

코인베이스 (COIN.US)

뛰는 코인 위에 나는 코인베이스

투자의견
NA

현재주가
128.27 USD(11/29)

시가총액
31(십억달러)

크립토/핀테크 김세희_02)368-6168_ssay@eugenefn.com

- 2023년은 전반적으로 기존 가상자산 중개 수수료 수익 외에도 메인넷 '베이스' 수익, 스테이블코인 이자수익 등 매출 다각화 및 비용 구조를 크게 개선. 이에 따라 내년부터 실적 안정화 동시에 주가 변동성 또한 감소할 것으로 예상.
- 3분기 거래량 감소에 따라 거래수수료 매출은 감소했으나 USDC 이자 수익이 크게 증가해(+124%yoy 매출 전망치 상회. 처음으로 구독/서비스 매출 비중이 거래수수료 비중을 넘으면서 더 이상 '실적 ≠ 거래량'.
- 2024년 안정적인 매출 성장 및 흑전 기대에 크립토 시장 활성화에 따른 효과 기대.
 - ①비트코인 현물 ETF 승인에 따른 직 간접적 수혜, ②파생상품 거래 지원 → 시장 점유율 증가 및 거래수수료 증가, ③SEC 소송 마무리 ④바이낸스 사태에 따른 반사 수혜
- 현물 ETF 승인 기대감이 선 반영됨에 따라 52주 신고가 기록. 단기적으로는 부담되는 가격이나 연말까지는 모멘텀 유효 예상. 비트코인 가격 급락이 발생하지 않는 한 주가 하방 위험은 제한적인 구간으로 중장기적 관점에서 매수 유효. 다만 승인 여부 결정되는 시점에서 변동성 클 것으로 판단.

현지명	COINBASE GLOBAL INC.
한글명	코인베이스
시가총액(십억달러/조원)	29/37
설립연도	2012년
설립자	브라이언 암스트롱, 프레드 에르삼
본사 위치	미국 샌프란시스코
현 CEO	브라이언 암스트롱

52주 최고/최저(TWD)	129/32
배당수익률(23F, %)	N/A
주요주주 지분율(%)	
ANDREESSEN HOROWITZ	7.74
Andreessen Marc Lowe	7.41
VANGUARD GROUP	7.22

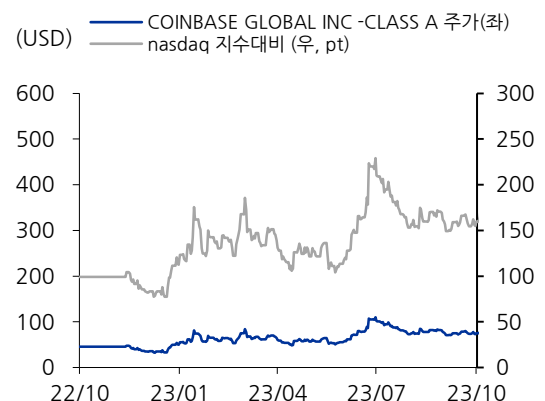
	1M	3M	YTD
주가상승률(%)	81.2%	125.4%	262.4%

고지사항

본 자료는 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공만을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료의 내용은 오차가 발생할 수 있으며, 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 따라서, 투자 결정은 전적으로 투자자 본인의 판단과 책임하에 하시기 바랍니다.

12월 결산	2020A	2021A	2022E	2023E
매출액(백만달러)	1,277	7,839	3,194	2,850
영업이익(백만달러)	409	3,077	-2,710	-341
세전손익(백만달러)	409	3,027	-3,065	-265
당기순이익	322	3,624	-2,625	-219
EPS(원)	1.8	20.4	-11.8	-0.9
증감률(%)	N/A	1,061	적전	적지
PER(배)	N/A	11.82	N/A	N/A
ROE(%)	45.1	98.9	-44.4	2.03
PBR(배)	N/A	8.6	1.5	4.8
EV/EBITDA(배)	N/A	11.31	N/A	32.6

