크게 2가지 카테고리(1. 금융 어플리케이션, 2. 비금융 어플리케이션)의 어플리케이션을 제작할 수 있음.
- 현재 EVM 호환성, Layer2 확장성, 크로스체인 브릿지, 오라클 등의 기술 진보로 인해 활용 범위가 다각화/세분화되는 추세
- 디파이(DeFi) : 대출 & 예치 플랫폼(ex: Aave, Compound), 스테이블코인(ex: USDC, USDT, DAI), RWA(ex: Centrifuge, Maple finance), 탈중앙화 거래소(ex: Uniswap, Curve)
- NFT: 마켓플레이스(ex: Blur, OpenSea), 디지털 아트, 게임 자산, 도메인 서비스 등
- 이외 DAO, 게임, 소셜, AI 융합 분야까지 프로젝트가 다각화 되는 중

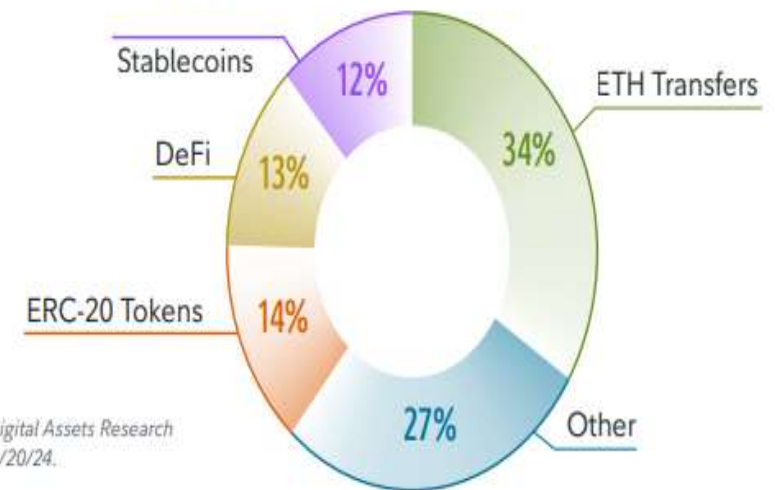
대표 블록체인 TVL(Total Value Locked) 순위

| # | Chain           | Top Gainers | 24h   | 7d     | 30d   | 24h Volume       | TVL              | Dominance | # of Coins |
|---|-----------------|-------------|-------|--------|-------|------------------|------------------|-----------|------------|
| 1 | Ethereum        |             | ▼2.8% | ▼2.6%  | ▲9.2% | \$4,349,702,088  | \$88,238,623,145 | 80.85%    | 5120       |
| 2 | Solana          |             | ▼0.5% | ▲0.8%  | ▲6.6% | \$40,424,206,562 | \$10,350,492,167 | 7.14%     | 4579       |
| 3 | Bitcoin         |             | ▼0.3% | ▲11.7% | ▲5.8% | -                | \$7,454,414,410  | 5.14%     | 78         |
| 4 | BNB Smart Chain |             | ▲0.0% | ▲1.1%  | ▲7.1% | \$7,817,920,456  | \$7,128,342,932  | 4.92%     | 3060       |
| 5 | TRON            |             | ▼1.0% | ▼2.2%  | ▲5.0% | \$145,584,350    | \$6,123,377,807  | 4.22%     | 122        |

자료: Coingecko, 유안타증권 리서치센터

타입별 이더리움 트랜잭션 비중 현황(2024.08.20 기준)

Ethereum Transaction Type Breakdown



Source: Fidelity Digital Assets Research via Glassnode, 08/20/24.

자료: Fidelity Digital Assets Research, 유안타증권 리서치센터

# DeFi: Decentralized Finance

• DeFi 대출 & 예치 대표 플랫폼: Aave – 머니마켓 표준 모델

: 예치자(자산 공급) 자산(USDC 등) 예치 → 파생토큰(cToken) 발급 받음 → 파생토큰은 ‘예치 지분 증명서’ + ‘이자 자동 반영’ 됨.

: 차입자(대출 수요) 담보(ETH) 자산 예치 → 대출(USDC) 실행

: 예치자의 자산은 플랫폼 ‘풀’에 묶이고, 차입자가 쓴 만큼 이자를 지불함. 대출 이용자가 많을 수록 예치 이자율이 높아지는 구조

: 예치자의 수익 = 차입자가 낸 이자 – 프로토콜 수수료

우선, 이자 수익 관점에서 DeFi > CeFi 비교 우위를 가져감. 1) 프로토콜 수수료를 제외하면 대출 이자 → 예금 이자로 반영 되기 때문에 전통 금융 시장의 인건비 & 임차료 등의 부대비용이 제거됨, 2) CeFi 담보 자산(예금)의 수익은 기준금리에 묶인 제한적이나, DeFi의 담보자산(ETH)은 ‘스테이킹(네트워크 보안 역할)’ 보상 + 수수료 추가 수익이 발생함, 3) DeFi는 담보자산에 대한 파생토큰을 활용한 추가적인 대출/스왑 등에서의 수익 + 이용 플랫폼의 토큰 수익

결론: DeFi는 CeFi(전통금융)의 역할을 개인이 공개적인 자동 프로그래밍 시스템을 활용해 직접 자산을 운용해 수익 극대화(신규 수익 창출 구조)를 할 수 있다는 큰 차이를 제공함.

## 스테이블 코인 유형

| 구분       | 전통금융/CeFi (예금 담보)   | 블록체인/DeFi (ETH, stETH 등 담보)     |
|----------|---------------------|---------------------------------|
| 담보 자산 수익 | 은행이 운용 → 예금자에 이자 지급 | 스테이킹/DeFi에서 직접 이자·보상 발생         |
| 담보 활용도   | 사실상 은행이 활용          | 차입자도 담보 자산의 이자를 누릴 수 있음         |
| 수익률      | 낮음(2~5%)            | 상대적으로 높음(5%~)                   |
| 안정성      | 높음(보장/보험 있음)        | 낮음(담보자산/토큰 가치 변동 및 청산 리스크)      |
| 레버리지 구조  | 거의 없음 (담보 < 대출)     | 담보에서 발생하는 수익으로 이자 상쇄 or 레버리지 가능 |

# DeFi: Decentralized Finance

- DeFi 스테이킹 프로토콜은 크게 2가지로 구분: 1) 스테이킹(Staking Pool) – 코인 예치하고 검증에 대한 보상 수익, 2) 리퀴드 스테이킹 프로토콜(LSD) – 예치 자산에 대한 파생 토큰을 발급 받고, 유동성을 유지 한채 보상도 받는 방식

1) 전통 스테이킹(예금) : 스테이킹 풀에 ETH 예치 → 풀 운영자가 예치분을 32 ETH 단위로 묶어 ‘벨리데이터’ 역할 수행 → 블록 보상 + 팁 + MEV → ETH 분배(매일/매주\_ 풀 정책에따름)

2) 리스테이킹(예금증서 타 금융 예치): 전통 스테이킹이 진행되는데, 예치한 ETH에 상응하는 파생상품(Eigenlayer: stETH\_)을 받아 다시 다른 프로토콜에 예치하여 추가 보상.(스마트 컨트랙트 기반 위임 구조, 파생 토큰을 “보증 수단”으로 인정)

3) 리퀴드 스테이킹(MMF/수익증권 & 담보부채권) : 전통 스테이킹 진행, 예치한 ETH에 상응하는 파생상품(Lido/Rocket Pool: stETH)을 받아, 거래/대출/기타 디파이 담보로 재 활용.

디파이 생태계 카테고리별 TVL 순위

| Category                     | Protocols | Combined TVL | 1d Change | 7d Change | 1m Change |
|------------------------------|-----------|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 1 Liquid Staking             | 244       | \$78.299b    | +1.43%    | -9.85%    | +11.09%   |
| 2 Lending                    | 543       | \$74.582b    | +0.96%    | -5.71%    | +9.44%    |
| 3 Bridge                     | 125       | \$52.498b    | +0.69%    | -8.07%    | -5.02%    |
| 4 Restaking                  | 14        | \$27.947b    | +0.68%    | -8.13%    | +5.57%    |
| 5 DEXs                       | 1750      | \$23.253b    | +2.23%    | -5.48%    | +1.04%    |
| 6 Canonical Bridge           | 80        | \$19.944b    | -0.12%    | -9.35%    | -3.75%    |
| 7 Liquid Restaking           | 29        | \$15.882b    | +0.34%    | -11.98%   | +8.15%    |
| 8 Yield                      | 576       | \$14.912b    | +2.45%    | +6.03%    | +44.31%   |
| 9 RWA                        | 105       | \$14.774b    | +0.50%    | +5.09%    | +21.10%   |
| 10 Basis Trading             | 29        | \$14.753b    | +0.68%    | +4.75%    | +59.67%   |
| 11 Onchain Capital Allocator | 38        | \$11.037b    | +0.61%    | -4.99%    | -7.55%    |

자료: DeFiLlama, 유안타증권 리서치센터

디파이 생태계 디앱 TVL 순위

| Name                 | Category       | TVL       | 1d Change | 7d Change | 1m Change |
|----------------------|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 1 Lido               | Liquid Staking | \$38.038b | +1.85%    | -9.02%    | +15.02%   |
| 2 Aave               | Lending        | \$36.913b | +1.01%    | -6.52%    | +12.93%   |
| 3 EigenLayer         | Restaking      | \$19.554b | +2.51%    | -10.88%   | +10.41%   |
| 4 Binance staked ETH | Liquid Staking | \$13.747b | +1.83%    | -9.04%    | +27.81%   |
| 5 Ethera             | Liquid Staking | \$11.837b | +0.88%    | +6.89%    | +84.82%   |
| 6 ether.fi           | Liquid Staking | \$11.208b | +0.56%    | -10.32%   | +12.28%   |
| 7 Pendle             | Yield          | \$9.842b  | +2.67%    | +13.89%   | +72.76%   |
| 8 Spark              | Lending        | \$7.511b  | +0.73%    | -11.06%   | -8.63%    |
| 9 Morpho             | Lending        | \$6.577b  | +0.26%    | +0.57%    | +18.82%   |
| 10 Sky               | Lending        | \$6.149b  | -0.28%    | -8.10%    | +8.44%    |
| 11 Uniswap           | DEXs           | \$5.931b  | +0.89%    | -6.13%    | +2.73%    |

자료: DeFiLlama, 유안타증권 리서치센터

# DeFi: Decentralized Finance

- 美 스테이블 코인 제도화는 디파이 생태계 안정적인 확장으로 이어 질 것

: 과거 디파이 생태계의 대표적인 담보자산 ‘ETH(이더)’, ‘wBTC(비트코인 기초)’을 활용. 담보 자산 자체 가격 변동성이 커 디파이 서비스를 통한 안정적인 수익 창출에 대한 신뢰가 낮았음.

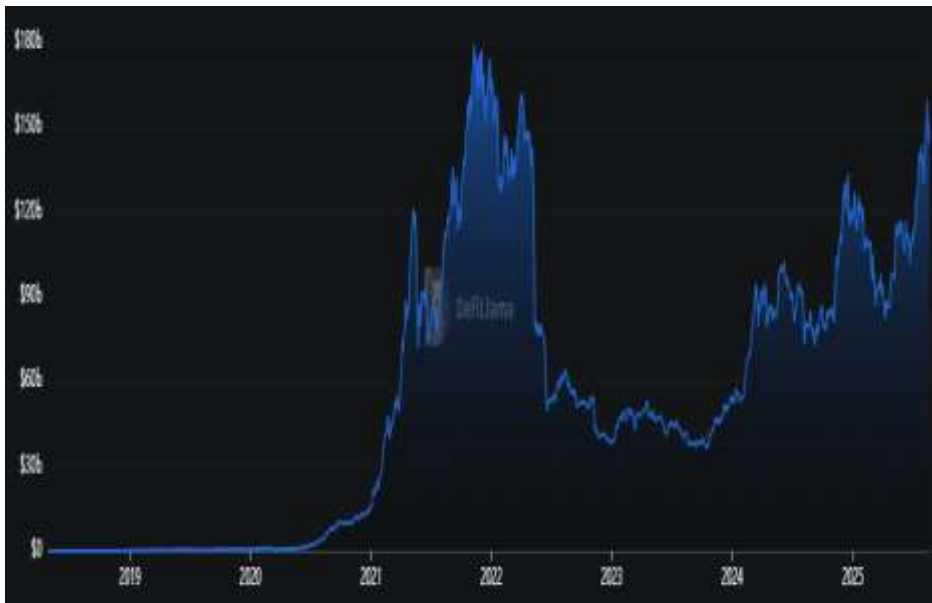
: USDT, USDC 와 같은 美 달러 스테이블 코인의 등장은 디파이 생태계의 안정적인 담보 자산으로 활용되기 시작하면서, 안정적인 TVL 상승 곡선을 만들어가고 있음.

: 규제 승인된 스테이블 코인은 디파이 시장(대출 & 유동성 공급 시장)에 기관 투자자 참여 증가 & 청산 리스크 감소 -> 결과적으로 DeFi는 ‘고위험 실험적 시장’에서 ‘온체인 금융 인프라’로 제도권과 연결 가능성이 높아짐

- USDC/USDT 발행 및 수탁

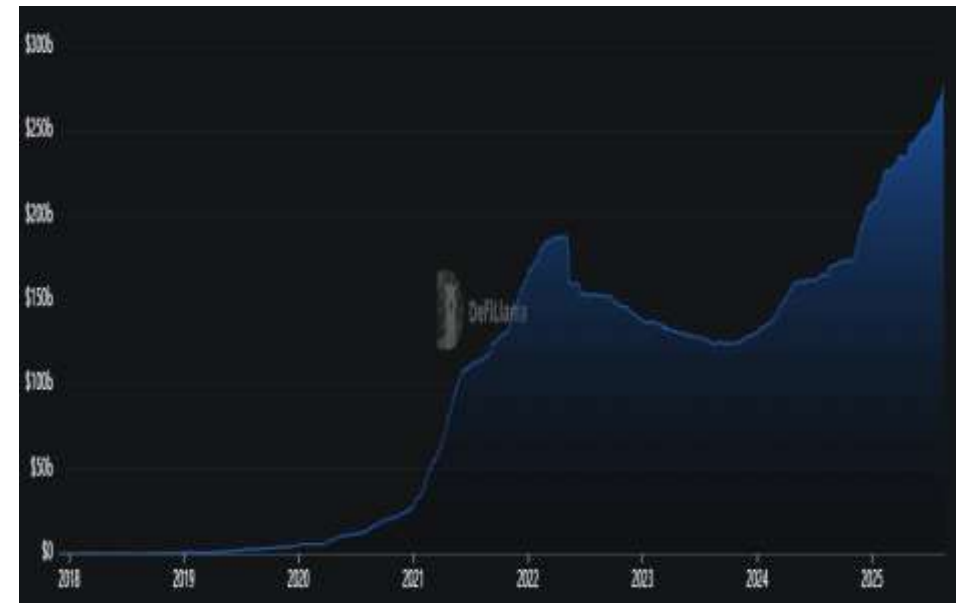
: 디파이 랜딩 (아배, 컴파운드 활용) -> 스테이블 코인 예치 -> 차입 이자 수익 발생

## 디파이 TVL(Total Value Locked) 추이



자료: DeFiLlama, 유안타증권 리서치센터

## 스테이블 코인 시가 총액 추이



자료: DeFiLlama, 유안타증권 리서치센터

# DeFi: Decentralized Finance

- 스테이블 코인 & RWA/STO 시장 활성화

: 스테이블 코인 그리고 실물 자산 토큰화(Real World Assets) & 증권형 토큰(STO)가 본격적으로 활성화 된다면, 거래량 & 시장 규모 확대에 따른 급격한 디파이 시장 확대에 이어질 공산이 큼.

