디지털에셋 스토리

BTC/ETH/Stable Coin/US Stock

YUANTA

이환욱 미디어/엔터/디지털자산
02 3770 5590
hwanwook.lee@yuantakorea.com

황병준 US Market Analyst
02 3770 3523
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)

디지털에셋 스토리

BTC/ETH/Stable Coin/US Stock

이환욱

미디어/엔터/디지털자산

02 3770 5590
hwanwook.lee@yuantakorea.com

황병준

US Market Analyst

02 3770 3523
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

SUMMARY

Digital Asset의 대표 주자 '비트코인'

비트코인의 총 공급량은 2,100만개로 '인플레이션' 방어적인 성격을 띄며, 반감기 시스템을 통해 약 4년 마다 신규 공급량(블록 보상으로 체굴되는 비트코인 물량)이 절반으로 줄어 희소성이 강화되는 구조를 갖는다. 공급이 제한적인 환경에서 결국 수요(개인 & 기관 투자자 유입)가 증가하면 직접적인 가격 상승으로 이어지기 때문에 가격의 급등락이 타 자산대비 큰 흐름을 이어왔다.

현재 개인 & 기관 투자자의 시장 참여 확대 요인은 크게 4가지 정도로 파악한다. 1) 인플레이션 헤지 수단으로 비트코인 활용, 2) 美 정책/제도적 수용성 확대 기조, 3) 블록체인 네트워크 생태계 확장에 따른 희소성 증가, 4) 네트워크 선점 효과 등이 해당된다.

블록체인 네트워크에 확장성을 부여한 '이더리움'

'이더리움'은 '비트코인'을 떠받치고 있는 블록체인 기술에 확장성을 부여한 블록체인 프로젝트로 분산 어플리케이션(Dapp, Decentralized Application) 제작을 지원하는 합의 프로토콜로 정의할 수 있다.

이더리움 블록체인 네트워크 내에서는 크게 2가지 카테고리의 어플리케이션을 제작할 수 있는데, 1) 금융 어플리케이션, 2) 비금융 어플리케이션으로 구분할 수 있으며, 현재 EVM 호환성, Layer2 확장성, 크로스체인 브릿지, 오라클 등의 기술 진보로 인해 활용 범위가 지속적으로 확장 & 세분화되는 추세이다.

美 정부가 주도하는 글로벌 '스테이블 코인'

'스테이블 코인'은 법정화폐나 다른 안정적인 자산을 연동하여 1:1 고정된 비율로 가치를 유지할 수 있게 설계된다. 변동성이 큰 타 디지털 자산 대비 송금, 결제, 자산 보관 수단으로 최근 시장에서 크게 각광받고 있다. 미국이 스테이블 코인 도입에 적극적인 태도를 보이는 그 중심에는 글로벌 달러 패권 유지와 동시에 긍정적인 재정 확보 수단으로 활용 가치가 높기 때문이라 판단된다.

CONTENTS

I. Digital Asset의 대표 주자 '비트코인'	**08**
비트코인 가격 상승 요인은?	09
비트코인 네트워크 작동 원리	13
II. 블록체인 네트워크에 확장성을 부여한 '이더리움'	**15**
비트코인 vs 이더리움	15
이더리움 1.0 vs 이더리움 2.0	16
'Dapp 생태계'를 이끄는 DeFi & Stable coin	19
III. 美 정부가 주도하는 글로벌 '스테이블 코인'	**23**
'스테이블 코인'의 활용 장점	26
'스테이블 코인'의 공급 및 거래 현황	30
US Market 기업 분석	**33**
Bitmine Immersion Technologies (BMNR)	34
Circle Internet Group (CRCL)	41
Strategy (MSTR)	48

1.Digital Asset

I. Digital Asset의 대표 주자 '비트코인'

II. 블록체인 네트워크에 확장성을 부여한 '이더리움'

III. 美 정부가 주도하는 글로벌 '스테이블 코인'

Digital Asset의 대표 주자 '비트코인'

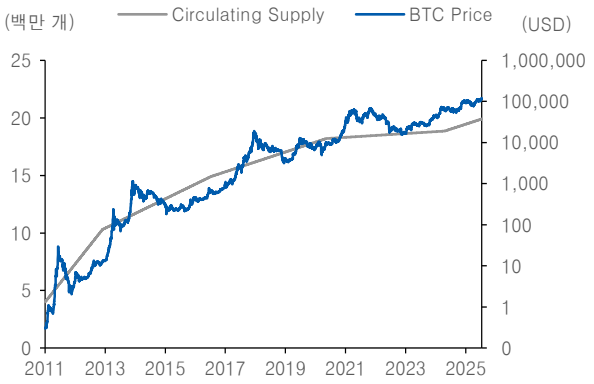
지난 2009년 초 발행 시작된 '비트코인'은 금융 기관을 거치지지 않고 개인 대 개인간 온라인 결제를 가능하게 하는 '전자 화폐(온라인 캐쉬) 네트워크'를 칭한다. '이중 지불'을 막기 위해 통상 제 3자(금융 기관)의 검증이 필요시 되나, 비트코인은 '블록체인 네트워크'를 통해 이를 해결한다. 거래 내역은 분산 원장(블록체인 네트워크)에 암호화 해시 함수로 기록하고 원장을 네트워크 참여 노드에 공유함으로써 강력한 보안을 달성하는 구조다.