자료: 유진투자증권



주요 지표

도표 67. 코인베이스 실적 테이블

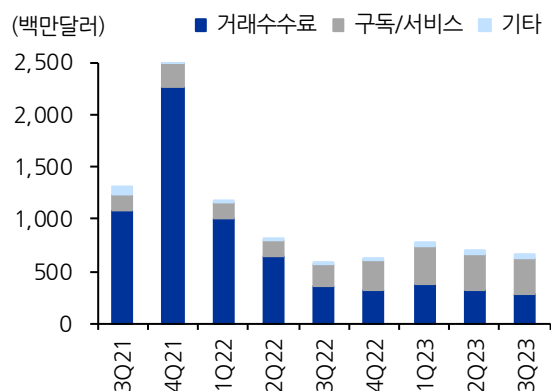
(백만달러)	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22A	2Q22A	3Q22A	4Q22A	1Q23A	2Q23A	3Q23A
매출	1,801.1	2,228.0	1,311.9	2,498.5	1,166.4	808.3	590.3	629.0	772.4	707.9	674.1
거래수수료	1,540.6	1,930.4	1,089.7	2,276.6	1,013.0	655.2	365.9	322.1	374.7	327.1	288.6
리테일	1,455.2	1,828.0	1,022.0	2,185.9	965.8	616.2	346.1	308.8	352.4	310.0	274.5
기관	85.4	102.4	67.7	90.7	47.2	39.0	19.8	13.4	22.3	17.1	14.1
구독/서비스	56.4	102.6	145.1	213.4	151.9	147.4	210.5	282.7	361.6	335.4	334.4
스테이킹	10.3	39.0	81.5	92.0	81.9	68.4	62.8	62.4	73.7	87.6	74.5
수탁 수수료	23.5	31.7	31.5	49.7	31.7	22.2	14.5	11.4	17.0	17.0	15.8
스테이블코인*	-	-	-	-	-	-	76.9	145.7	198.9	151.4	172.4
캠페인	11.1	16.9	15.2	19.9	5.9	2.5	-	-	-	-	-
이자*	3.3	6.5	8.4	7.6	10.5	32.5	24.9	36.5	41.9	50.0	39.5
기타	8.2	8.5	8.6	44.2	21.9	21.8	31.4	26.7	30.1	29.4	32.3
기타	204.1	195.0	77.2	8.4	1.5	5.7	14.0	24.2	36.1	45.4	51.1
(%, yoy)											
매출	845%	1095%	316%	327%	-35%	-64%	-55%	-75%	-34%	-12%	14%
거래수수료	796%	1023%	295%	378%	-34%	-66%	-66%	-86%	-63%	-50%	-21%
구독/서비스	695%	1487%	1248%	932%	169%	44%	45%	32%	138%	128%	59%
기타	1668%	2321%	169%	-90%	-99%	-97%	-82%	187%	2237%	693%	266%
영업이익	987.7	874.7	291.8	922.3	-554.5	-1,044.4	-556.5	-554.9	-123.9	-73.6	-79.8
OPM(%)	55%	39%	22%	37%	-48%	-129%	-94%	-88%	-16%	-10%	-12%
(%, yoy)	2447%	1978%	187%	307%	-156%	-219%	-291%	-160%	-78%	-93%	-86%
(%, qoq)	336%	-11%	-67%	216%	-160%	88%	-47%	0%	-78%	-41%	8%
순이익	771.5	1606.3	406.1	840.2	-429.7	-1093.7	-544.6	-557.0	-78.9	-97.4	-2.3
조정 EBITDA							-115.8	-124.1	283.7	194.0	180.9

자료: Coinbase, 유진투자증권

*스테이블코인 수익은 USDC 발행 관련, 22년 3분기 이전에는 스테이블코인 수익이 이자 수익 내에 포함되어 있음.