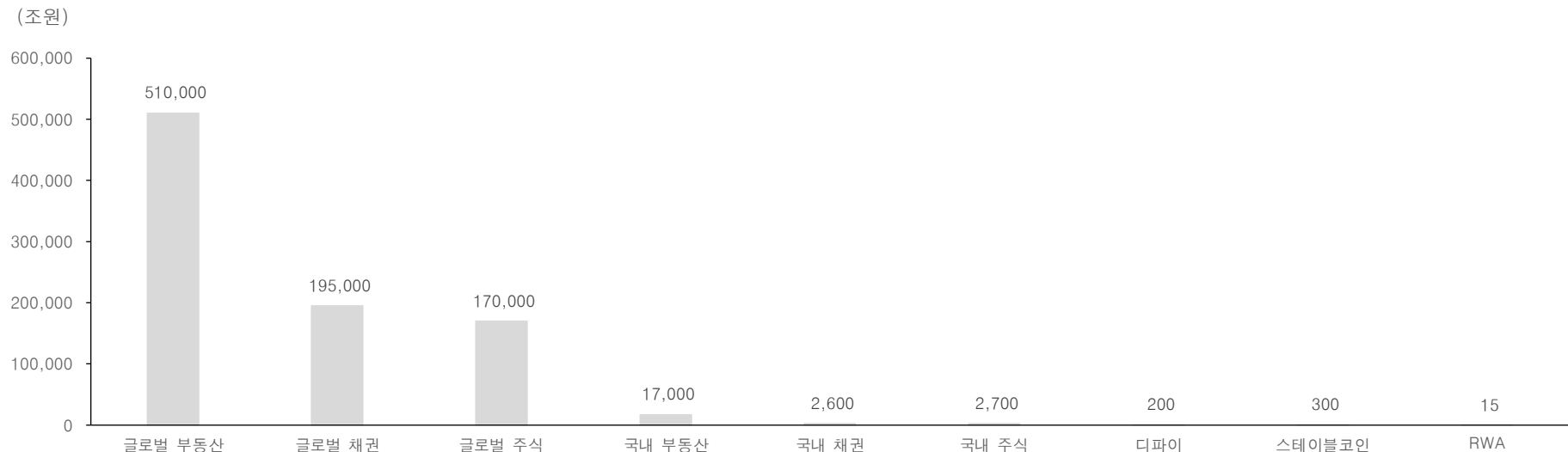
: 현재 원화 가치 기준 대략적인 글로벌 시장규모는 디파이 200조원, 스테이블코인 300조원, RWA(STO포함) 15조원

: 글로벌 전통 금융 자산 시장의 경우 채권 19.5경원, 주식 17경원, 부동산 51경원

: 국내 전통 금융 자산 시장은 채권 2,600조원, 주식 2,700조원, 부동산 1경 7,000조원

**결론적으로 전통 금융 자산 시장이 온체인 금융 인프라로 전환 가속화(디파이 시장 활성화) 된다면, '은행(Commercial banking)'의 예대마진 모델(+해외 송금, 결제, 환전 등)에 큰 위험 요소가 될 것이나, '증권(Investment banking)'의 경우 특히 RWA(비상장 주식, 부동산, 기타 자산) 발행/중개/운용 시장에서 큰 기회 요인 있을 것.**

## 자산군 별 시장 규모 현황



## 스테이블 코인이란?

- 스테이블 코인은 일반적으로 특정 법정 화폐나 다른 안정적인 자산을 연동하여 1:1 고정된 비율로 가치를 유지할 수 있게 설계되며 4가지 유형으로 분류됨.
- 1) 법정화폐 담보형은 법정화폐(달러, 유로)를 담보로 하며, 담보 자산을 신탁 계좌에 등에 보관. ex) USDT, USDC, 바이낸스 USD, PYUSD
- 2) 암호자산 담보형은 암호화폐를 담보로 하며, 일반적으로 초과 담보화를 통해 가격 안정성 유지. ex) DAI(Maker Dao), crvUSD
- 3) 원자재 담보형은 금, 은 등 원자재를 담보로 사용하여 그 가치를 유지하는 스테이블 코인. ex) 팍스골드(PAXG), XAUT(테더 골드)
- 4) 알고리즘 기반형은 담보가 아닌, 알고리즘과 스마트 컨트랙트를 통해 수요와 공급을 자동으로 조정하여 가치 유지. 다만 테라 USD(UST) 폭락 사태 이후 시장에서의 관심은 떨어진 상태.

### 스테이블 코인 유형

| 종류                                            | 설명                                     | 주요 예시                                                |
|-----------------------------------------------|----------------------------------------|------------------------------------------------------|
| 법정화폐 담보형(Fiat-collateralized Stablecoins)     | 법정화폐를 담보로 하며, 담보 자산을 신탁 계좌 등에 보관함      | 테더(USDT), USD코인(USDC), 바이낸스USD(BUSD), PYUSD(PayPal)) |
| 암호자산 담보형(Crypto-collateralized Stablecoins)   | 암호화폐를 담보로 하며, 초과 담보화로 가격 안정성을 유지       | DAI(Maker Dao), crvUSD                               |
| 원자재 담보형(Commodity-collateralized Stablecoins) | 금, 은 등 원자재를 담보로 가치를 유지                 | 팍스골드(PAXG), XAUT(테더 골드)                              |
| 알고리즘 기반(Algorithmic Stablecoins)              | 알고리즘과 스마트 컨트랙트로 수요와 공급을 자동 조정하여 가치를 유지 | 테라USD(UST, 과거 사례)                                    |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 美 달러 스테이블 코인이 주도하는 시장

- 현재 전체 유통 스테이블 코인의 대부분은 미달러에 연동되어 있으며, 그 중에서도 테더(USDT)와 서클(USDC)의 합산 시가총액은 전체 스테이블 코인 시장의 86~90% 차지.
- 'USDT'의 경우 글로벌 거래소와 일반적인 암호화폐 거래에서 가장 많이 사용되고 있으나, 투명성과 규제 준수 측면에서 다소 아쉬운 상황.
- 'USDC'의 경우 기관 투자자 및 규제를 중시하는 환경에서 선호되며, 투명성(월간 감사보고서 제출)과 신뢰성을 중심으로 높은 평가를 받고 있음.
- 탈중앙화 중심의 'DAI'는 DeFi 분야에서 중요한 역할을 유지하며 최근에는 'USDe'와 같은 수익형 스테이블 코인 또한 확장 중. 법정화폐 담보형에서도 'FDUSD', 'PYUSD'와 같은 새로운 유형의 스테이블 코인 등장하며 그 활용 범위와 접근 방식이 다양해지고 있음.
- FDUSD는 주로 아시아 시장 및 중국 디지털 금융 생태계를 겨냥한 스테이블 코인. PYUSD는 페이팔이 발행한 스테이블 코인으로 자사의 결제 생태계 및 전자상거래 서비스와 통합하여 사용자들이 직접적인 결제 수단으로 활용하도록 설계

### 주요 스테이블 코인 시가 총액 순위

|       | 유형            | 발행사            | 시가총액 (2025년 5월)    | 특징                                      |
|-------|---------------|----------------|--------------------|-----------------------------------------|
| USDT  | 법정화폐 담보형      | Tether Limited | 약 1,520억~1,540억 달러 | 시장 점유율 약 62~70%, 높은 유동성, 글로벌 거래 및 송금 주도 |
| USDC  | 법정화폐 담보형      | Circle         | 약 600~615억 달러      | 기관 신뢰 기반, 투명성 강조, 규제 명확성                |
| DAI   | 암호자산 담보형      | MakerDAO       | 약 53억~54억 달러       | 탈중앙화 기반, DeFi 내 사용 활발                   |
| USDe  | 혼합 · 수익형      | Ethena         | 약 59억~60억 달러       | 합성 달러, 차익거래 수익 제공, 강한 이자 기능             |
| FDUSD | 법정화폐 담보형      | First Digital  | 약 29억~30억 달러       | 중국 디지털 금융 플랫폼 발행                        |
| sUSDe | 수익형 (스테이킹 기반) | Ethena         | 약 35억 달러           | ETH 보유 유저 대상 이자 수익 제공                   |
| USDD  | 법정화폐 담보형      | TRON DAO       | 약 4.4억~4.5억 달러     | 트론 생태계 내 알트코인 접근성 제공                    |
| PYUSD | 법정화폐 담보형      | PayPal         | 약 9.8억 달러          | PayPal의 디지털 지불 수단 확장                    |
| TUSD  | 법정화폐 담보형      | TrustToken     | 약 4.95억 달러         | 안정성과 신뢰성 기반, 기업 톨 공급용                   |
| FRAX  | 암호자산/알고리즘 혼합형 | Frax Protocol  | 약 3.15억 달러         | 부분 담보 + 알고리즘 운영 방식                      |
| EURC  | 법정화폐 담보형 (유로) | Unknown        | 약 2.01억 달러         | 유로 기반 스테이블코인으로 소수 존재                    |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 스테이블 코인에 왜 열광하는가?

- 스테이블 코인은 가격 안정성과 디지털 기축 통화로서의 역할 이외에도 최근 블록체인 기술의 장점이 크게 부각되며 활용 가치가 높아지고 있음.
- 1) 블록체인 네트워크를 활용한 결제는 24시간, 365일 실시간으로 사용 가능하며, 기존 बैं킹 시스템 대비 비용 효율적.
- 2) 은행 인프라가 부족한 국가 혹은 지역에서 스마트폰 지갑만 있으면 누구나 사용 가능한 높은 접근성.
- 3) 높은 인플레이션을 겪거나 외화 접근이 어려운 국가의 경우 안정적인 가치 저장 수단으로 활용 가능하며, 스테이킹/디파이 등을 통해 달러 기반 이자 수익 확보 용이.
- 4) 블록체인 기술 기반으로 모든 거래 내역 투명하게 기록 및 공개. 또한 최근 법제화가 진행되며 외부 감사를 통한 준비금 현황 공개로 신뢰성이 높아지고 있음.
- 5) 스마트 컨트랙트 기술을 통해 세부 조건에 따른 자동화된 금융 거래 지원

### 스테이블 코인의 핵심 장점

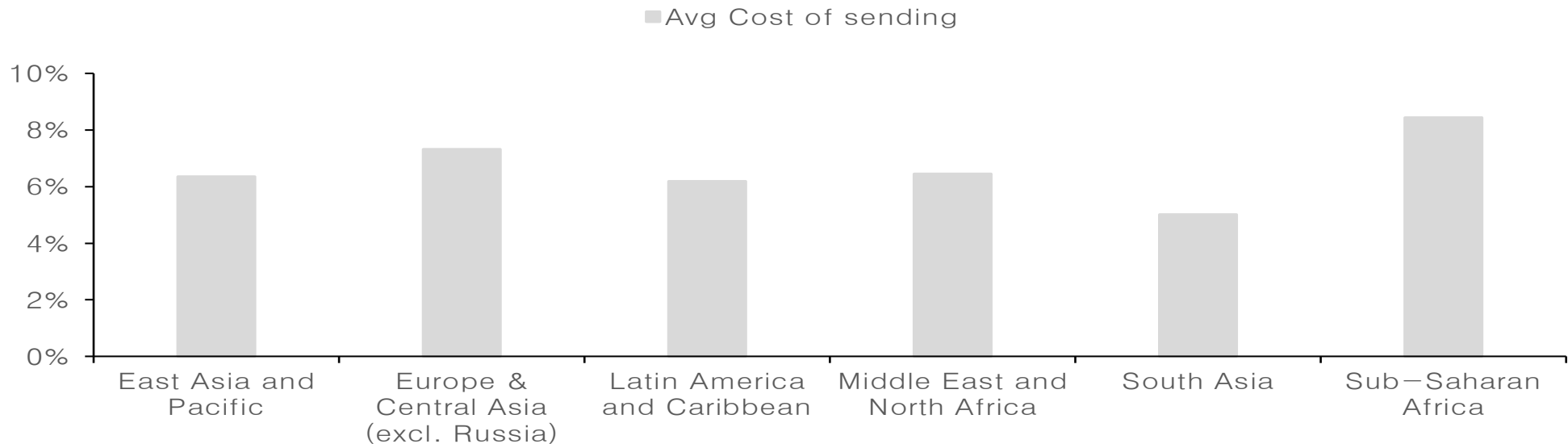
| 구분              | 내용                                                                                                                |
|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 빠른 결제 & 낮은 수수료  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 24/7 실시간 결제</li> <li>- 기존 बैं킹 대비 비용 효율적</li> </ul>                      |
| 접근성 향상          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 은행 인프라 없이 스마트폰 지갑을 통해 사용 가능</li> <li>- 신흥국 중심으로 빠르게 확산</li> </ul>        |
| 통화 대체 수단        | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 고인플레이션 국가에서 가치 저장 수단</li> <li>- 스테이킹·디파이 통해 달러 기반 이자 수익 확보 가능</li> </ul> |
| 거래 투명성 & 감사 가능성 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 블록체인 기반 거래 이력 공개</li> <li>- 외부 감사를 통한 준비금 공개로 신뢰성 증가</li> </ul>          |
| 프로그래머블 결제 기능    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 스마트 컨트랙트로 자동 조건부 결제 가능</li> <li>- 금융 자동화 가능성 확대</li> </ul>               |

자료: 유안타증권 리서치센터

## (해외 송금) 기존 बैं킹 시스템 VS 블록체인 기반 스테이블 코인

- 기존 बैं킹 시스템과 달리 스테이블 코인은 중개기관의 개입 없이, 블록체인 네트워크 상에서 검증/승인 즉시 거래 상대방에게 전달되는 구조로 시간 및 비용 효율적임
- 기존 बैं킹 시스템을 통한 국제 송금의 경우 은행 영업일 기준 2~5일 소요되는 반면 스테이블 코인을 활용한 국제 송금의 경우 수초~수분(블록체인 네트워크에 따라 다름) 안에 송금 가능
- 기존 बैं킹 시스템을 통한 국제 송금의 경우 송/수신 수수료, 중개 은행 수수료, 환전 수수료가 발생하는 반면 스테이블 코인의 경우 수십 원~수천 원 정도의 네트워크 수수료만 발생하는 구조
- 스테이블 코인은 인터넷과 지갑을 통해 24시간 송금 가능하고 블록체인 상 실시간 거래 추적 및 모든 거래를 기록하기 때문에 기존 बैं킹 시스템 대비 접근성, 투명성 측면에서 우위에 있으며, 대부분 USD 기반 스테이블 코인을 사용하기 때문에 환율 리스크 또한 최소화할 수 있음.
- 국제 송금 수수료는 지역·통화 신뢰도에 따라 차이가 발생하며, 사하라 이남 아프리카와 같이 송금 수수료가 8.45%에 달하는 경우 스테이블 코인의 활용이 기업의 손익 구조에도 큰 영향을 미칠 수 있음.

### 지역별 송금 수수료율 비교

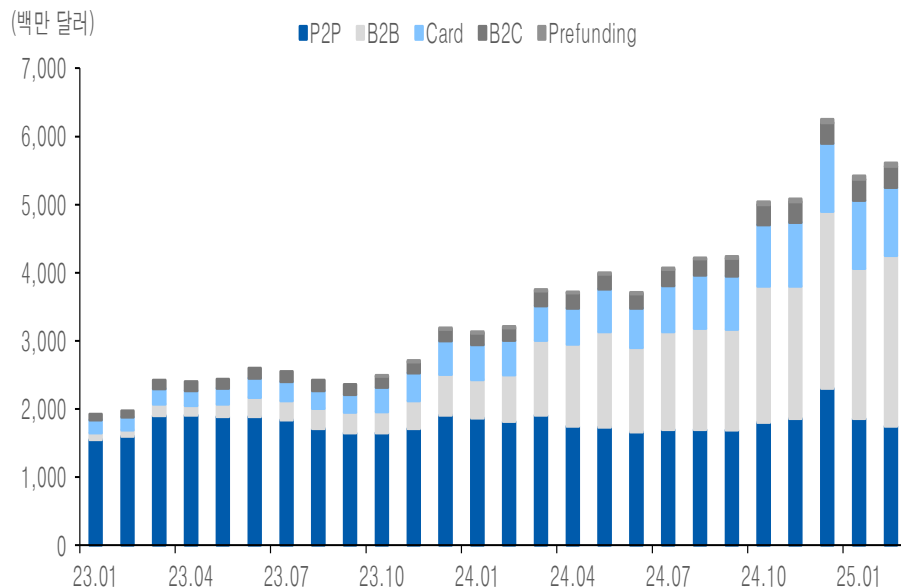


자료: Artemis, Castle island ventures, 유안타증권 리서치센터

## 'B2B'가 리딩하고 있는 스테이블 코인 결제 현황

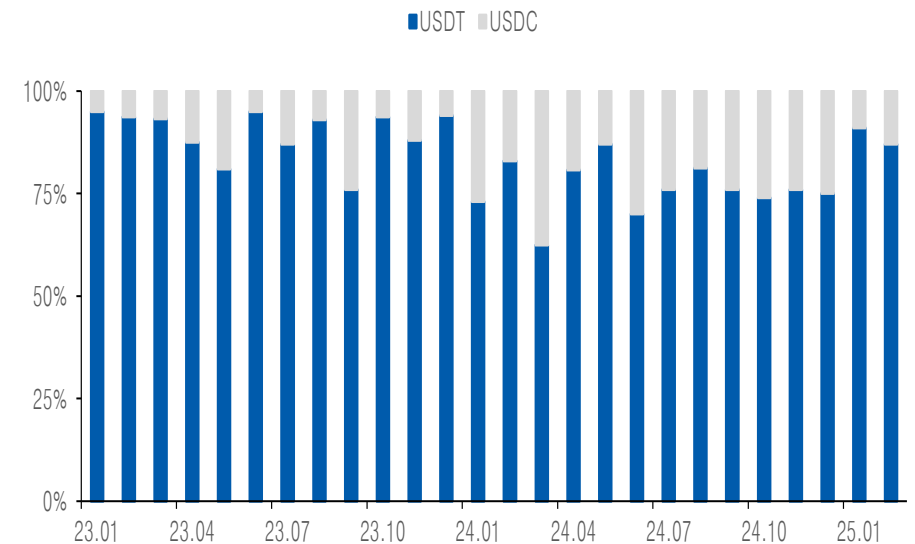
- 2023년 1월부터 2025년 2월까지 스테이블 코인 결제 규모는 총 942억 달러 수준으로 23년 1월 20억 달러 수준에서 25년 3월 60억 달러 수준까지 결제 규모가 가파르게 증가하고 있음
- 2025년 2월 기준 결제 유형별 거래 규모 비중은 B2B > P2P > Card > B2C 순으로 초기 P2P 주도에서 23년 하반기부터 B2B 영역에서의 거래량이 시장 선도
- B2B의 경우 해외 국경 간 결제, 공급업체 정산, 인보이스 처리, 담보 이전 등에서 실사용 사례가 급증하고 있음
- B2C의 경우 다국적 소비자 대상으로 스테이블 코인 결제 효용성이 높은 만큼 결제 대금 증가세가 가파르게 상승할 전망
- 동기간 스테이블 코인 전체 결제 대금에서 'USDT'가 80%를 웃도는 비중을 차지했으며 'USDC'가 20% 내외의 비중을 차지함