제 3자(금융 기관) 검증 기관을 거치지 않는 거래는 크게 3가지 이점을 가져오는데, 1) 거래 비용을 감소시키고, 2) 최소 거래 금액 및 거래 가능 시간 등의 제한이 사라지고, 3) 비가역적 거래가 가능하다는 점이다. 특히, 디지털 상품(온라인 컨설팅 등)의 경우 비가역적 거래 시스템이 판매자 보호 및 비용 효율화에 큰 강점을 갖으며, 조건부 결제 메커니즘(스마트 컨트랙트)을 통해 소비자 보호에도 이점을 갖는다.

신규 결제 수단으로 서의 가능성을 제시했다는 점에서 블록체인 생태계내에 '비트코인'의 높은 가치는 현재의 가격으로 일부 증명되고 있으며, 특히 공급량이 고정 설계되어 있다는 특징이 가격 상승을 견인하는 요인으로 작용하고 있다.

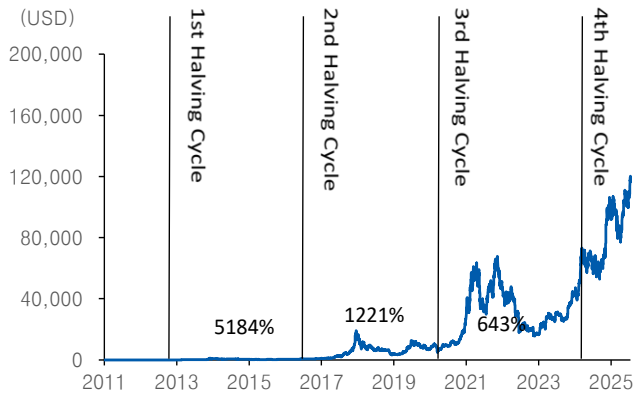
비트코인의 총 공급량은 2,100만개로 '인플레이션' 방어적인 성격을 띄며, 반감기 시스템을 통해 약 4년 마다 신규 공급량(블록 보상으로 체굴되는 비트코인 물량)이 절반으로 줄어 희소성이 강화되는 구조를 갖는다. 공급이 제한적인 환경에서 결국 수요(개인 & 기관 투자자 유입)가 증가하면 직접적으로 가격 상승으로 이어지기 때문에 가격의 급등락이 타 자산대비 큰 흐름을 이어왔다.

비트코인 가격 & 유통 공급량 추이



자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

비트코인 가격 & 반감기 사이클 추이



자료: Cryptorank, 유안타증권 리서치센터

그렇다면 '수요가 증가하고 있는 주된 요인은 무엇일까?' 라는 궁금증을 가져볼 필요가 있다. 사실 전통 제도권 금융의 관점에선 대답하기 애매한 부분이 있다.

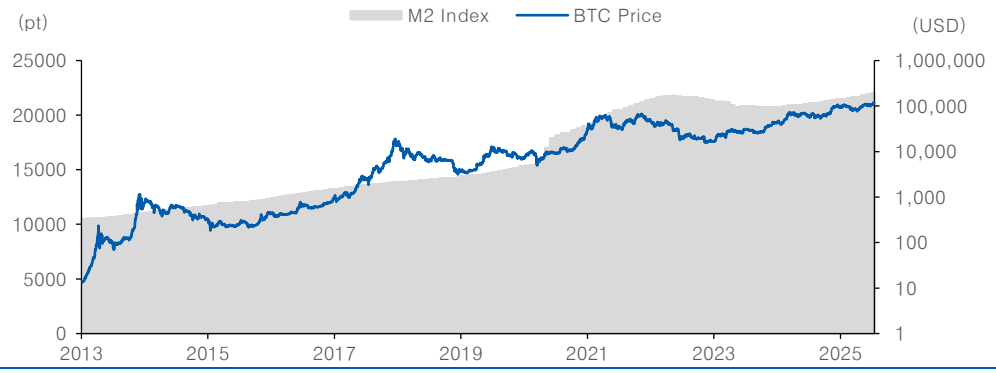
우선, 비트코인은 펀더멘털에 기초한 내재적인 가치 평가가 제한적인 특징이 있기 때문이다. 미래의 기대 현금 흐름을 할인하여 적절한 가치를 산정하는 전통적인 가치 평가 방법론으론 평가할 수 없다. 비트코인은 그 자체로는 비 생산적이다.