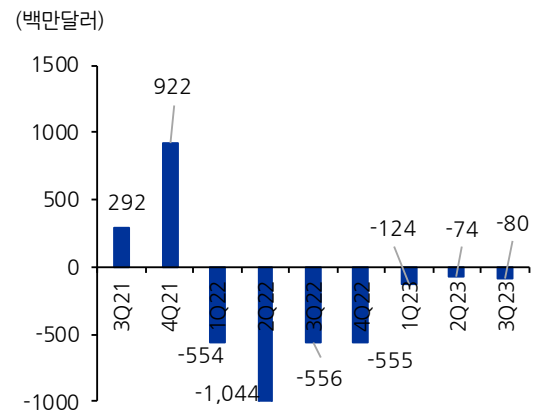
*이자수익은 대출 + 고객 예치금에 대한 이자

도표 68. 코인베이스 분기별 매출액 추이



자료: Bloomberg, Coinbase, 유진투자증권

도표 69. 코인베이스 분기별 영업이익 추이



자료: Bloomberg, Coinbase, 유진투자증권

도표 70. 코인베이스 거래대금 추이

(십억달러)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
거래대금	335	462	327	547	309	217	159	145	145	92	76
리테일	120	145	93	177	74	46	26	20	21	14	11
기관	215	317	234	371	235	171	133	125	124	78	65
증가율, yoy	276.4%	37.9%	-29.2%	67.3%	-43.5%	-29.8%	-26.7%	-8.8%	0.0%	-36.6%	-17.4%
기관 비중	64%	69%	72%	68%	76%	79%	84%	86%	86%	85%	86%

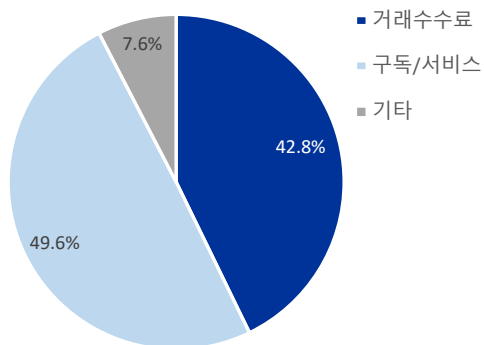
자료: Coinbase, 유진투자증권

도표 71. 코인 별 매출 비중

(십억달러)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
비트코인	39%	24%	19%	16%	24%	31%	31%	35%	36%	39%	37%
이더리움	21%	26%	22%	16%	21%	22%	24%	19%	18%	21%	18%
기타	40%	50%	59%	68%	55%	47%	45%	46%	46%	39%	46%