### 스테이블 코인을 활용한 결제 영역별 결제 추이 현황



자료: Artemis, Castle island ventures, 유안타증권 리서치센터

### 해외 반도체 업종 지수 및 주요 반도체 기업들의 2025년 주가 추이

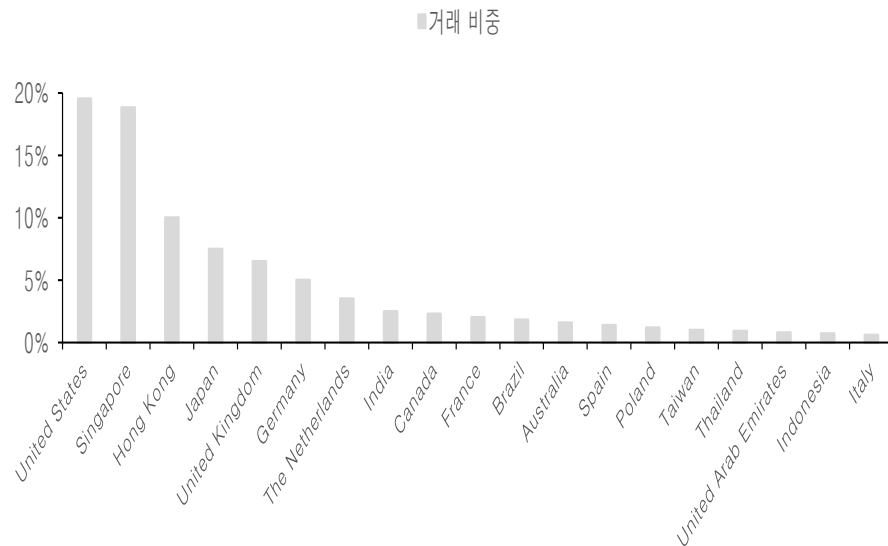


자료: Artemis, Castle island ventures, 유안타증권 리서치센터

## 'B2B'가 리딩하고 있는 스테이블 코인 결제 현황

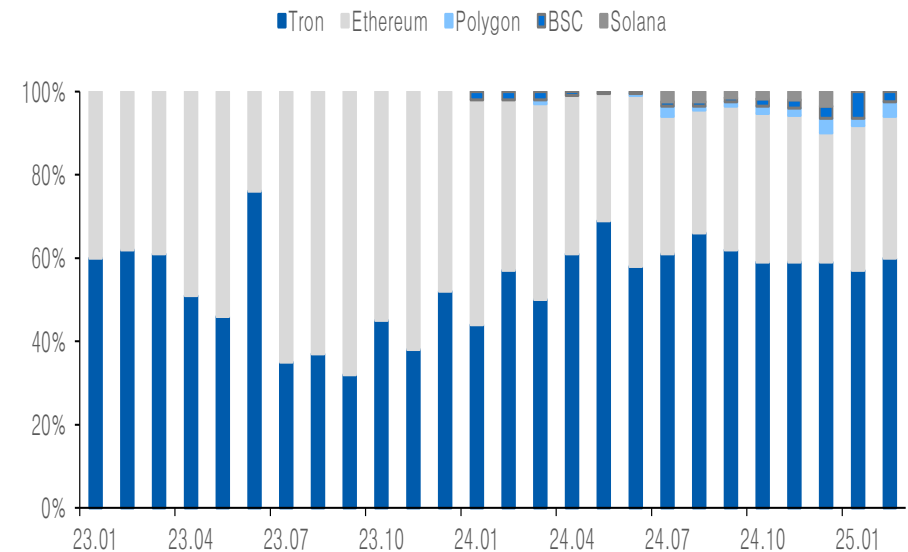
- 발신국 기준 가장 많은 거래를 일으킨 국가는 '미국'이며, '싱가포르', '홍콩', '일본', '영국' 순으로 파악되는데, 법안(지니어스 액트) 발의를 적극적으로 진행하고 있는 미국과 아시아 금융 허브에 집중된 양상
- 싱가포르 - 중국 간 거래가 가장 활발하게 이루어 지고 있고 나머지 대부분의 결제 트래픽은 미국을 중심으로 한 제 3개국의 결제 건수로 파악됨
- 스테이블 코인 송금(25년 2월 기준)에 사용된 블록체인 망은 트론 > 이더리움 > 폴리곤 > 바이낸스 스마트 체인 > 솔라나 순으로, 기존에 이더리움과 트론에 트래픽이 집중되었다면 현재는 결제 규모 확대 추세와 함께 다중 체인을 활용한 스테이블 코인 송금이 나타나는 흐름

### 발신국 기준 스테이블 코인을 활용한 결제 규모 현황



자료: Artemis, Castle island ventures, 유안타증권 리서치센터

### 스테이블 코인 송금시 활용되는 블록체인 네트워크 현황



자료: Artemis, Castle island ventures, 유안타증권 리서치센터

## 'B2C/Card' 영역에서의 시장 성장도 시간 문제

- 글로벌 핀테크 플랫폼 '스트라이프'는 USDC·USDB를 중심으로 한 스테이블 코인 결제 옵션을 101개국에 확대하며 기존 신용카드 수수료 약 3% 수준 대비 낮은 1.5%의 고정 수수료 제시
- 스테이블 코인 결제 지원이 VISA 카드 발급과 쇼피파이 연계 확대를 통해 온·오프라인 전반의 낮은 수수료, 빠른 정산, 글로벌 결제를 실현하고 있으며, 이로 인해 중소 소매채널부터 대기업까지 순이익 구조 개선 효과 나타날 것으로 예상
- 美 실리콘 밸리 대표 VC A16Z은 스테이블 코인 결제 확산 시 기업 순이익이 +12%~+100% 개선될 수 있다고 전망
- 24년 말 기준, '월마트'의 카드 결제 수수료 비용은 약 100억 달러 수준으로 스테이블 코인 결제의 확산으로 1.5% 수준의 거래수수료 개선 효과 가정 시 순이익 +62.5%(156억 달러 → 253억 달러) 개선 가능
- 실제 소비자의 수용은 점진적으로 이뤄질 것이나, 스테이블 코인 활용시 도/소매 업체와 결제 처리사 모두 현재 구조 대비 충분한 이점을 가져갈 수 있다는 판단

### 스테이블 코인 활용시 기업 수익성 개선 효과

| (단위: 십억 달러)      |                                     | Walmart | Chipotle | Krogers |
|------------------|-------------------------------------|---------|----------|---------|
| Fisical Year '23 | Revenue                             | 648     | 9.9      | 150     |
|                  | Net Income                          | 15.6    | 1.23     | 2.15    |
| Projections      | Improvement to Cost of Transactions | 9.72    | 0.15     | 2.25    |
|                  | New Net Income                      | 25.3    | 1.38     | 4.4     |
|                  | Current Market Cap                  | 759     | 89       | 43.4    |
|                  | New Market Cap                      | 1,234   | 99.7     | 89      |
|                  | Increase in Market Cap              | +434    | +10.1    | +45.6   |
|                  | Increase (%)                        | 62.51%  | 12.05%   | 104.87% |

자료: A16Z, 유안타증권 리서치센터

## 화폐 개념 확장을 이끄는 '프로그래머블 머니'

- 스테이블 코인은 프로그램화 가능한 비용 효율적인 화폐로 통상적인 기존 화폐의 개념을 확장 중
- 이더리움은 개발 초기부터 '신뢰의 인터넷' 인프라 구축을 목표로 설계되었으며, 핵심 기술인 'Smart Contracts'는 블록체인 네트워크 상에 일정 계약 조건을 작성하고 이를 이행할 시 자동적으로 조건에 따른 보상을 전달하는 시스템
- 월 정기 구독료 결제에서 스테이블 코인의 경우 자동화된 설계 구조를 통해 기존 बैं킹 시스템과 달리 비용 효율화 달성 가능
- 조건이 세분화 되는 맞춤형 자동 정산으로 가면 기존 बैं킹 시스템과 스테이블 코인을 통한 결제의 격차는 현격히 커질 것으로 예상
- 조건부 스테이블 코인을 통해 '월 3회 이하 서비스 이용 시 자동 구독 취소'와 같은 맞춤형 자동 정산 시스템 구현 가능

### 프로그래머블 머니 코드 예시: 월 3회 이하 서비스 이용 시 자동 구독 취소 모델

```
contract SubscriptionService {
    address public owner;
    address payable public subscriber;
    uint public monthlyFee = 10 ether; // 단위: wei (10 = 10^18)
    uint public lastPaymentDate;
    uint public usageCount;
    bool public isSubscribed = true;

    constructor(address payable _subscriber) {
        owner = msg.sender;
        subscriber = _subscriber;
        lastPaymentDate = block.timestamp;
    }

    // 사용자가 서비스를 사용할 때마다 호출 (ex: 웹 내 기능 호출 등)
    function recordUsage() public {
        require(msg.sender == subscriber, "Only subscriber can use");
        require(!isSubscribed, "Subscription inactive");
        usageCount++;
    }

    // 매월 1일마다 실행하는 자동결제 함수 (오프체인 데이터 호출해야 함)
    function processMonthlyPayment() public {
        require(!isSubscribed, "Already unsubscribed");
        require(block.timestamp >= lastPaymentDate + 30 days, "Too early");

        // 만약 사용 횟수가 3회 이하이면 구독 해지
        if (usageCount <= 3) {
            isSubscribed = false;
        }
    }
}
```

## 거래 투명성 및 감사 가능성 UP

- 블록체인(퍼블릭) 네트워크를 활용한 거래 내역은 '트랙잔션'을 생성해 일정 시간 이후 블록에 영구적으로 저장되는 방식으로 공개된 분산 원장에 기록 됨
- 대표적인 퍼블릭 블록체인 네트워크 '이더리움', '트론', 'BNB체인', '폴리곤', '솔라나' 등은 거래, 주소, 블록 정보를 검색할 수 있는 블록체인 익스플로러 제공
- 결제 목적의 'Stablecoins'에 초점을 맞춘 연방 규제 체계 GENIUS Act(Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins)' 美 상원 통과
- GENIUS Act는 코인 발행사의 월간 재무 보고서 공개 및 코인 총 유통 규모 50억 달러 이상인 경우 연간 외부 회계 감사 의무 실시에 대한 내용 포함
- 코인 발행사는 연방 은행 규제 기관의 전반적인 규제 대상 하에 있고 AML(자금 세탁 방지)/KYC(고객확인) 등의 보고 요구사항도 기존 제도권 금융 기관에 준하는 수준으로 대폭 강화
- 또한, 발행되는 모든 스테이블 코인은 美 달러 혹은 단기 국채(T-bills)등의 가치 안전성 및 환금성이 높은 자산으로 1:1 완전 담보되어야 함을 강조

### 블록체인 익스플로러를 통해 실시간으로 정보 검색 가능

The screenshot shows the Etherscan interface for a transaction. At the top, it says 'Transaction Details' with navigation arrows. Below that, a sponsored banner for 'Solaxy' is visible. The main section is titled 'TRANSACTION ACTION' and shows a transfer of 0.016444854 ETH from 'buildernei.eth (BuilderNet)' to '0x5aDf880674df796dd560B7c385232bEf2e93543a'. The transaction hash is 0x793d8ea642cad1557cdd8bd745d0a52533048677510a884ba789331eb96fcc89. The status is 'Success' with 43 block confirmations. The timestamp is '8 mins ago (Jun 21, 2025 08:58:11 AM UTC)'. The 'Sponsored' section shows a game thumbnail. The 'From' field is 'buildernei.eth (BuilderNet)'. The 'To' field is '0x5aDf880674df796dd560B7c385232bEf2e93543a'. The 'Value' is 0.016444854165615901 ETH (\$40.09). The 'Transaction Fee' is 0.000005433635823 ETH (\$0.01). The 'Gas Price' is 0.258744563 Gwei (0.000000000258744563 ETH).

자료: 이더스캔, 유안타증권 리서치센터

### 美 Genius Act 주요 내용

**GENIUS Act Section 4**  
Payment stablecoin issuers must hold at least one dollar of permitted reserves for every one dollar of stablecoins issued. Permitted reserves include:

- U.S. coins and currency,
- Insured deposits at banks or credit unions,
- Short-dated Treasury bills,
- Repos and reverse repos backed by Treasury bills,
- Government money market funds,
- Central bank reserves,
- Other similar government-issued assets approved by regulators.

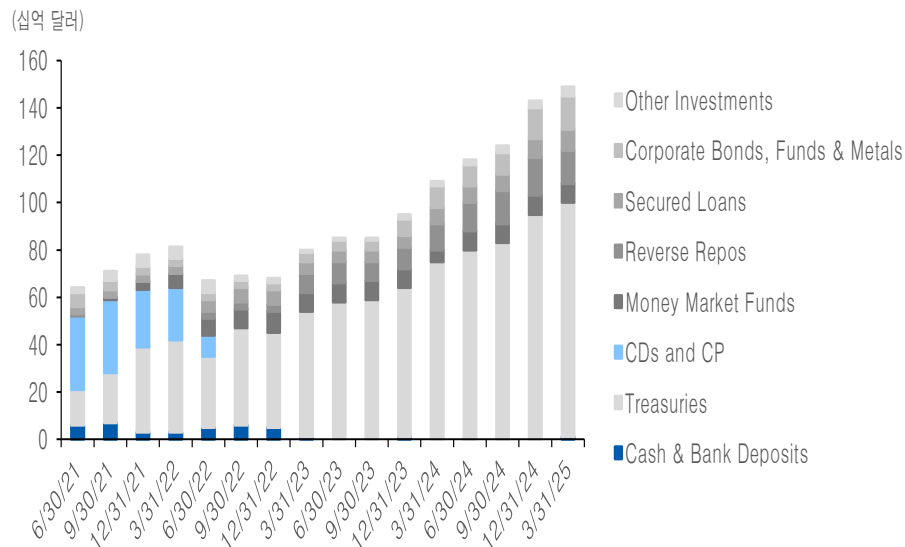
...Issuers must issue periodic reports of outstanding stablecoins and reserve composition, which must be certified by executives and examined by registered public accounting firms. Issuers with more than \$50 billion in outstanding stablecoins must submit audited annual financial statements. Issuers are also subject to the Bank Secrecy Act (AML/KYC rules).

자료: 유안타증권 리서치센터

## 美 트럼프 2기는 스테이블 코인 제도화에 왜 적극적일까?

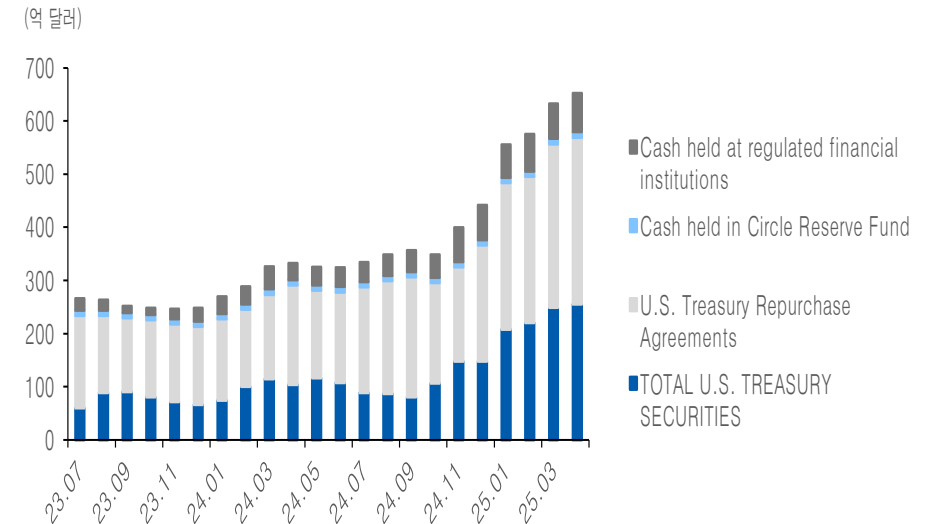
- 미국이 스테이블 코인 도입에 적극적인 태도를 보이는 이유에는 글로벌 패권 유지와 차세대 디지털 금융 인프라 주도권 확보라는 두 가지 큰 축이 있음
- 달러 기반 스테이블 코인은 차세대 달러 패권 유지 수단으로서 전 세계에 달러를 더욱 빠르게 유통하고 미국 금융 시스템의 구조적 비효율을 보완하는 수단으로 부각
- (GENIUS Act) 美 달러 스테이블 코인은 단기 국채 등의 가치 안정성 및 환금성이 높은 자산을 1:1 완전 담보되어야 함을 강조함. => 美 국가 재정 운영에 있어 용이하게 사용할 수 있는 '도구'
- 대표적인 美 달러 기반 스테이블 코인 USDT와 USDC의 담보 자산 현황을 살펴보면 꾸준히 미 국채 보유량이 증가하고 있는 것이 확인 됨