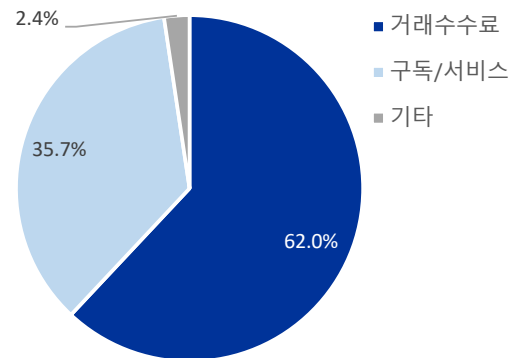
자료: Coinbase, 유진투자증권

도표 72. 2023년 3분기 매출 비중



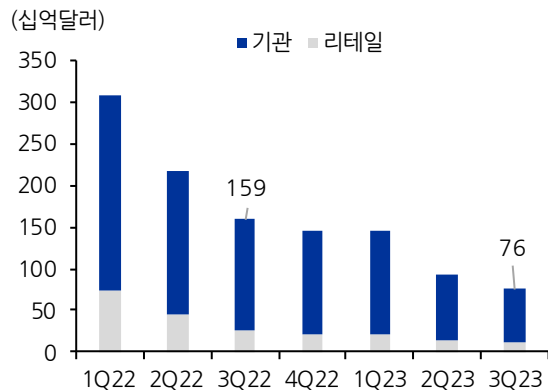
자료: Bloomberg, Coinbase, 유진투자증권

도표 73. 2022년 3분기 매출 비중



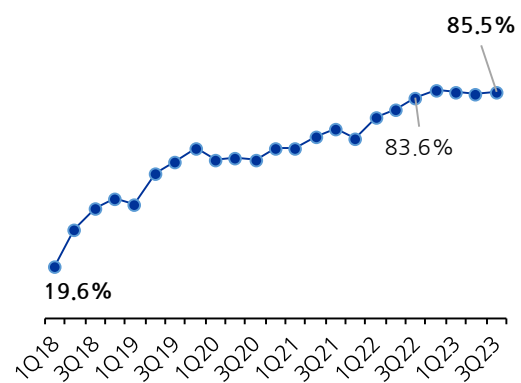
자료: Bloomberg, Coinbase, 유진투자증권

도표 74. 분기별 거래대금 추이



자료: Bloomberg, Coinbase, 유진투자증권

도표 75. 기관투자자 비중 꾸준히 증가



자료: Bloomberg, Coinbase, 유진투자증권

투자포인트& 추가 업사이드 체크

2023 년은 기존 가상자산 중개 수수료 수익 외에도 메인넷 '베이스' 수익, 스테이 블코인 이자수익 등 매출 다각화에 성공한 해였다. 최근 한달 간 +30% 넘게 상 승하는 등 현물 ETF 승인 기대감 위주로 반영됨에 따라 단기적으로는 부담되는 가격이나 중장기적 관점에서는 펀더멘탈 상승에 따른 추가적인 업사이드가 충분 하다고 판단한다. 2024 년은 비트코인 현물 ETF 승인 이슈, 파생상품 거래 확대 에 따른 시장 점유율 증가 및 거래수수료 증가, SEC 소송 등 모멘텀이 풍부하기 때문이다. 장기적으로는 미국 위주의 거래소 산업 재편에 따른 수혜를 전망한다. 종합하면, 2024 년 안정적인 매출 성장이 기대되며 크립토 시장 활성화에 따라 파생되는 효과를 누릴 수 있을 것으로 기대한다.

①BTC 현물 ETF 는 단기적으로 코인베이스의 수혜




일각에서는 현물 ETF 승인시 기존 증권사에서 거래될 수 있다는 점에서 코인베 이스의 경쟁력을 하락시키는 요인으로 지목한다. 중장기적 관점에서는 검토해볼 수 있는 의견이지만, 현재 시점에서는 현물 ETF 승인은 코인베이스의 매출은 증 가시키는 요인이다. 직접적으로는 '커스터디 수수료'를 매출로 인식할 수 있고 간 접적으로는 현물 ETF 승인에 따른 가격 상승은 수요 및 거래량 증가로 이어지기 에 거래수수료를 포함해 이자수익과 스테이킹 보상 등 전반적인 매출 증대를 기 대할 수 있다.

도표 76. 코인베이스와 감시공유계약을 체결한 자산운용사



자료: 업비트, 유진투자증권

도표 77. 미국 내 규제 허가된 커스터디 기업

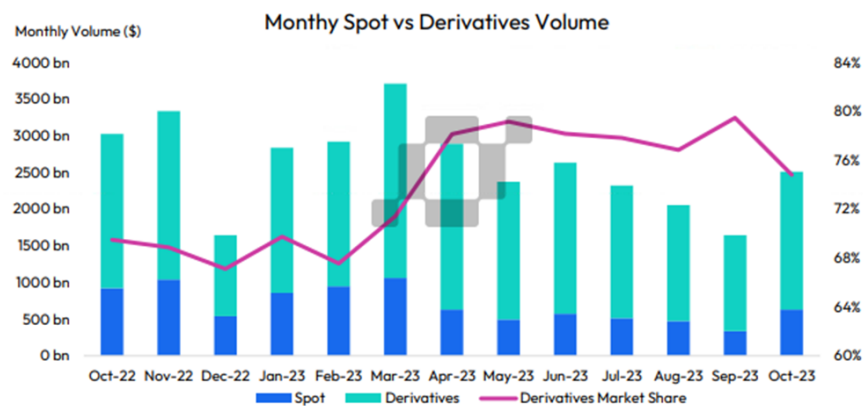
	코인베이스	피델리티 디지털 애셋	앵커리지 디지털
			
본사 위치	Remote	미국 보스턴	South Dakota, US
설립 연도	2012	2017	2017
최근 펀딩	570 만달러	-	3 억 5,000 만달러
규제 등록	뉴욕주 DMSGODQIQ, BaFin 독일, 아일랜드 중앙은행, 네덜란드 중앙 은행	뉴욕주 Trust Charter, FCA UK	South Dakota Department of Labour and Regulation
스테이킹/수익	●	X	●
디파이 Capabilities	●	X	●
Tokenisation	●	X	●
NFT	●	X	●
Audits	SOC 1 Type II SOC 2 Type II	SOC 1 Type II SOC 2 Type I	●
보험	3 억 2,000 만달러	N.A	Aon Financial Services
클라이언트들	a16z, Polychain Capital	Nexo	Visa, Electric Capital