### USDT(테더) 담보 자산 보유 현황



자료: 씨클, 유안타증권 리서치센터

### USDC(서클) 담보 자산 보유 현황

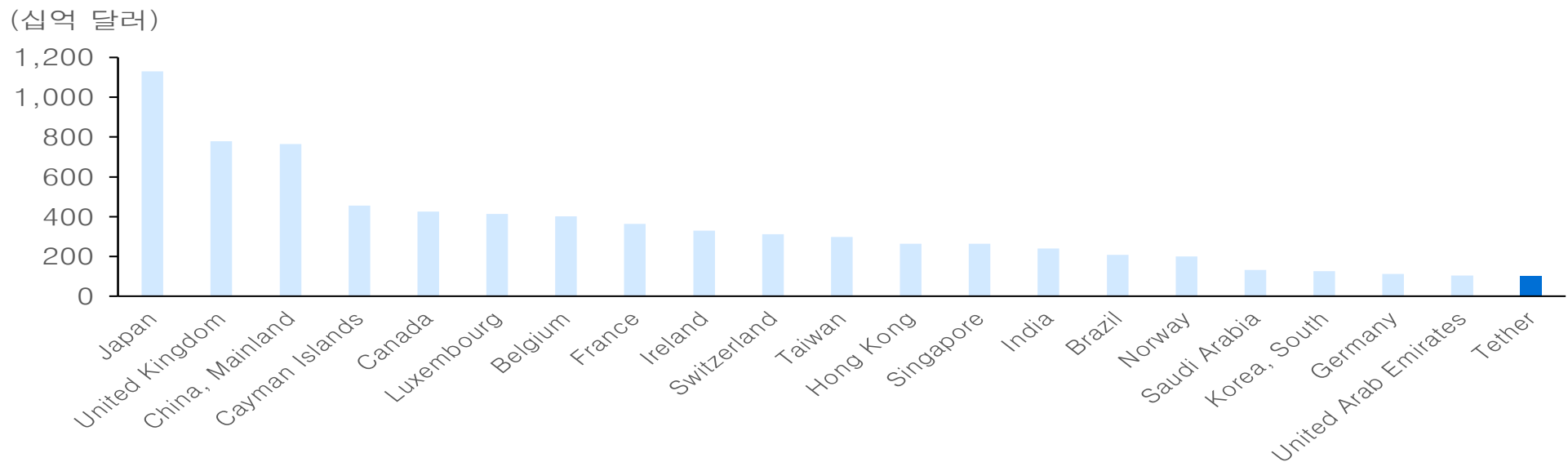


자료: 씨클, 유안타증권 리서치센터

## 美 트럼프 2기는 스테이블 코인 제도화에 왜 적극적일까?

- 美 테크 기업들은 코인을 통해 자사 서비스 범위를 더욱 공격적으로 확장하고 있음
- PayPal, Coinbase, Circle 등 직접적으로 자사 스테이블 코인을 발행하는 기업부터 아마존, 애플 등과 같은 거대 테크 기업도 자체 스테이블 코인 발행부터 제 3자 코인을 활용하는 방안까지 적극 검토하는 중
- Visa와 Mastercard 같은 기존 결제 네트워크도 스테이블 코인을 결제 수단으로 수용하며 변화에 적응하는 추세
- Tether 사의 美 국채 보유량은 국가 수준으로 올라옴
- 이러한 민간 주도 혁신은 미국의 기술 우위를 뒷받침하는 원동력이자, 금융 시스템 전반의 경쟁력 강화로 이어질 것이라 판단

### 美 국채 보유량 순위



자료: US Department of the treasury, 서클, 유안타증권 리서치센터

## 韓 원화 스테이블 코인 주저할 이유가 없다

- ‘원화 스테이블 코인’은 ‘선택’이 아닌 ‘필수’적인 글로벌 흐름으로 대한민국 역시 원화 스테이블 코인에 주저할 이유가 없음
- 달러 스테이블 코인의 활용 범위가 B2B를 넘어 B2C 영역까지 보편화 되는 구간에서 글로벌 플랫폼형 원화 결제 미지원 등의 위험성이 생길 수 있으며 이는 원화 수요 감소와 함께 대한민국의 통화 주권 약화로 이어질 수 있음
- ‘투명성’과 ‘안정성’을 확보한 원화 스테이블 코인은 국내 결제망의 높은 수수료 구조를 개선하여 소상공인부터 대기업까지 높은 수익성 개선 효과로 이어질 수 있음
- 지역화폐 및 복지 정책의 디지털 전환 수단으로도 원화 스테이블 코인의 적합도가 높음
- ‘원화 스테이블 코인’을 기반으로 K-콘텐츠 결제, K-게임 아이템 거래, NFT 및 팬덤 커뮤니티 경제까지 포괄하는 디지털 원화 기반의 문화/금융 클러스터 조성이 가능하며, 국내 실물 자산 토큰화(RWA+STO) 시장 활성화를 통한 상호 보완적인 시너지 효과가 기대됨

### 디지털 자산 기본법 주요 내용

| 항목              | 디지털자산 기본법 (민병덕)                                                                                                                                    |
|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 디지털자산 정의        | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 블록체인 등 분산원장에 기록된 경제적 가치가 있는 디지털 형태의 자산</li> <li>- 국내 발행 디지털 자산 중심</li> </ul>                              |
| 업종 분류           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 매매, 중개, 보관, 입입, 자문 등 10개 업종으로 분류</li> </ul>                                                               |
| 감독/규제           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 대통령 직속 디지털자산위원회 신설</li> <li>- 민간 전문가로 2/3 이상 구성, 정책·기본계획 수립</li> <li>- 한국디지털산업협회 신설, 불공정 거래 감시</li> </ul> |
| 소비자보호           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 미공개정보 이용, 부정거래 등 금지, 불공정거래 처벌 강화</li> </ul>                                                               |
| 스테이블코인 발행 규제    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 최소 자지자본 5억 원 이상, 준비금·환불 의무</li> <li>- 원화 스테이블 코인 발행 허용</li> </ul>                                         |
| 공시·투명성          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 백서 공시 및 허위공시 처벌, 자율규제기구 통한 거래지원 평가, 공시자료 관리</li> </ul>                                                    |
| 발행신고서(백서) 서류 심사 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융위원회</li> </ul>                                                                                          |

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터



우도형

금융

02 3770 5589

dohyeong.woo@yuantakorea.com

## PART 2. 금융

스테이블 코인 관련 영향이

가장 큰 업종: 은행

## 이미 활발히 진행되어 온 디지털 화폐 도입

- **CBDC 도입 배경:** 전 세계는 현금 없는 사회 진입, 가상자산 수요 충족, 빅테크·플랫폼 발행 스테이블 코인에 대한 안전장치 마련을 위해 CBDC 도입을 추진했으며, 코로나19 이후 전자지급 확산으로 필요성이 더욱 커짐
- **한국·미국 사례:** 한국은 ‘한강 프로젝트’를 통해 10만명 대상 디지털 예금 토큰 실거래 테스트를 진행했으나, 미국은 달러 기축통화 지위 유지를 이유로 CBDC 발행을 금지하였으며 스테이블코인 도입을 적극적으로 추진하고 있음. 이에 따라 각국은 스테이블 코인 도입이 필수적이게 된 상황

### CBDC, 예금토큰, 스테이블 코인 연대표

| 연도   | 구분      | 내용                                                                                                              |
|------|---------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2014 | 스테이블 코인 | - USDT 출시: 최초의 민간 스테이블 코인                                                                                       |
| 2018 | 스테이블 코인 | - USDC 출시: 미국 규제에 적응한 스테이블 코인                                                                                   |
| 2019 | 규제      | - Facebook Libra 발표 -> 각국 중앙은행 CBDC 연구 착수                                                                       |
| 2020 | CBDC    | - 중국, 디지털 위안(DCEP) 공개 시범 운영 시작<br>- 미국 Fed, Digital Dollar 연구 시작 발표<br>- BIS, CBDC 3단계 모델 발표                    |
| 2021 | 예금토큰    | - 싱가포르 Project Guardian 시작 (DBS, JP모건 등 참여)<br>- 예금토큰 실증 실험 -> DeFi 통합 목적                                       |
| 2022 | 규제      | - EU MiCA 법안 통과<br>- 미국 STABLE Act 논의<br>- USDC 점유율 상승 (투명성 기반)                                                 |
| 2023 | 실험확대    | - BIS Project mBridge 다국 간 CBDC 실험<br>- Circle, USDC Cross-Chain Transfer Protocol 론칭<br>- 한국은행, CBDC 2단계 실험 완료 |
| 2024 | 법안구체화   | - EU, MICA 발효<br>- 미국, GENIUS Act 하원 버전 통과<br>- 브라질, DREX 예금토큰 시범 실시, 자가지갑 규제 초안 공개<br>- 한국, 한강프로젝트 발표          |
| 2025 | 법안구체화   | - CBDC: 대부분 시험 단계 (중국 제외)<br>- 예금토큰: BIS, IMF 등 적극 지원<br>- 스테이블 코인: 미국 상원 GENIUS ACT 통과                         |

자료: 유안타증권 리서치센터

## 이미 활발히 진행되어 온 디지털 화폐 도입

- **CBDC**: 중앙은행이 발행하는 디지털화폐, 통화정책 유효성·지급결제 안정성을 높일 수 있는 장점
- **스테이블 코인**: 스테이블 코인은 민간 발행으로 기술경쟁·효율성에 장점
- **예금토큰**: 은행 발행 스테이블 코인 개념으로, 통화정책 악화 우려가 없고 CBDC의 범용화 지연을 보완할 수 있는 수단으로 주목
- **현황**: CBDC 2차 실험은 잠정 중단, 대신 10개 주요 은행이 오픈블록체인·DID협회에서 스테이블 코인 발행 논의 주도
- **전망**: 한국의 통제력 확보를 우선시하는 정책환경을 감안 시, **은행 중심으로 스테이블 코인 발행 후 점진적 비은행 허가 확대가 가장 현실적인 방향으로 판단됨**

### CBDC vs 예금토큰 vs 스테이블 코인

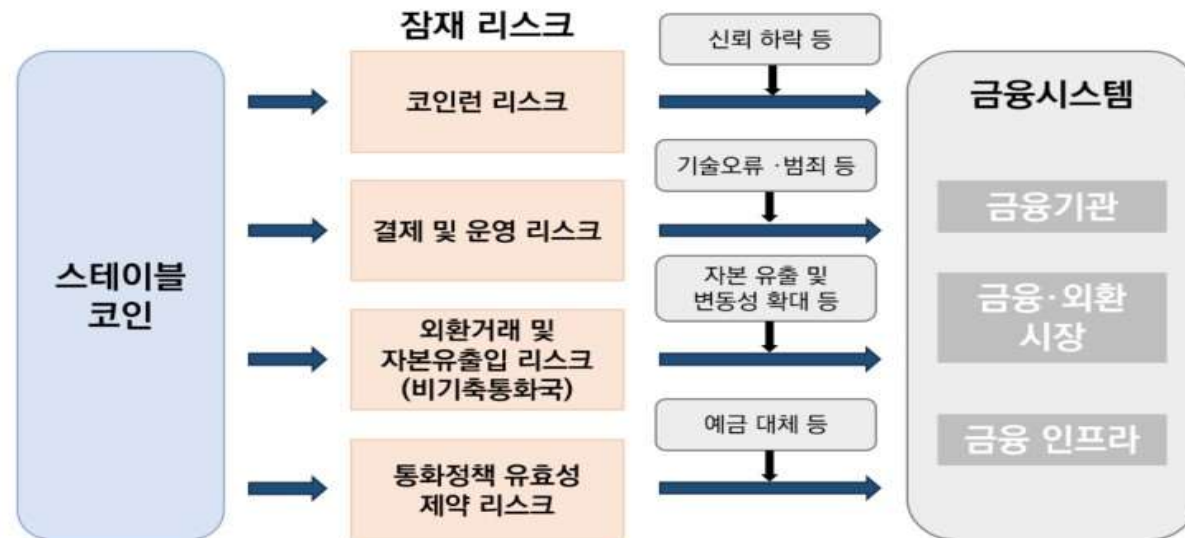
|       | CBDC                                     | 예금토큰                                         | 스테이블 코인                                    |
|-------|------------------------------------------|----------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 개요    | 중앙은행이 발행한 新디지털화폐                         | 분산원장기술을 활용한 (양도성) 예금의 토큰화                    | 다른 통화 및 자산 대비 가격을 안정적으로 유지하게끔 설계된 민간 디지털화폐 |
| 발행주체  | 중앙은행                                     | 은행                                           | 은행/비은행                                     |
| 목적    | 지급결제의 디지털화에 대응하여 법정통화 및 통화정책 주권 및 영향력 유지 | 금융상품의 토큰화를 통한 新부가가치 창출 및<br>非은행권의 지급결제 혁신 대응 | 가상자산 매매수단 및 Defi 결제통화                      |
| 신뢰 기반 | 국가 및 중앙은행 제도                             | 은행, 금융규제 및 대차대조표,<br>예금자보호제도, 중앙은행 특별대출 등    | 백서, 발행자의 준비자산 관리 역량                        |
| 주요 사례 | 디지털위안화 (e-CNY)                           | "Kinexys (구 JPM Coin) Citi Token Service"    | USDT/USDC                                  |

자료: 하나금융연구소, 유안타증권 리서치센터

## 스테이블 코인 도입: 은행 vs 비은행

- 한국은 미국의 제도화 흐름에 맞춰 ‘디지털자산기본법’(6월 10일 발의), ‘디지털자산혁신법’(8월 예정)을 통해 은행·비은행 모두 발행 허용 검토 중, 10월에는 금융위에서 원화 스테이블코인 법안을 공개할 예정이며 관련 법안 도입에 속도를 내고 있음
- 한국은행은 금융안정보고서(6월 25일)와 총재 및 부총재 발언을 통해 “은행 중심 발행 후 비은행으로 점진 확대”가 바람직하다고 제시
- 보고서는 스테이블 코인의 잠재 리스크를 ① 코인런 ② 결제·운영 ③ 외환·자본유출입 ④ 통화정책 유효성 제약으로 구분, 신중한 입장 표명
- 사례) 2023년 USDC 가격 0.88달러까지 하락, 준비금이 예치된 실리콘밸리은행(SVB)이 파산하며 실물 준비금이 있는 스테이블 코인도 시스템 리스크 노출

### 스테이블 코인의 금융안정 관련 잠재 리스크



## 스테이블 코인 국가별 도입 현황 및 규제

- 스테이블 코인 관련 제도 도입은 전세계적으로 확산되고 있으며, 전 국가 모두 공통적으로 준비금 100% 요건과 발행자 라이선스식 제도를 채택
- 1) 미국: 2025년 지니어스 법안 상원 통과, 민간발행 국채 담보 스테이블 코인은 MMF·국채 중심 구조로 통화정책 영향이 제한적
- 2) 유럽: ECB는 민간 스테이블 코인에 보수적 태도를 취하며, 금융기관 중심의 발행을 유도하는 강한 규제 도입
- 3) 일본: 은행 중심 신용창출 구조를 고려해 발행주체를 은행·자금이체기관·신탁회사로 한정, 허가형 구조 채택
- 4) 홍콩: 미국 국채 등 USD 기반 자산을 담보로 허용, 개방형 모델을 통해 디지털 금융 허브 전략 추진
- 결론적으로 한국 역시 한국의 정책적 특징에 맞게 법안을 도입할 수 밖에 없다고 판단되며 보수적 정책환경 감안 시 은행 위주의 발행 가능성이 높다고 판단됨

### 주요국 스테이블 코인 정책 비교



자료: DeSpread Research, 유안타증권 리서치센터

## 스테이블 코인 발행자의 이자지급 금지

- 국가별 스테이블 코인 관련 법안에서 모두 발행자가 이자를 지급할 수 없도록 규제하고 있음
- 1) 예금과 유사한 기능 방지: 이자 허용 시 은행 라이선스 없이 사실상 예금 유치와 동일한 행위가 되어 은행법 위반 소지 존재
- 2) 통화정책 전파 왜곡 방지: 민간 자금이 고금리 스테이블 코인으로 이동 시 은행 유동성 저하 및 기준금리 전달 경로 무력화 우려
- 3) 투자자 보호 및 안정성 확보: 발행자의 과도한 이자 제시에 따른 리스크 무시, 대규모 환매 시 디페깅 및 시스템 리스크 확산 가능성
- 다만, 규제 미비로 코인베이스·크라켄·바이낸스 등은 USDT·USDC 예치에 연 2.5~5% 이자 지급을 제공하고 있음

### 주요국 스테이블 코인 관련 법안

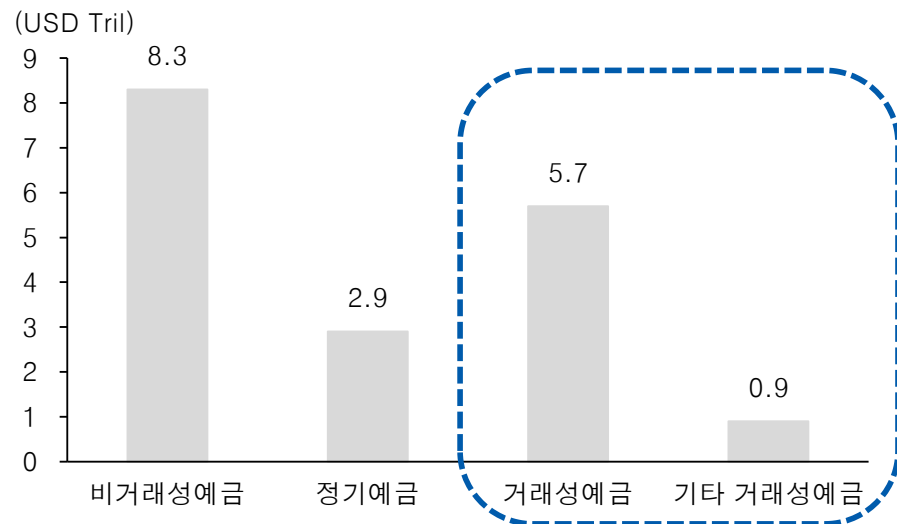
| 관할지역    | US GENIUS ACT (2025)<br>미국                                                                  | MAS Stablecoin Regulatory Framework (2023)<br>싱가포르                              | MiCA (2023)<br>유럽연합(EU)                                                             | HongKong Stablecoins Bill (2024)<br>홍콩                                         |
|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 정의      | - 고정 금액 상환 의무와<br>가치 고정성을 유지하는 지급<br>수단으로 설계된 디지털 자산                                        | - 단일통화 스테이블 코인 (SCS): 하나의 통화에 고정<br>- MAS 규제 스테이블 코인: SGD 또는 G10 통화 기반<br>의 SCS | - 자산기반 토큰(ART): 하나 이상의 자산에 연동된 스<br>테이블 자산<br>- 전자화폐 토큰(EMT): 공식 통화에 연동된 스테이블<br>자산 | - 특정 스테이블 코인: 1개 이상의 통화 또는 기타 단위<br>에 고정된 디지털 자산<br>(HKMA 기준 충족)               |
| 발행자 요건  | - 연방 또는 주 정부 인가<br>- 승인 가능한 형태:<br>1) 은행 자회사<br>2) 비은행 발행자<br>(시총 \$100억 미만 시 연방/주 규제 대상)   | - MAS 라이선스 필요<br>- 승인 가능한 형태:<br>1) 비은행 기업 (자본 요건 충족 시)                         | - ART : EU 법인 또는 그 외 주체로 요건 충족 시<br>- EMT: 인증 금융기관 또는 전자화폐기관                        | - HKMA 라이선스 필요<br>- 승인 가능한 형태:<br>1) 홍콩 내 법인<br>2) 홍콩 외 법인 (법인 내 홍콩 인력 충족 필요)  |
| 준비자산요건  | - USD, 현금성 자산, 수요예금<br>- 만기 93일 이내 국채<br>- T-Bill 담보 7일 이내 레포<br>- MMF 활용 역레포<br>- 중앙은행 예치금 | - 고정 통화로 표시된 현금,<br>현금성 자산 또는 단기 채권<br>- 신용등급 AA 이상 & 만기 3개월 이내 채권              | - 30% 이상은 예금계좌에 보관<br>- 나머지는 HQLA 투자<br>(시장·신용·집중위험 최소화), EMT 통화 기준 일치              | - 고신용 유동자산(HQLA) 필요<br>- HKMA 승인 없이는 동일 자산 기준으로 보유해야 함<br>- 알고리즘 기반 스테이블 코인 금지 |
| 블록체인 종류 | Public만 허용                                                                                  | Public, Private 모두 허용                                                           | Public, Private 모두 허용                                                               | Public, Private 모두 허용                                                          |
| 이자 지급   | 금지                                                                                          | 금지                                                                              | 금지                                                                                  | 금지                                                                             |

자료: TBAC (Treasury Borrowing Advisory Committee), 유안타증권 리서치센터

## 은행업종에 대한 스테이블 코인 발행 영향

- 현재 플랫폼사의 스테이블 코인 이자지급 규제는 없으나, CBDC를 준비하는 과정부터 이자지급에 대한 문제는 활발히 다뤄지고 있었음
- 이자 지급 시 은행의 신용공급·조달비용 변화로 실물경제에 직접적 영향이 발생할 수 있음
- 미국 재무부 산하 차입자문위원회 (TBAC)의 2025년 4월 보고서에 따르면 스테이블 코인의 확산으로 시중은행 예금이 이동할 수 있다고 언급
- 미국 전체 예금규모는 17.8조 달러 수준이며 이동이 가능한 자금은 이자가 거의 없는 거래성 예금 6.6조 달러임
- 스테이블 코인이 높은 금리를 제시하면 예금이탈 → 조달비용 상승 → 대출금리 인상 → 기업 조달비용 상승으로 이어질 가능성 존재

### 스테이블 코인으로 영향 받는 미국 예금 규모 (4Q24)



자료: TBAC, 유안타증권 리서치센터

### 미국 예금 구성 및 금액

| 분류        | 구성                          | 금액 (조달러) |
|-----------|-----------------------------|----------|
| 비거래성예금    | Savings, MMDA 등             | 8.3      |
| 정기예금      | Time Deposits               | 2.9      |
| 거래성 예금    | Demand Deposit Account, DDA | 5.7      |
| 기타 거래성 예금 | Non-DDA                     | 0.9      |

자료: TBAC, 유안타증권 리서치센터

# 스테이블 코인 발행에 따른 시나리오별 영향 검토

### CASE 1. 은행 중심의 스테이블 코인만 허용 (가능성 낮음)

- 여당의 법안 추진 및 글로벌 기술 혁신 흐름을 고려할 때, 은행 중심의 스테이블 코인만 허용할 가능성은 낮음
- 은행에만 발행을 허용할 경우, 1) 혁신 둔화 · 2) 해외 활용성 저하 · 3) 국제 경쟁력 약화 우려 존재

### CASE 2. 플랫폼 핀테크 주도

- 플랫폼·핀테크 주도 스테이블 코인 발행은 기술 혁신 측면에서 가장 큰 이점을 가질 것으로 예상됨
- 민간 중심 구조는 유통 확대와 기술 경쟁을 통해 사용자 최적화 생태계를 조성할 전망. 다만, 은행 예금 이탈 및 통화정책 약화라는 리스크 존재
- 비은행이 주도할 경우 샌드박스를 통해 시범적으로 컨소시엄에 인허가를 해줄 수 있으며 발행과 유통을 중앙은행 통제 하에 시행할 가능성 있음
- EX) 은행 협의체, 네이버, 카카오, 토스 등

### CASE 3. 은행 선도 후 비은행 점진적 확산

- 핀테크·비은행 주도로 추진하는 것이 정책적 리스크가 높다는 것을 감안 시 은행에서 발행 선도 후 비은행으로 가능 확산될 가능성이 가장 높다고 판단
- 아직 법안이 나오지 않았기 때문에 확정된 부분은 없으나 은행과 비은행의 협업을 고려 시 케이스는 2가지로 나뉘볼 수 있음
- 1) 은행에서 발행할 경우 유통에 대한 우려가 있을 수 있어 비은행사가 자체 코인을 원화 스테이블코인에 다시 패키징하는 이중 패키징 구조
- 2) 은행에서 발행 후 점자 정책적 보안을 통해 향후 비은행에 대해 인가하는 구조

## 스테이블 코인 관련 최신 현황 (미국)

- 7월 18일, GENIUS Act 법안 하원 통과로 스테이블 코인이 글로벌 결제 안정성과 전통 금융 연계의 핵심 수단으로 부상
- 트럼프 대통령 서명으로 발효된 GENIUS법은 발행사에 100% 고유동성 준비자산 보유, 1:1 상환 보장, 별도 준비금 공시를 의무화하며 제도적 기반을 마련
- 이후 재무부의 세부 규제안 마련과 금융권의 대응 움직임이 이어지며, **스테이블 코인의 제도권 금융 편입이 가속화**

### 미국 스테이블 코인 관련 주요 이벤트 (25.07.01~)

| 날짜            | 이벤트                  | 핵심 내용                                                                                                                                                                       |
|---------------|----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2025-07-18    | GENIUS Act<br>서명·발효  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 트럼프 대통령이 미국 최초의 연방 스테이블코인 법(GENIUS Act)에 서명.</li> <li>- 발행사는 100% 고유동성 준비자산(현금·단기 미재무부채) 보유, 1:1 상환 보장, 월별 준비금 공시 의무 부과</li> </ul> |
| 2025-07-21~25 | 로펌의 법안 해설            | 대형 로펌 (Latham & Watkins, Arnold & Porter) 분석:<br>이자 제공 금지, BSA(자금세탁방지) 적용, 주(州) 규제와의 상호인정 절차 등 세부 의무 정리                                                                     |
| 2025-08-18    | 재무부 시행규칙<br>의견 수렴 개시 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 미 재무부 GENIUS Act 시행규칙 마련을 위한 의견요청 (RFC) 공고</li> <li>- 준비금 공시·감사, 인증 절차 등 세부 룰 메이킹 착수</li> </ul>                                    |
| 2025-08~      | 금융권 대응               | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 시티그룹 등 대형 금융사가 준비자산 (미국채·현금) 커스터디·결제 서비스 진출 검토</li> <li>- 은행·기업의 신규 달러 스테이블 코인 계획 가속</li> </ul>                                    |

자료: Latham & Wakens, Arnold & Porter, 미 재무부, Reuters 외 언론, 유안타증권 리서치센터

## 스테이블 코인 관련 최신 현황 (미국)

### GENIUS Act 하원 통과 이후, 기관별 동향

#### 1. [투자은행] JPMorgan Chase (25.08.01)

- JP모건은 **예금토큰**(JPMorgan deposit coin)과 **스테이블 코인 개발에 모두 참여**하며 이해와 역량 강화를 목표로 한다고 밝힘
- 암호화폐에 회의적 입장을 보였던 다이먼 CEO는 "핀테크 기업들이 은행 계좌, 결제, 리워드 프로그램 영역까지 침투하려 하고 있다"며 "이를 인식하는 최선의 방법은 직접 참여하는 것"이라고 언급
- JP모건은 코인베이스와 협력해 내년부터 체이스 고객이 계좌를 연동하고 포인트를 암호화폐로 전환할 수 있는 서비스도 도입할 계획

#### 2. [글로벌 상업은행] Citi Group (25.08.14)

- 씨티그룹은 스테이블 코인을 담보하는 **미 국채·현금 커스터디 서비스 제공을 적극 검토** 중
- 은행은 스테이블 코인 기반 **결제 및 달러 전환 서비스**까지 확대하는 방안을 모색
- 이는 GENIUS 법안 통과 이후, 전통 금융사들의 스테이블 코인 시장 진출 가속화 흐름 속에서 나온 움직임

## 스테이블 코인 관련 최신 현황 (해외 주요국)

- 7월 이후 EU, 영국, 일본 등 주요국 또한 스테이블 코인 규율 정비와 감독 강화에 속도를 내는 중
- 중국 역시 달러 영향력 확대에 대응하기 위해 8월 말 위안화 스테이블 코인 활용 로드맵을 심의할 예정
- EU는 MiCA 시행 지침과 ECB의 경고 속에 역외 스테이블 코인 처리 방향을 둘러싼 논쟁이 이어짐, 영국은 파운드 연동 스테이블 코인 규제안 최종 확정 단계 돌입
- 일본의 경우, JPYC(도쿄 소재 핀테크 기업)에게 최초의 엔화 스테이블 코인 발행 허가를 공식 승인하며 자금이동업 등록을 마치며 제도권 진입을 본격화

### 미국 외 주요국 스테이블 코인 관련 주요 이벤트 (25.07.01~)

| 날짜            | 국가 | 이벤트                            | 핵심 내용                                                                                                                                                                                                     |
|---------------|----|--------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2025-07-01~11 | EU | ESMA·EBA 지침 발표                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- ESMA: MiCA 이행 현황을 업데이트. 1) 국가별 준수도, 2) 비규제 서비스의 혼재 위험성 경고 3) 직원 역량 요건 명시 확정</li> <li>- EBA: MiCA - PSD2 상호작용 (EMT 이체 시, 결제서비스 간주)에 대해 No-Action 레터 발표</li> </ul> |
| 2025-07~      | EU | EU 집행위와 ECB 갈등                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- EU 집행위가 ECB의 경고와 달리 역외 스테이블 코인 처리 방향 제시 전망</li> <li>- 감독 일관성·위기 시 은행권이 위험 논의가 쟁점</li> </ul>                                                                      |
| 2025-07-09    | 영국 | 영란은행 금융정책위원회 (FPC) 의사록         | <ul style="list-style-type: none"> <li>- '시스템적 결제 코인' 규제 체계 추진 재확인</li> <li>- 국제 정합성과 금융안정 균형 강조</li> </ul>                                                                                               |
| 2025-07-31    | 영국 | 금융감독청(FCA) 협의문서(CP 25/14) 의견접수 | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 1) 스테이블 코인 발행, 2) 커스터디 규제안 의견접수 종료</li> <li>- 파운드 연동 '적격 스테이블 코인' 요건(상환·재무건전성) 포함. 최종 규칙은 2026년 예정</li> </ul>                                                    |
| 2025-08-17    | 일본 | JPYC 승인 전망 및 면허 취득             | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융청(FSA): 최초의 엔화 스테이블코인 (JPYC) 승인 예정</li> <li>- JPYC는 자금이동업(은행 외 송금 서비스) 등록으로 발행 요건 충족, 이어 공식적으로 자금이동업 라이선스 취득 발표</li> </ul>                                     |

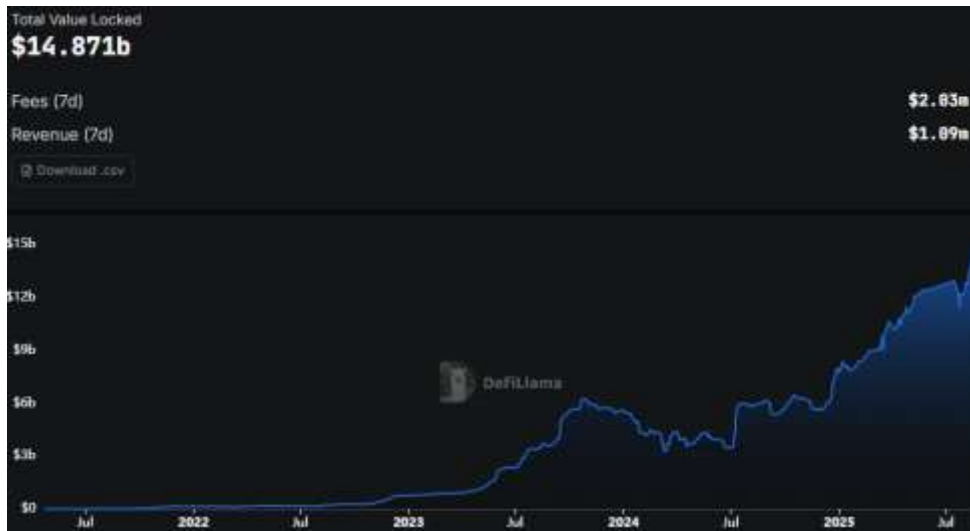
자료: Financial Times, 영란은행(BoE), FCA, FSA, 그 외 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

# RWA (Real World Assets) 시장의 성장 가속화

## RWA 진행 현황

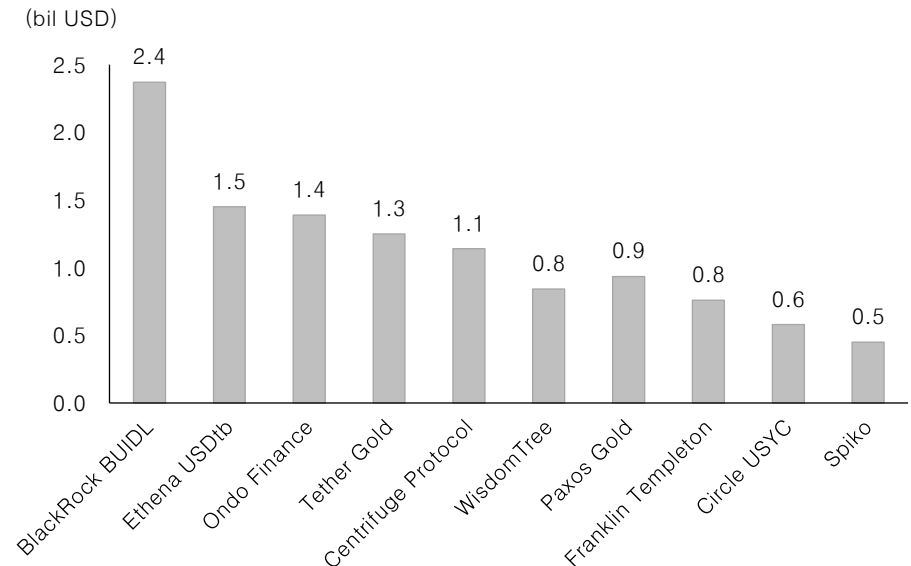
- RWA는 오프체인 (off-chain)에 존재하는 모든 자산을 토큰화하여 온체인(on-chain)으로 가져와 디파이(Defi) 내에서 거래할 수 있는 자산을 의미
- 해외에서의 STO는 RWA의 증권에 해당하는 부분으로 구분 (금은 상품법, 채권은 증권법의 규제 적용)
- 다만 국내에서는 STO와 RWA를 거의 동일한 맥락으로 보고 있음
- 현재 RWA 시장 규모는 15 Bil USD 수준이며 구성 자산은 국채가 가장 많으며 MMF, 단기예금, 금, 대체투자, 사모채권 등으로 구성되어 있음

## RWA 규모



자료: defillama, 유안타증권 리서치센터

## RWA 시장 구성원별 규모



자료: defillama, 유안타증권 리서치센터

## 증권업 STO (토큰 증권) 현황

### STO 진행 현황

- 국내 STO 정책은 (2023년) 원칙 제시 → (2024년) 제도화 과제화·해석 일관화 → (2025년) 법 개정 전제 하 시장 인프라 준비. 과거 가이드라인 중심에서 현재 정식 법제·시장 개장 대비 단계로 진화 중
- 현재, 금융위원회 ‘전자증권법·자본시장법 개정안’은 국회 계류 상태 (23.07~), 빠르면 25년 8월 중으로 정무위에서 처리될 예정

### 토큰증권 관련 금융당국 공식 발표 연대표

| 날짜       | 발표·자료 제목               | 핵심 내용                                                        | 법제화 관점 특징                   |
|----------|------------------------|--------------------------------------------------------------|-----------------------------|
| 23-02-06 | 토큰증권 발행·유통 규율체계 정비방안   | - 증권성 판단 원칙, 발행인 계좌관리기관 신설<br>- 장외중개업 제도화 등 STO 제도 청사진 최초 제시 | 가이드라인 성격, 법 개정 전제의 원칙 제시 단계 |
| 23-07-28 | 자본시장법·전자증권법 개정안 발의     | - 국민의힘 윤창현 대표 발의                                             |                             |
| 24-01-09 | 2024년 주요업무 추진계획        | - 토큰증권·조각투자 제도화 추진을 연간 과제로 포함                                | 정비방안 → 연간 정책계획 반영으로 제도화 공식화 |
| 24-05    | 21대 국회 회기 종료           | - 토큰증권 관련 법안 자동 폐기                                           |                             |
| 24-11-19 | 자본시장법·전자증권법 개정안 발의     | - 더불어민주당 민병덕 대표 발의                                           |                             |
| 25-02-13 | 법인의 단계적 가상자산시장 참여 추진   | - 전자증권법·자본시장법 개정안 국회 제출<br>- 법인 가상자산 참여 로드맵 병행               | 가상자산 제도화 트랙과 STO 법안 병행 추진   |
| 25-05-02 | 제4차 가상자산위원회 보도자료       | - 거래지원(상장) 심사기준 강화, STO 제도정비 방향 논의                           | 가상자산 질서정비와 STO 제도 병행        |
| 25-05-08 | 자본시장 혁신금융서비스 제도화       | - “STO 혁신금융서비스 대상 X, 전자증권법 개정 필요” 확인                         | 샌드박스가 아닌 본(本)법 개정 대상임을 명확화  |
| 2025-07  | 자본시장법·전자증권법 개정안 정무위 상정 | - 심사 후순위로 지연                                                 |                             |
| 2025-08  | 자본시장법·전자증권법 개정안        | - 8월 임시국회에서 본격 법안심사 예정                                       |                             |