자료: CCData, 유진투자증권

②파생상품 시장 개화, 돈 쓸어 담을 결심

미국 내 파생상품 거래 허용 효과가 내년 실적부터 본격적으로 반영될 것으로 예상된다. 코인베이스는 올해 8 월에 미국 내 선물 거래 라이선스를 획득하면서 개인 투자자들에게도 선물 거래를 제공하는 것이 가능해졌다. 지금까지 코인베이스 거래수수료는 현물 거래에 기반했는데, 추가적으로 파생상품 거래수수료를 수취할 수 있게 된 것이다. 시장 특성상 거래수수료가 더 많이 발생할 수 있는데다가 현물 대비 파생상품 거래량이 훨씬 크다. 전체 크립토 시장 거래량의 70~80% 가까이 파생상품이 차지한다. (9 월 80%, 10 월 75.4%). 불장이었던 2021 년 기준으로 보면, 코인베이스는 현물 거래만으로 10 조원이 넘는 매출과 4 조원의 이익을 벌어들였다. 파생상품 거래가 서비스가 안정적으로 확대되면 거래량이 감소하는 크립토 윈터에도 지속적인 매출 기대 및 24 년-25 년 사이클에서 큰 폭의 실적 성장이 가능할 것으로 예상된다.

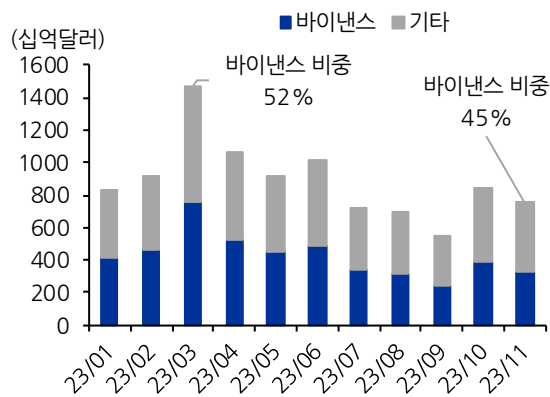
도표 78. 월별 현물 vs 파생상품 거래량 추이



자료: CCData, 유진투자증권

3분기 어닝콜에서 공개한 내용에 따르면, 코인베이스의 3분기 파생상품 명목 거래량은 약 100 억 달러, 온보딩한 기관은 100 개다. 출시 시점에 대해서는 언급하지 않았지만 리테일과 기관 서비스 프라임을 통합시키는 파생상품 모바일 서비스도 준비 중임을 언급했다. 이는 개인과 기관 모두의 접근성을 향상시킬 수 있는 요인으로 시장 점유율 확대에 가장 중요한 역할을 할 것으로 판단한다.

도표 79. 올해 비트코인 선물 월별 거래량 추이



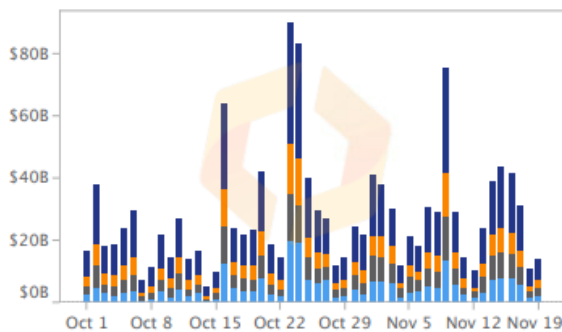
자료: THE BLOCK, 유진투자증권

도표 80. 올해 전체 파생상품 월별 거래량



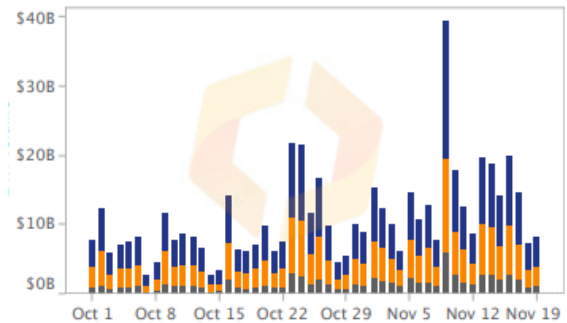
자료:CCDATA, 유진투자증권

도표 81. 비트코인 파생상품 일 거래량(10~11 월)