자료: 금융위원회, 한국거래소, 유안타증권 리서치센터

## 증권업 STO (토큰 증권) 현황

### 금융사 STO 준비 현황

- 증권사들은 2022~2023년부터 STO 관련 신사업 준비 진행, TF와 컨소시엄을 통해 STO 비즈니스 모델을 탐색하며 정책 불확실성에 대비한 협업 체계를 구축
- 법제화는 늦어지고 있으나 시장에서는 관련 인프라 구축을 준 비중
- 한국예탁결제원은 향후 전자등록기관으로 토큰증권의 총량 관리 역할을 할 예정
- 2024년 10월~ 2025년 6월 8개월 간 **테스트베드 플랫폼**을 구축해 증권사, 조각투자사업자 등 8개사의 테스트 기관 선정 후 기능 검증 진행
- 향후 테스트베드 플랫폼을 보완해 운영 환경으로 전환 예정

### 증권사 대응 및 동향

| 시기    | 증권사 대응 및 동향                                                                                                                                                                                                                                              | 주요 특징 및 차이점                                                                                                                                                           |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2023년 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 미래에셋증권: STO TF 결성 후 HJ중공업, 한국토지신탁, 핀고컴퍼니 등과 협업 체결</li> <li>• 한국투자증권: '한국투자 ST프렌즈' 협의체 구성, 카카오뱅크·토스뱅크 등과 호환성 확보</li> <li>• 하나·우리·KB 등: NFI, F3P, ST오너스 등 컨소시엄 결성 및 플랫폼 협의체 구축</li> </ul>                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 초기 협업 기반 형성 단계: 다양한 산업과 연합체 구성</li> <li>- 시장 진출 기반 마련: 비즈니스 모델 탐색 중심</li> <li>- 정책 불확실성 대응: 법제화 전이라 실제 사업은 지연.</li> </ul>    |
| 2024년 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 신한투자증권 외 '펄스(PULSE)' 프로젝트 본격 추진, TF→플랫폼으로 전환. 법무·법률 솔루션 통합 제공</li> <li>• 증권사 대부분 자체 또는 공동 분산원장 기반 인프라 개발 추진 (미래에셋, 키움증권 등)</li> </ul>                                                                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 구체적 플랫폼 설계 단계 진입: TF 넘어 자체 인프라 개발</li> <li>- 법·기술 통합 고려: 법무 및 준법 가이드 포함</li> <li>- 제도 대비 태세 강화: 법제화 기대 속 준비 가속화</li> </ul>   |
| 2025년 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 한국예탁결제원: 테스트베드 플랫폼 구축 및 오픈 (노드 운영, 총량 관리 등)</li> <li>• 신한투자증권 등: 펄스 플랫폼으로 테스트베드 실증 완료, 시장 선도 의지 강화</li> <li>• 펀볼 등 플랫폼 사업자: 실거래 흐름 기반 기술 실증 완료 (상호 연동성, 총량검증 등)</li> <li>• 하나증권도 테스트베드 참여하여 기능 실증 완료</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 하위규정 및 인프라 준비 완료 단계: 실질적 운영 환경 확보</li> <li>- 시장 주도권 확보 경쟁 가속: 실증을 통해 사업 실행 태세 확립</li> <li>- 제도권 내 비즈니스 차별화 전략 구체화</li> </ul> |

자료: 금융위원회, 한국거래소, 유안타증권 리서치센터



**이창영** 인터넷/SW  
changyoung.lee@yuantakorea.com

**조혜빈** Research Assistant  
hevin.cho@yuantakorea.com

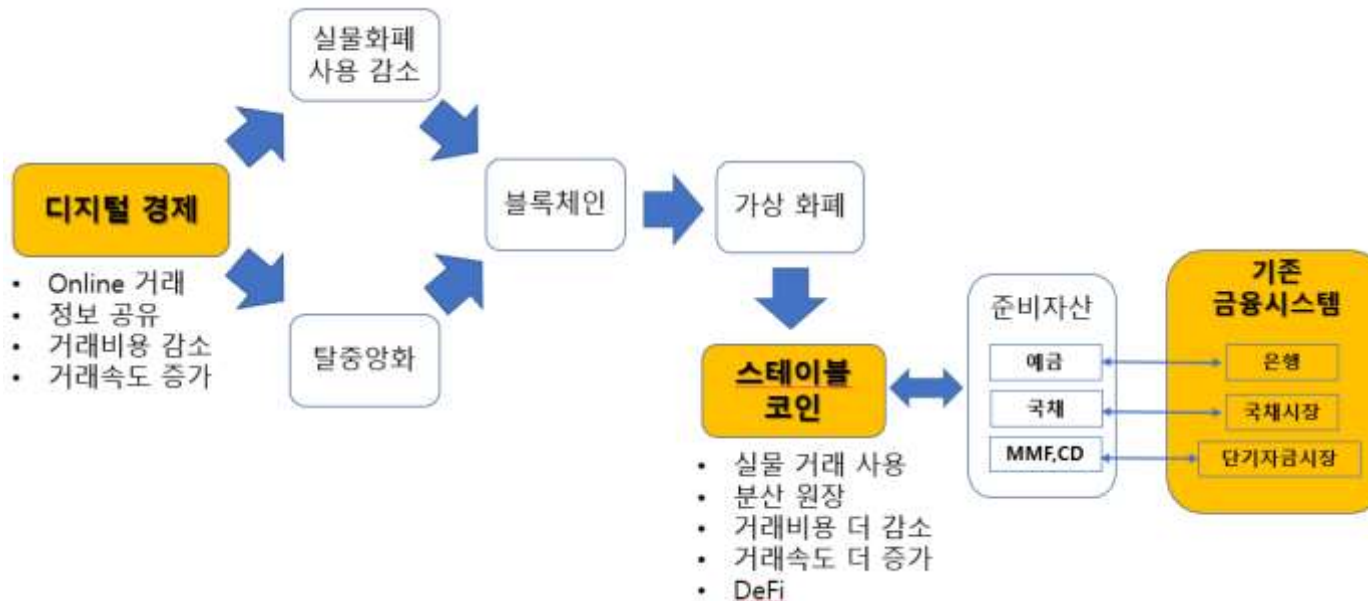
## PART 3. 인터넷/SW

스테이블 코인은 스테이블하게  
산업에 영향을 줄까?

## 원화 스테이블 코인 발행 시 수혜 받을 수 있는 산업은?

- 디지털 경제 발전으로 거래비용 감소, 거래 속도 증가, 경제 효율성 제고, 탈중앙화 가속 → 가상화폐 등장
- 비트코인·이더리움은 극심한 가격변동성으로 '교환의 매개·가치의 저장' 기능 불가 → 스테이블 코인 탄생
- 일본(2022), 유럽(MiCA, Markets in Crypto-Assets, 2023), 홍콩·미국(2025) 등 주요국 관련 법 제정·통과 → 디지털 화폐 제도적 기반 마련
- 한국도 2025년 '디지털자산기본법' 발의 → 원화 연동 스테이블 코인 발행 및 유통 근거 법령 마련
- 스테이블 코인 특징: 법정통화 대비 1/10 낮은 수수료, 실시간 송금·결제 가능, 분산원장 기술 기반 거래기록의 투명성·안정성 확보
- **국내 시장 수혜 산업 예상: (1) 코인 발행사 (2) 코인 유통사 (3) 코인 운용사 (4) 코인 관련 인프라 구축 기술 기업**
- 발행사 테더 2024년 순이익 130억 달러. 써클 영업이익 1.6억달러. 코인베이스 1H25 영업이익 14억 달러
- 카카오뱅크 초기 주주구성 : 한국투자, 카카오, KB, 넷마블, 서울보증보험, 우정사업본부, 예스이십사, 이베이 코리아

### 디지털 경제의 완성: 스테이블 코인



# 1. 결제 대행사 포함한 핀테크 기업

- 원화 스테이블 코인은 전세계 코인의 유동성 역할을 하는 달러 연동 스테이블 코인처럼, 코인 자체의 수요가 높지 않을 것으로 예상
- 원화 스테이블 코인이 국내 시장에서 성공적으로 정착하려면, 화폐 본연의 역할인 교환의 매개수단으로 사용되어 실제 상거래에서 법정통화처럼 사용될 수 있어야 함
- 이를 위해 다수 가맹점을 보유하고 있고 재무구조가 탄탄한 결제대행사와 같은 핀테크 사업자 위주로 도입, 초기 사용 확대를 도모할 가능성이 큼
- 결제대행사 가맹점 입장에서도 수수료 절감, 빠른 정산, 해외결제시 환전문제 해소 효과가 있으며, 절감되는 비용 일부가 소비자 혜택으로 이어진다면 원화 스테이블 코인의 국내 유통 가능성이 높아질 수 있음
- 해외에서도 신용카드사나 온라인 결제플랫폼 기업들이 스테이블 코인 사업에 활발한 이유는, 가상자산의 가장 큰 약점인 결제수단으로서의 활용도를 결제사들이 보유한 수많은 가맹점에 기반하여 사용량을 늘릴 수 있기 때문임. Visa, Mastercard, PayPal, Stripe, Moonpay 등 글로벌 지급 결제 회사들이 스테이블 코인을 결제 서비스에 도입하고 있으며, 전세계 수익 개 가맹점을 기반으로 상거래 활용도를 확대 중임
- 카카오 페이머니 비중 60%

## 간편 결제사들의 수수료 구조

|                | 신용카드 결제시    | 현금(선불충전금) 결제시 | 스테이블 코인 결제시  |
|----------------|-------------|---------------|--------------|
| 간편결제사          | 2.0%        | 2.0%          | 2.0%         |
| 카드사 지불 수수료     | 1.0%        | -             | -            |
| 충전수수료          | -           | 0.30%         |              |
| 사용자 Payback    | -           | 0.30%         | <b>0.30%</b> |
| <b>순Margin</b> | <b>1.0%</b> | <b>1.40%</b>  | <b>1.70%</b> |

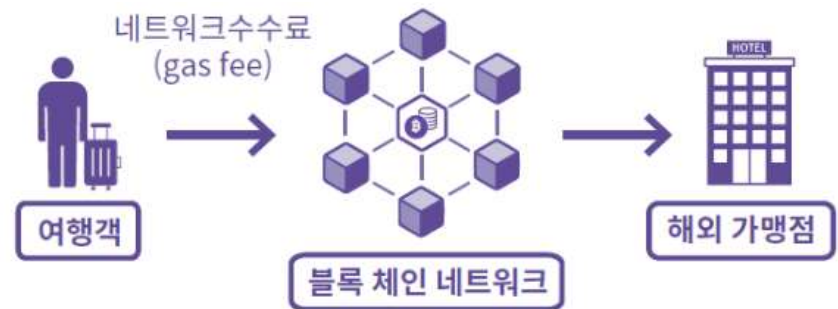
## 1. 결제 대행사 포함한 핀테크 기업

- 2024년 연간 신용카드 물품/용역 구매액(신용카드 승인액) 1,059조원. 카드사수수료 평균 1% 가정 시 카드결제 수수료 시장 규모 10조원 시장 (출처:여신금융협회)
- 2024년 한국 무역 수출액 1,006조원. 수입액 934조원. 해외(무역)결제 수수료 평균 2% 가정 시 40조원 시장 (출처: 관세청, 한국무역협회)

### 기존 해외 결제 방식



### 블록체인 기반 해외 거래 방식



## 1. 결제 대행사 포함한 핀테크 기업

- 국내는 규제 및 근거법령 부재로 스테이블 코인 및 가상자산 기반 결제가 사실상 어려운 상황이었음
- 다날(064260)은 자사 발행 '페이코인(PCI)'을 기반으로 15만개 가맹점에서 거래가 가능했으며, 원화 연동 스테이블 코인 발행 시 다날 결제 플랫폼을 통한 결제·유통·송금이 가능할 것으로 예상됨
- 다날 자회사 '페이프로토콜'은 '페이코인 마스터카드'를 발급하여 보유 PCI를 DEX에서 스테이블 코인 'USDC'로 자동 전환해 전세계 Mastercard 가맹점에서 사용 가능하도록 하였고, 향후 원화 연동 스테이블 코인 결제도 준비 중임
- 국내 기업들의 스테이블 코인 사업 참여는 불확실하지만, 해외 사례와 사용자 확보 측면에서 다수 가맹점을 보유하고 재무 안정성이 높은 결제대행사 및 핀테크 기업들이 유력 후보로 예상됨
- 특히 카카오페이, 네이버페이(네이버파이낸셜), 토스(비바리퍼블리카) 등 온라인 플랫폼 기반 핀테크 기업들이 원화 연동 스테이블 코인 확산에 가장 유리한 위치

### 국내 결제 대행사(핀테크 기업)

| 회사명                 | 업종                      | 가맹점수              | 월사용자수(MAU)                 | 연간 거래액<br>(2024년, 조원) | 자기자본규모<br>(2025년 1분기 말) | (지배)순이익 규모<br>(2024년) |
|---------------------|-------------------------|-------------------|----------------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|
| 네이버 파이낸셜<br>(네이버페이) | 간편결제 등                  | 수백만<br>(전세계 66개국) | 약 2,400만명<br>(2024년12월 기준) | 72조원                  | 12,110                  | 1,623                 |
| 카카오페이               | 간편결제 등                  | 수백만<br>(전세계 56개국) | 2,331만명<br>(1Q25기준)        | 167조원<br>(송금액 포함)     | 19,260                  | 452                   |
| 토스<br>(비바리퍼블리카)     | 결제, 송금, 투자 등 종합<br>금융 앱 | 20만개              | 2,480만명<br>(와이즈앱 기준)       | 180조원<br>(송금액 기준)     | 9,562                   | 441                   |
| 다날                  | 온라인 결제 대행               | 수십만               | 320만명                      | 7조원                   | 3,075                   | 73                    |
| NHN KCP             | 온 오프 결제 대행 등            | 수십만               | N/A                        | 48.6                  | 2,650                   | 452                   |

자료: 유안타증권 리서치센터. 주: 네이버파이낸셜 자기자본은 2024년 말 기준임

# 1. 결제 대행사 포함한 핀테크 기업

## 카카오페이 vs 네이버페이 vs 토스 비교

| (억원)             | 카카오페이              | 네이버페이(네이버파이낸셜) | 토스(비바리퍼블리카) |
|------------------|--------------------|----------------|-------------|
| 매출액(2024)        | 7,662              | 16,474         | 19,556      |
| 매출액(2023)        | 6,154              | 14,765         | 13,707      |
| YoY              | 25%                | 12%            | 43%         |
| 영업이익(2024)       | -575               | 1,035          | 907         |
| 영업이익(2023)       | -566               | 912            | -2,065      |
| YoY              | N/A                | 13%            | 흑전          |
| 지배순이익(2024)      | -137               | 1,623          | 441         |
| 지배순이익(2023)      | 25                 | 1,146          | -2,017      |
| YoY              | 적전                 | 42%            | 흑전          |
| 매출액(1Q25)        | 2,119              | 4,280          | 5,679       |
| 매출액(1Q24)        | 1,764              | 3,858          | 4,401       |
| YoY              | 20%                | 11%            | 29%         |
| 영업이익(1Q25)       | 44                 | N/A            | 709         |
| 영업이익(1Q24)       | -97                | N/A            | -123        |
| YoY              | 흑전                 | N/A            | 흑전          |
| 지배순이익(1Q25)      | 133                | N/A            | 514         |
| 지배순이익(1Q24)      | 38                 | N/A            | -123        |
| YoY              | 253%               | N/A            | 흑전          |
| 총자산(1Q25)        | 45,012             | 38,979         | 58,529      |
| 총부채(1Q25)        | 25,752             | 26,869         | 48,968      |
| 총자본(1Q25)        | 19,260             | 12,110         | 9,562       |
| 결제매출액(2024)      | 4,900              | 14,000(추정)     | N/A         |
| <b>결제액(2024)</b> | <b>252,300(추정)</b> | <b>721,000</b> | N/A         |
| 결제매출액(2023)      | 4,434              | 13,000(추정)     | N/A         |
| 결제액(2023)        | 203,402(추정)        | 596,000        | N/A         |
| 시가총액(6/24)       | 126,346            | ?              | ?           |
| 시가총액/결제액         | 0.50               | ?              | ?           |
| 시가총액/매출액         | 16.5               | ?              | ?           |

자료: 유안타증권 리서치센터. 주 : 네이버파이낸셜 총자산, 부채, 자본은 2024년 말 기준임

## 2. e커머스 플랫폼 포함한 온라인 플랫폼 기업

- 거대한 사용자 베이스를 가진 온라인 플랫폼은 스테이블 코인 사용 확산의 중요한 매개체, 스테이블 코인이 자유롭게 통용된다면 도입의 직접적인 수혜자가 될 수 있음
- 온라인 플랫폼이 스테이블 코인 결제 시스템을 도입하면 e커머스 사업자를 포함한 플랫폼 내 CP(Contents Provider)들이 낮은 수수료와 빠른 정산 혜택을 받을 수 있고, 상품·서비스 공급자와 수요자 모두 이익, 플랫폼 경제가 활성화될 수 있음.
- 네이버 웹툰 거래액 3조원. 카카오 1.3조원. 신용카드 수수료 4,300억원 절감 가능
- 네이버 쇼핑 거래액 50조원. 카카오 10조원. 쇼핑 판매자(seller)들은 신용카드 수수료 6천억원 절감 가능
- META, 월마트, 아마존 등이 스테이블 코인 결제를 추진하는 이유도 판매자와 구매자 모두 비용 절감과 효율화를 이룰 수 있기 때문
- 블록체인 기반 플랫폼 생태계에서는 기여·거래·검증 등 바람직한 행동에 스테이블 코인으로 보상하고, 이를 플랫폼 내 구매·교환·투자 등에 재사용할 수 있는 토큰(Token)경제 구축이 가능함. Ex) Play to Earn Model
- 개인 콘텐츠 창작 수익의 P2P 수취, 크라우드 펀딩, 자산 토큰화를 통한 투자유치 등 다양한 비즈니스 모델이 스테이블 코인 기반으로 확장될 수 있어 플랫폼 경제 영역 확대의 계기가 될 수 있음

NAVER 플랫폼 내 다양한 서비스 및 수익모델



자료: 아놀자리서치, 언론보도 재인용

카카오 플랫폼 내 다양한 서비스 및 수익모델

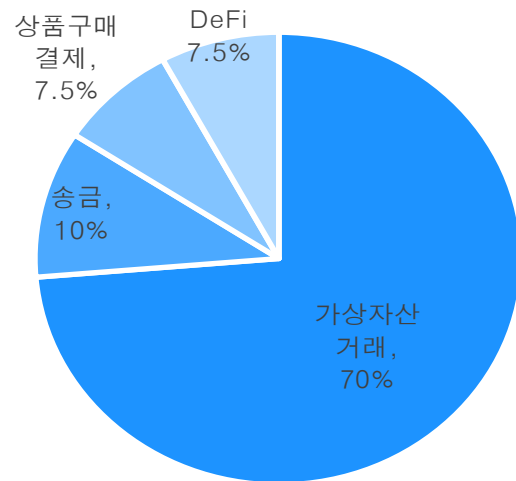


자료: 아놀자리서치, 언론보도 재인용

### 3. 가상자산 거래소

- 스테이블 코인은 가치변동이 적어 투자 목적보다는 다른 가상자산 구매 수단으로 주로 사용되며, 전세계 스테이블 코인 거래의 70%(\$11.7T, 2024년 기준)가 가상자산 거래 목적임. 거래 목적 2위는 송금(\$1.6T, 10%), 3위는 상품구매결제와 DeFi로 각각 \$1.15T(7.5%) 규모를 차지
- Binance는 스테이블 코인 테더(USDT)로만 거래가 가능하며, Coinbase, Binance, 업비트 등 중앙화 거래소(CEX)와 탈중앙화 거래소(DEX)에 막대한 규모의 스테이블 코인 유동성이 예치되어 있음
- 전세계 가상자산 시장의 가장 큰 유동성이 스테이블 코인에 기반하기 때문에, 원화 연동 스테이블 코인이 발행되면 국내 가상자산 거래 활성화 전망
- 스테이블 코인은 가격 안정성을 바탕으로 가상자산 거래 시 시간차로 발생하는 가격 변동성을 헷지할 수 있어 거래 효율성을 높임
- 수혜 기업은 Coinbase, Binance, 두나무(업비트), 빗썸 등 가상자산 거래소로, 스테이블 코인 기반 거래가 활발해질 경우 0.1~0.2% 거래수수료 증가가 기대되며, 2025년 1분기 기준 국내 시장에서 스테이블 코인 거래량은 약 57조원(전체 거래량의 20~30%)으로 추정됨. 두나무 시총 8/18 기준 8.7조원. 카카오 10.6% 보유

스테이블 코인 사용처별 비중/거래액 (2024년)



자료: 아놀드리서치, 언론보도 재인용

두나무 비상장 주식 가격 추이



자료: 증권플러스

### 3. 가상자산 거래소

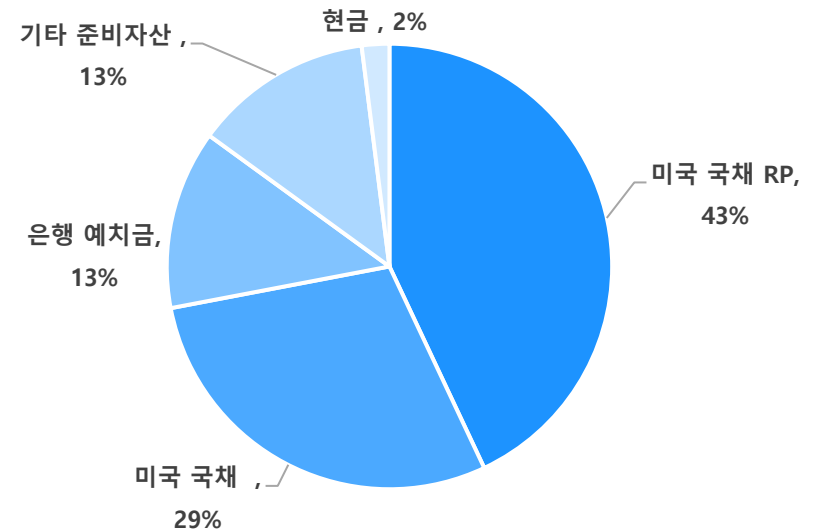
- 스테이블 코인 보유의 가장 큰 장점은 스테이블 코인 자체로 수익을 창출할 수 있다는 점이며, 발행사는 고객 예치금을 운용하여 투자수익을 얻게 됨
- 테더(USDT)는 미국 국채(7~80%), 비트코인(3~5%), 금(4~5%) 등을 담보로 보유하고 있으며, **이자·운용수익·대출 이자 등을 통해 2024년 1분기에만 45억 달러 순이익을 기록함. USDC 시총 1600억 달러 = 동일금액 유동성 자산 보유 = 연 4% 이자 수입 64억 달러**
- 서클은 이자수익을 가상화폐거래소 코인베이스와 나누는 방식으로 수익을 창출하며, 기관·개인이 보유한 스테이블 코인을 코인베이스에 예치할 경우 수탁수수료를 수취함
- 이처럼 스테이블 코인은 단순 결제수단을 넘어 담보자산 운용 및 예치 구조를 통해 발행사와 거래소 모두에게 새로운 수익원을 제공함
- 국내에서도 원화 연동 스테이블 코인이 발행·유통될 경우, 가상자산 거래소들이 이자와 수탁수수료 등 새로운 수익을 확보할 수 있어 수혜가 예상됨

서클(CRCL) vs 코인베이스(COIN)

| (백만 달러)        | 서클(CRCL) | 코인베이스(COIN) |
|----------------|----------|-------------|
| 매출액(2024)      | 1,676    | 6,564       |
| 영업이익(2024)     | 167      | 3,133       |
| 순이익(2024)      | 156      | 2,579       |
| 총자산(1Q25말)     | 62,262   | 21,731      |
| 총부채(1Q25말)     | 60,377   | 11,263      |
| 순자산(1Q25말)     | 745      | 10,468      |
| 시가총액(6/25)     | 44,201   | 90,515      |
| PER(2025E)     | 135.1    | 66.6        |
| 코인 발행 총액(6/24) | 158,100  | 60,900      |
| 매출액(2025E)     | 2,582    | 7,353       |
| 순이익(2025E)     | 335      | 1,398       |
| EPS(2025E)     | 1.47     | 5.33        |

자료: 유안타증권 리서치센터

서클 (USDC) 준비자산 구성



자료: Circle Internet Group

## 4. 블록체인 플랫폼 구축해주는 SI 기업

- 스테이블 코인이 결제·송금·투자 등 경제활동 수단으로 사용되려면 거래 주체 간 네트워크가 블록체인 망으로 연결되어야 하며, 실제로 이더리움·솔라나·트론 등 블록체인 네트워크 상에서 발행됨
- 블록체인 상에서 스테이블 코인의 발행·송금·결제·DeFi가 이루어지고, 모든 거래 내역은 투명하게 기록되며 스마트 컨트랙트를 통해 DeFi 애플리케이션이 자동 실행됨
- 스테이블 코인 기반의 결제·송금·DeFi 기능이 기존 금융서비스 백엔드와 연결되면 금융시스템 혁신과 동시에 경제주체들을 블록체인 플랫폼 내로 편입시켜 거대한 디지털 경제 생태계를 형성할 수 있음
- 이러한 블록체인 생태계를 설계·구축·운영·유지보수할 수 있는 SI 기업들이 원화 연동 스테이블 코인 도입 과정에서 선행적으로 수혜를 볼 것으로 예상됨

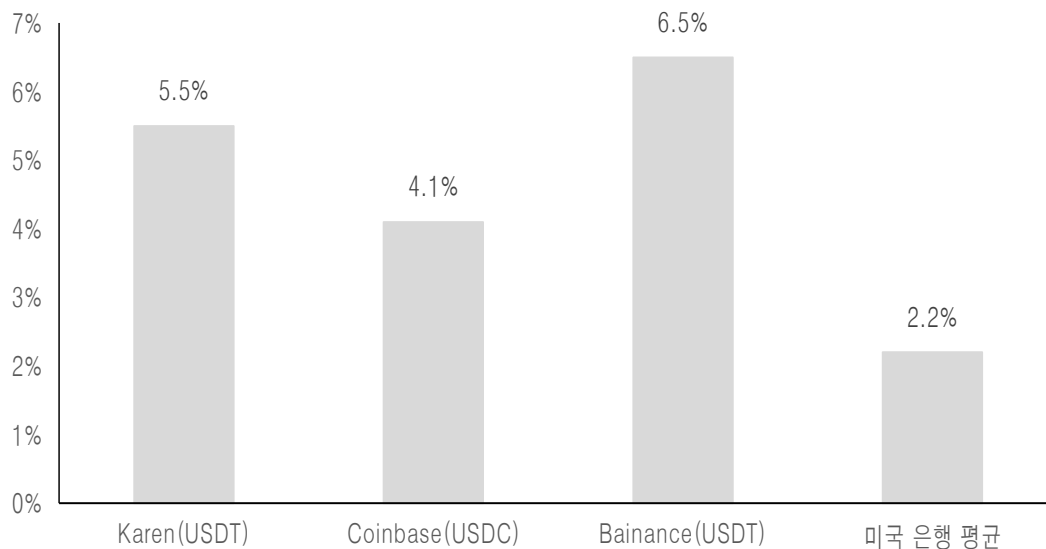
### LG CNS 블록체인 플랫폼 '모나체인' 구성도



## 5. 사용자 이익

- **이익 ①** DeFi 서비스에 스테이블 코인을 예치하여 이자수익을 얻을 수 있다는 점으로, 은행 예금 대비 인건비·지점 운영비·네트워크 수수료 절감 효과로 더 높은 이자율 제공 가능 . 실제로 2025년 6월 6일 미국 가상자산 거래소 Kraken의 테더(USDT) 예치 상품은 연 5.5%, 코인베이스의 USDC 예치 이자는 연 4.1%, 바이낸스의 USDT 예치 이자는 6.51%로 미국 은행 평균 예금 이자율 2.2%를 크게 상회
- **②** 빠른 거래와 낮은 송금 수수료로 금융비용을 절감할 수 있다는 점으로, 은행 계좌가 없어도 전 세계 어디서든 송금과 결제가 가능하며 해외송금·무역결제에서는 기존 은행 대비 현격한 수수료 절감과 속도 개선 효과 존재
- **③**블록체인 스마트 컨트랙트 기능을 통해 기존 금융시스템에서 불가능했던 다양한 거래가 가능해지고, 새로운 금융활동에 참여할 수 있는 장점이 있음
- **④** 소득공제 등 정부 육성 정책에 따른 이익

스테이블 코인 예치 이자율 vs 일반 은행 이자율



자료: 유안타증권 리서치센터

Fisher 방정식

$$\uparrow M \uparrow V = \uparrow P \uparrow Y$$

자료: 유안타증권 리서치센터



이환욱

미디어/엔터/디지털자산

02 3770 5590

hwanwook.lee@yuantakorea.com

## PART 4. 해외 기업분석

# Circle Internet Group (CRCL)

# Circle internet group (CRCL)

미디어/엔터/디지털자산



**이환욱** 미디어/엔터/디지털자산  
hwanwook.lee@yuantakorea.com

|             |               |
|-------------|---------------|
| 투자 의견       | Not Rated (I) |
| 목표주가        | - 달러 (I)      |
| 현재주가 (8/21) | 131.80달러      |
| 상승여력        | -             |

|             |                           |
|-------------|---------------------------|
| 시가총액        | 30,388백만달러                |
| 총발행주식수      | 212백만주                    |
| 90일 평균 거래대금 | -백만달러                     |
| 90일 평균 거래량  | -주                        |
| 52주 고       | 298.99달러                  |
| 52주 저       | 64.00달러                   |
| 주요주주        | IDG-ACCEL CHINA CAP 9.9%  |
|             | GENERAL CATALYST GRO 9.5% |

|           |         |     |      |
|-----------|---------|-----|------|
| 주가수익률 (%) | 1개월     | 3개월 | 12개월 |
| 절대        | (-39.0) | -   | -    |

## Circle internet group (CRCL): 글로벌 스테이블 코인 No1 발행사

### • 기업 개요

미국 달러·유로 연동 스테이블코인(USDC·EURC)의 발행과 블록체인 금융 인프라를 중심으로 사업을 전개 중인 글로벌 핀테크 기업. 동사의 USDC의 경우 유통량을 기준으로 세계에서 두번째로 큰 스테이블코인이며, 전체 스테이블코인 시장에서 29% 점유율을 차지하며 EURC는 유로화 표시 스테이블코인 중 가장 큰 규모를 차지

### • 주요 수익 모델 & 비용

스테이블코인 발행/상환에 따라 준비금 계좌에 적립된 자산(현금, 단기 국채, Circle Reserve Fund 등)에서 이자 및 배당 수익 수취하며, 지급 기준액(준비금에서 발생한 수익 중 기타 비용을 차감한 금액)에서 일정 금액을 유통 플랫폼(Coinbase)에 분배함. 분배 비율은 유통 플랫폼(Coinbase)의 지갑에 보관된 USDC 비율에 따라 결정됨.

### • 실적 & 가이드런스

2Q25리뷰: 매출액 6.58억 달러(YoY+53%), 영업손실 -3.26억 달러 기록.

- 씨클社は 25년 가이드선으로 USDC 유통량 연평균 40% 상승, 기타 수익 7,500-8,500만 달러, RLDC 마진 36-38%, 조정 운영비 4.75~ 4.90억 달러 제시

### Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

(백만달러, 달러, %, 배)

| 결산 (12월)  | 2021 | 2022 | 2023  | 2024  |
|-----------|------|------|-------|-------|
| 매출액       | -    | 772  | 1,450 | 1,676 |
| 영업이익      | -    | -38  | 270   | 167   |
| 지배주주 순이익  | -    | -769 | 268   | 156   |
| PER       | -    | -    | -     | -     |
| PBR       | -    | -    | -     | -     |
| EV/EBITDA | -    | -    | -     | -     |
| ROE       | -    | -    | -     | 34.2  |

자료: 유안타증권 리서치센터

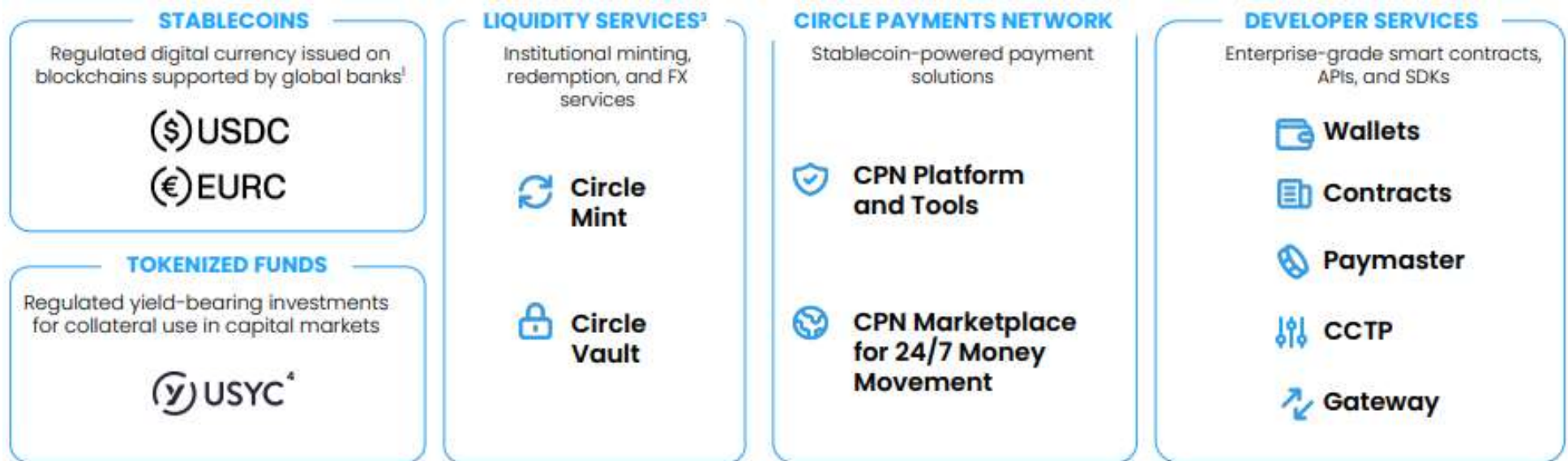
## Circle internet group (CRCL)

- **기업개요:** 2013년 설립된 글로벌 핀테크 기업으로 미국 달러·유로 연동 스테이블코인(USDC·EURC)의 발행과 블록체인 금융 인프라를 중심으로 사업을 전개하고 있으며, 2025년 6월 뉴욕증권거래소에 “CRCL” 티커로 상장

### 주요제품 및 서비스

- **USDC:** 유통량을 기준으로 세계에서 두번째로 큰 스테이블코인이며, 전체 스테이블코인 시장에서 29% 점유율을 차지하고 있음.
- **EURC:** 유로화 표시 스테이블코인 중 가장 큰 규모를 차지하는 스테이블코인
- **기타제품:** Circle 스테이블코인 네트워크의 성장을 지원하고 혜택을 부여하기 위한 제품. Ex) 토큰화 펀드, 유동성 서비스, 개발자 서비스, 통합 서비스