자료: Kaiko, 유진투자증권

도표 82. 이더리움 파생상품 일 거래량(10~11 월)



자료: Kaiko, 유진투자증권

③ 바이낸스 사태, 거래소 산업 재편에 따른 반사수혜

미 법무부의 바이낸스 제재 사태는 미국 내 암호화폐 거래소 산업의 지형도를 바꾸는 계기가 될 것으로 판단하며 중장기적 관점에서 코인베이스의 수혜를 전망한다. 올해 8 월 미국 법무부에서 바이낸스를 송금법, 미국 내 제재 위반 등으로 기소한 바 있었다. 이에 대해 11 월 21 일, 바이낸스 CEO 창펑자오가 사임하고 미국 법무부에 43 억달러 규모(한화 5 조 5,000 억원)의 벌금을 납부하는 것으로 합의했다. 이는 미국 역사상 가장 큰 규모의 기업 벌금이다. 추가로 미국 재무부가 향후 5 년 동안 바이낸스 장부와 시스템에 무제한 접근 권한을 갖게 되었다. 이는 신규 서비스를 준비하기 어렵게 하는 요인으로, 미국 내 거래소 사업의 지속가능성에 부정적인 영향을 줄 수 있는 상황이다.

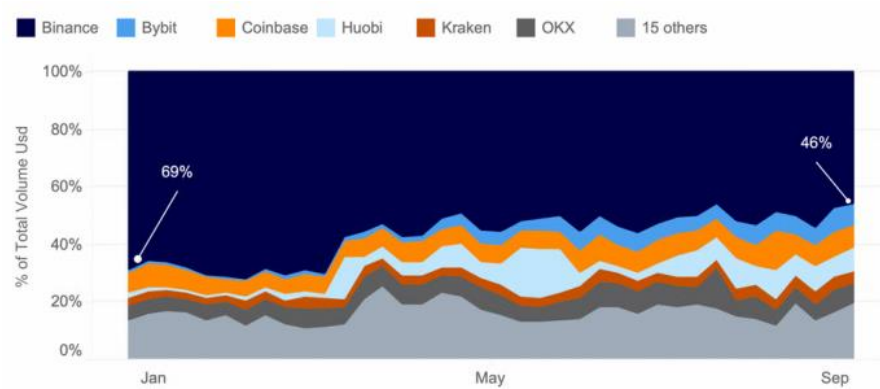
실제로 바이낸스-법무부가 합의한 11 월 21 일 기점으로 바이낸스에서 코인베이스로 비트코인이 이동하고 있음을 거래소 데이터를 통해 확인할 수 있다. 21 일 이후 코인베이스의 비트코인 보유량은 증가한 반면 바이낸스 보유량은 감소했다.

도표 83. 21 일 이후 비트코인 바이낸스 → 코인베이스로 이동



자료: Cryptoquant, 유진투자증권

도표 84. 올해 바이낸스 점유율은 지속적으로 감소(현물 기준)



자료: Kaiko, 유진투자증권

종합해보면, 향후 몇 년간은 바이낸스가 미국 내에서도 상위 거래소로 잔존할 확률이 높지만 중장기적으로 미국 내 거래소 산업은 전통 금융 시장에서 흡수할 가능성이 높다. 매년 규제가 구체화될 뿐 아니라 미국 당국에 등록된 금융서비스만 허가될 수 있기 때문이다. 그리고 미국은 기관투자자 중심의 시장이 될 확률이 높다. 바이낸스는 개인 투자자 거래량을 대표하는 지표였을 만큼 개인 투자자에 최적화된 서비스를 제공하고 있는 반면, 코인베이스는 '코인베이스 프라임'이라는 기관 서비스를 제공하고 있으며 전체 거래량의 86% 수준이다. 바이낸스 대비 기관 투자자 중심의 거래소라는 측면에서 미국 내 거래소 비즈니스의 지속 가능성에 보다 유리할 것으로 판단한다.