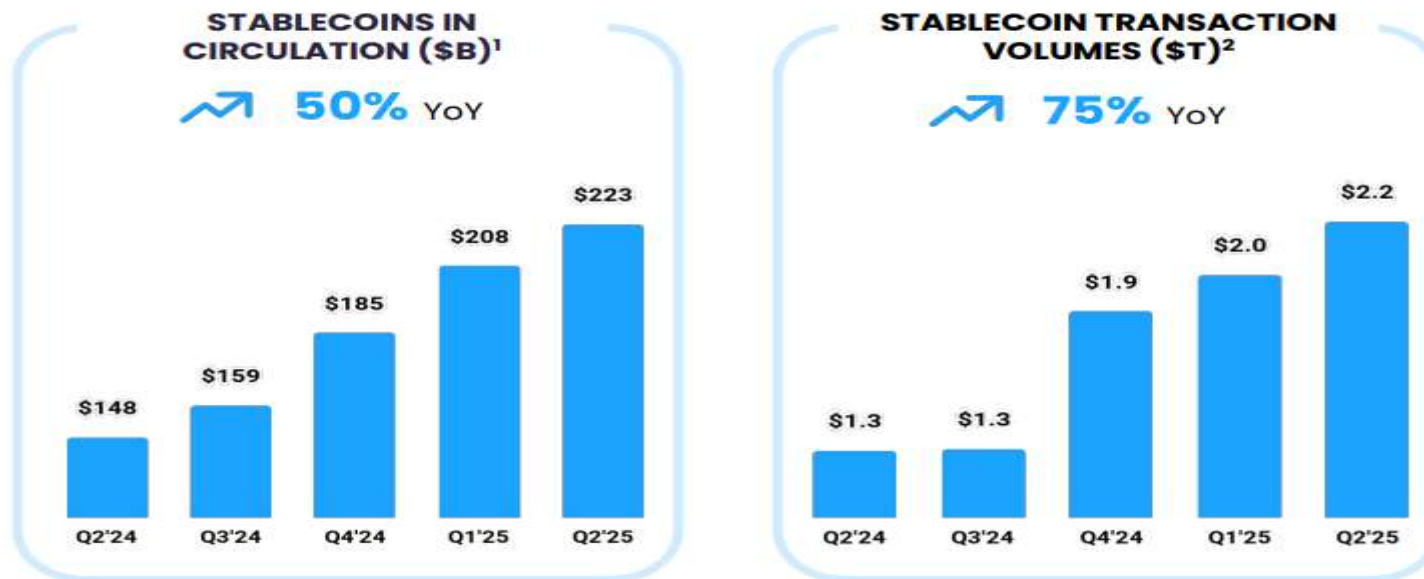
### 씨클 인터넷 그룹 주요 제품 및 서비스



## Circle internet group (CRCL)

- **주요 수익 모델(준비금 수익):** 스테이블코인 발행/상환에 따라 준비금 계좌에 적립된 자산(현금, 단기 국채, Circle Reserve Fund 등)에서 이자 및 배당 수익 수취하며 준비금 수익이 Circle의 총매출에서 차지하는 비중은 98.5%(25년 상반기 기준)
- **Key Factor:** Circle의 총 매출은 준비금의 규모와 준비금 수익률의 함수. 즉, 유통 스테이블 코인 규모의 증감과 금리 변동에 따른 준비금 수익률의 변동이 Circle 실적에 영향을 미치는 핵심 요인
- **주요 비용 항목(Distribution 비용):** 지급 기준액(준비금에서 발생한 수익 중 기타 비용을 차감한 금액)에서 일정 금액을 유통 플랫폼(Coinbase)에 분배함. 분배 비율은 유통 플랫폼(Coinbase)의 지갑에 보관된 USDC 비율에 따라 결정됨. 이는 유통 플랫폼에서 Circle의 스테이블코인을 사용 및 배포하도록 장려하기 위함. 24년 상반기 Distribution 비용 4.4억 달러에서 25년 상반기 Distribution 비용 6.3억 달러로 증가
- **Key Factor:** Coinbase 플랫폼에 보관된 USDC의 비율이 증가하거나, USDC 유통 플랫폼이 추가되거나, 준비금 수익이 늘어날 수록 Distribution 비용은 증가
- 유통 중인 스테이블코인의 총 규모와 스테이블 코인 거래 규모가 가파르게 증가함에 따라 향후 Circle의 준비금 수익 증가세도 가파르게 나타날 것으로 전망

### 스테이블코인 유통 규모 및 거래량 추이



자료: 씨클 인터넷 그룹, 유안타증권 리서치센터

## Circle internet group (CRCL)

- 2Q25리뷰: 매출액 6.58억 달러(YoY+53%), 영업손실 -3.26억 달러 기록
- 매출: USDC 유통량 증가(613억 달러, YoY +90%), 온체인 거래량 확대(5.9조 달러, YoY +540%) 등 네트워크 활성화 증가로 인해 매출 증가했으나 금리 하락에 따른 준비금 운용 수익률 감소(4.1%, YoY -103bps)로 인해 상승 폭은 제한
- 비용: Distribution 비용 증가(4.07억 달러, YoY +64%). Coinbase 중심 유통 확장으로 인해 Distribution 비용 증가
- FY2025 가이드: 써클사는 가이드스로 USDC 유통량 연평균 40% 상승, 기타 수익 7,500-8,500만 달러, RLDC 마진 36-38%, 조정 운영비 4.75 - 4.90억 달러 제시

### 써클 인터넷 그룹 분기별 실적

#### Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

(백만달러)

| 결산 (12월) | 1Q25 | 2Q25 | 2022 | 2023  | 2024  |
|----------|------|------|------|-------|-------|
| 매출액      | 579  | 658  | 772  | 1,450 | 1,676 |
| YoY (%)  | -    | -    | -    | 87.9  | 15.6  |
| 영업이익     | 93   | -326 | -38  | 270   | 167   |
| YoY(%)   | -    | -    | -    | 흑전    | -38.0 |
| 세전이익     | 97   | -490 | -714 | 297   | 223   |
| 순이익      | 65   | -482 | -769 | 268   | 156   |
| YoY(%)   | -    | -    | -    | 흑전    | -41.8 |

자료: 써클 인터넷 그룹, 유안타증권 리서치센터

Circle internet group (CRCL) 재무제표 (GAAP 연결)

| 포괄손익계산서      |      |      |      |        |       |
|--------------|------|------|------|--------|-------|
| (단위: 백만달러)   |      |      |      |        |       |
| 결산 (12월)     | 2020 | 2021 | 2022 | 2023   | 2024  |
| 매출액          | -    | -    | 772  | 1,450  | 1,676 |
| 매출액 증가율(%)   | -    | -    | -    | 87.9   | 15.6  |
| 매출원가         | -    | -    | 309  | 728    | 1,017 |
| 매출총이익        | -    | -    | 463  | 723    | 659   |
| 판매비          | 155  | 155  | 155  | 155    | 155   |
| 영업이익         | -    | -    | -38  | 270    | 167   |
| 영업이익 증가율(%)  | -    | -    | -    | -807.1 | -38.0 |
| EBITDA       | -    | -    | -25  | 306    | 222   |
| 영업외손익        | -    | -    | 720  | -49    | -54   |
| 외환관련손익       | -    | -    | 0    | 0      | 0     |
| 이자손익         | -    | -    | -    | -      | -     |
| 관계기업관련손익     | -    | -    | -    | -      | -     |
| 기타           | -    | -    | 729  | -20    | -20   |
| 법인세비용차감전순손익  | -    | -    | -759 | 319    | 222   |
| 법인세비용        | -    | -    | 3    | 47     | 65    |
| 계속사업순손익      | -    | -    | -762 | 272    | 157   |
| 중단사업순손익      | -    | -    | 7    | 4      | 1     |
| 당기순이익        | -    | -    | -769 | 268    | 156   |
| 지배순이익 증가율(%) | -    | -    | -    | -134.8 | -41.8 |

| 현금흐름표           |      |      |        |         |        |
|-----------------|------|------|--------|---------|--------|
| (단위: 백만달러)      |      |      |        |         |        |
| 결산 (12월)        | 2020 | 2021 | 2022   | 2023    | 2024   |
| 영업활동 현금흐름       | -    | -    | -73    | 140     | 345    |
| 당기순이익           | -    | -    | -769   | 268     | 156    |
| 유무형자산상각비        | -    | -    | 13     | 35      | 51     |
| 기타비현금손익 조정      | -    | -    | 512    | 10      | 21     |
| 매출채권증감          | -    | -    | 19     | 2       | -5     |
| 재고자산증감          | -    | -    | -      | -       | -      |
| 매입채무증감          | -    | -    | -      | -       | -      |
| 투자활동 현금흐름       | -    | -    | -8,489 | 8,510   | 186    |
| 인수 및 사업         | -    | -    | 1      | 2       | 0      |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -    | -    | -21    | -34     | -57    |
| 유형자산 감소         | -    | -    | 0      | 0       | 0      |
| 기타현금흐름          | -    | -    | -8,468 | 8,514   | 239    |
| 재무활동 현금흐름       | -    | -    | 2,578  | -20,330 | 19,450 |
| 차입금 증감          | -    | -    | 0      | 0       | 0      |
| 자본금 증감          | -    | -    | 401    | -8      | 2      |
| 현금배당            | -    | -    | 0      | 0       | 0      |
| 기타현금흐름          | -    | -    | 2,177  | -20,322 | 19,448 |
| 현금의 증감          | -    | -    | -5,979 | -11,680 | 19,973 |
| 기초 현금           | -    | -    | 42,653 | 36,674  | 24,994 |
| 기말 현금           | -    | -    | 36,674 | 24,994  | 44,968 |
| NOPLAT          | -    | -    | -193   | 229     | 118    |
| FCF             | -    | -    | -94    | 106     | 287    |

| 재무상태표        |      |      |      |         |         |
|--------------|------|------|------|---------|---------|
| (단위: 백만달러)   |      |      |      |         |         |
| 결산 (12월)     | 2020 | 2021 | 2022 | 2023    | 2024    |
| 유동자산         | -    | -    | -    | 25,314  | 45,165  |
| 현금및현금성자산     | -    | -    | -    | 24,991  | 44,964  |
| 매출채권         | -    | -    | -    | 2       | 6       |
| 재고자산         | -    | -    | -    | 0       | 0       |
| 비유동자산        | -    | -    | -    | 683     | 669     |
| 유형자산         | -    | -    | -    | 3       | 19      |
| 관계기업등 지분관련자산 | -    | -    | -    | -       | -       |
| 기타투자자산       | -    | -    | -    | 8       | 24      |
| 자산총계         | -    | -    | -    | 25,997  | 45,834  |
| 유동부채         | -    | -    | -    | 24,438  | 44,031  |
| 매입채무 및 기타채무  | -    | -    | -    | 153     | 287     |
| 단기차입금        | -    | -    | -    | 0       | 0       |
| 유동성장기부채      | -    | -    | -    | -       | -       |
| 비유동부채        | -    | -    | -    | 88      | 93      |
| 장기차입금        | -    | -    | -    | 58      | 41      |
| 부채총계         | -    | -    | -    | 24,526  | 44,124  |
| 자본금          | -    | -    | -    | -       | -       |
| 자본잉여금        | -    | -    | -    | 1,723   | 1,793   |
| 이익잉여금        | -    | -    | -    | -1,386  | -1,223  |
| 비지배지분        | -    | -    | -    | 0       | 0       |
| 자본총계         | -    | -    | -    | 1,471   | 1,710   |
| 순차입금         | -    | -    | -    | -25,170 | -44,908 |
| 총차입금         | -    | -    | -    | 60      | 56      |

| 재무비율 및 Valuation 지표 |      |      |       |          |          |
|---------------------|------|------|-------|----------|----------|
| (단위: 달러, 배, %)      |      |      |       |          |          |
| 결산 (12월)            | 2020 | 2021 | 2022  | 2023     | 2024     |
| EPS                 | -    | -    | -16.5 | 5.7      | 2.9      |
| BPS                 | -    | -    | -     | 5.8      | 9.3      |
| EBITDAPS            | -    | -    | -1.6  | 3.0      | 6.3      |
| SPS                 | -    | -    | 16.5  | 30.7     | 30.8     |
| DPS                 | -    | -    | -     | -        | -        |
| PER                 | -    | -    | -     | -        | -        |
| PBR                 | -    | -    | -     | -        | -        |
| EV/EBITDA           | -    | -    | -     | -        | -        |
| PSR                 | -    | -    | -     | -        | -        |
| ROE(%)              | -    | -    | -     | -        | 34.2     |
| ROIC(%)             | -    | -    | -     | -        | 7.1      |
| ROA(%)              | -    | -    | -     | -        | 0.4      |
| 부채비율 (%)            | -    | -    | -     | 4.1      | 3.3      |
| 순차입금/자기자본 (%)       | -    | -    | -     | -1,711.4 | -2,625.7 |
| 매출총이익률 (%)          | -    | -    | 59.9  | 49.8     | 39.3     |
| 영업이익률 (%)           | -    | -    | -4.9  | 18.6     | 10.0     |
| 매출순이익률 (%)          | -    | -    | -99.6 | 18.4     | 9.3      |
| EBITDA 마진 (%)       | -    | -    | -3.2  | 21.1     | 13.3     |

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이창영, 이환욱, 우도형)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



## 투자전략

| 팀장 Strategist       | 김용구 | 3770-3521 | yg.kim@yuantakorea.com          |
|---------------------|-----|-----------|---------------------------------|
| Global Strategist   | 민병규 | 3635      | byungkyu.min@yuantakorea.com    |
| Passive/ETF Analyst | 고경범 | 3625      | gyeongbeom.ko@yuantakorea.com   |
| Economist/ESG       | 김호정 | 3630      | hojung.kim@yuantakorea.com      |
| US Market Analyst   | 황병준 | 3523      | byeongjun.hwang@yuantakorea.com |
| Quant/ETF Analyst   | 신현웅 | 3634      | hyunyong.shin@yuantakorea.com   |
| Research Assistant  | 박성철 | 3632      | seongcheol.park@yuantakorea.com |
| Research Assistant  | 임지윤 | 3527      | jiyoon.lim@yuantakorea.com      |
| Research Assistant  | 김혜원 | 3526      | hyewon.kim@yuantakorea.com      |
| Research Assistant  | 김세빈 | 3646      | sebin2.kim@yuantakorea.com      |

## 채권분석

| 팀장 Credit Analyst       | 유태인 | 3770-5571 | taein.yoo@yuantakorea.com      |
|-------------------------|-----|-----------|--------------------------------|
| Fixed Income Strategist | 이재형 | 5579      | jaehyung.lee@yuantakorea.com   |
| Credit Analyst          | 김현수 | 5582      | hyunsoo.kim@yuantakorea.com    |
| Credit Analyst          | 공문주 | 5586      | moonju.kong@yuantakorea.com    |
| Credit Analyst          | 이소윤 | 5572      | soyoon.lee@yuantakorea.com     |
| Credit Analyst          | 황태웅 | 5578      | taewoong.hwang@yuantakorea.com |

## 기업분석

| 팀장 2차전지/신에너지       | 이안나 | 3770-5599 | anna.lee@yuantakorea.com        |
|--------------------|-----|-----------|---------------------------------|
| 인터넷/SW             | 이창영 | 5596      | changyoung.lee@yuantakorea.com  |
| 정유/화학              | 황규원 | 5607      | kyuwon.hwang@yuantakorea.com    |
| 스몰캡                | 권명준 | 5587      | myoungchun.kwon@yuantakorea.com |
| 철강/비철금속            | 이현수 | 5718      | hyunsoo.yi@yuantakorea.com      |
| 화장품/유통             | 이승은 | 5588      | seungeun.lee@yuantakorea.com    |
| 제약/바이오             | 하현수 | 2688      | hyunsoo.ha@yuantakorea.com      |
| 통신/지주              | 이승웅 | 5597      | seungwoong.lee@yuantakorea.com  |
| 조선/자동차             | 김용민 | 5606      | yongmin.kim@yuantakorea.com     |
| 미디어/엔터/디지털자산       | 이환욱 | 5590      | hwanwook.lee@yuantakorea.com    |
| 음식료/전력기기           | 손현정 | 5595      | hyunjeong.son@yuantakorea.com   |
| 반도체                | 백길현 | 5635      | gilhyun.baik@yuantakorea.com    |
| 건설/기계              | 장운석 | 5583      | yoonseok.chang@yuantakorea.com  |
| 금융                 | 우도형 | 5589      | dohyeong.woo@yuantakorea.com    |
| 전기전자               | 고선영 | 3525      | sunyoung.kou@yuantakorea.com    |
| 방산/AI/로보틱스         | 백종민 | 5598      | jongmin.baik@yuantakorea.com    |
| 운송                 | 최지운 | 3640      | jiyun.choi@yuantakorea.com      |
| Research Assistant | 박현주 | 2672      | hyunjoo.park@yuantakorea.com    |
| Research Assistant | 김도엽 | 5580      | doyub.kim@yuantakorea.com       |
| Research Assistant | 서석준 | 5585      | seokjun.seo@yuantakorea.com     |
| Research Assistant | 조혜빈 | 5594      | hevin.cho@yuantakorea.com       |
| Research Assistant | 한동우 | 3647      | dongwoo.han@yuantakorea.com     |
| Research Assistant | 임석민 | 3648      | seokmin.lim@yuantakorea.com     |
| Research Assistant | 김고은 | 3649      | koeun2.kim@yuantakorea.com      |
| Research Assistant | 배종성 | 3643      | jongsung.bae@yuantakorea.com    |