다만, 네트워크의 신뢰성 및 확장성 측면에 초점을 맞춘다면 가치 저장 및 보존의 기능적인 부분에서 자율 시장에서의 가격은 매겨질 수 있다는 판단이다. 굳이 전통 금융 상품과 비교하자면 주식/부동산보단 금/은 등의 투자 상품과 유사한 측면이 있기 때문에 수요 증가 요인에 대한 고민을 통해 가격 방향성을 잡을 필요가 있다.

현재 개인 & 기관 투자자의 시장 참여 확대 요인은 크게 4가지 정도로 파악한다. 1) 인플레이션 헤지 수단으로 비트코인 활용, 2) 美 정책/제도적 수용성 확대 기조, 3) 블록체인 네트워크 생태계 확장에 따른 희소성 증가, 4) 네트워크 선점 효과 등이 해당된다.

첫째, 글로벌 유동성 증가는 인플레이션 헤지 수단으로 공급량이 제한적인 금/비트코인과 같은 자산의 가격 상승으로 이어지고 있다. 실제로 글로벌 M2 추이와 금/비트코인의 가격 추이가 높은 상관관계를 뛰며 동행하고 있기 때문이다. 특히, 코로나 시기와 같은 폭발적인 유동성 증가와 금리 하락에 따른 달러(글로벌 기축통화) 약세 국면에서 급격한 가격 상승을 기록했던 점을 고려해 볼 때, 시장의 투자 센티먼트는 다가오는 美 금리 인하 및 국채 발행 확대 기조와 맞물려 움직일 공산이 큰 상황이다.

비트코인 가격 & M2 Index 추이 (2013~현재)



자료: 블룸버그, 유안타증권 리서치센터

둘째, 美 트럼프 2기 들어서 스테이블 코인을 비롯한 블록체인 생태계와 관련된 정책적/제도적 수용성이 매우 급진적으로 이뤄지고 있다. 실제로 GENIUS Act(스테이블 코인 발행 및 운영 주체) 부터 Clarity Act(디지털 자산의 법적 지위 및 시장 구조 규제 마련), Anti-CBDC Surveillance State Act(반-CBDC 감시 국가법)까지 자산의 명확성과 신규 시장의 방향성을 제시하는 법안들이 빠르게 마련되고 있다.

우선, GENIUS Act의 경우 지난 7월 트럼프 대통령 서명으로 법률로 제정되었다. 스테이블 코인에 대한 발행 및 운영 주체의 명확성과 감독 체계를 포함하는데, 발행사는 월간 재무 보고서 공개 의무화와 총 유통 규모가 50억 달러 이상인 경우에는 연간 외부 회계 감사 의무를 실시해야 한다. 또, AML(자금세탁 방지), KYC(고객확인) 등의 보고 요구 사항도 기존 전통 제도권 금융 기관에 준하는 수준으로 대폭 강화되었다. 특히, 발행되는 모든 스테이블 코인은 美 달러 및 단기 국채(T-bills) 등과 같은 가치 안정성과 환금성이 높은 자산으로 1:1 완전 담보해야 함을 강조한다.

Clarity Act는 美 하원 통과 이후 상원 통과 대기중이다. 디지털 자산의 법적 지위 및 분류(상품/투자자산/허가된 스테이블 코인)에 대한 명확성을 제시하며, 블록체인 네트워크의 핵심 가치인 탈중앙화(Decentralization)의 기준을 담고 있다. 상원 통과 후 법률로 제정된다면, Defi(탈중앙 금융) 등의 생태계가 빠르게 확대될 것이라 기대된다.

Anti-CBDC Surveillance State Act는 기존 중앙은행 주도하의 디지털 화폐 발행을 금지하는 법안이다. 사실상 민간 주도의 시장 혁신을 지원하는 법안이라 판단된다.

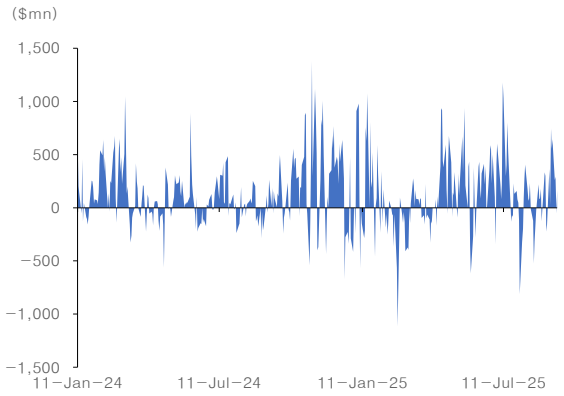
美 트럼프 2기 추진중인 디지털 자산 시장 관련 법안 현황

법안명	목적 / 주요 내용	현황
GENIUS Act	스테이블코인을 발행하고 운영하는 주체에 대한 연방 차원의 규제 틀 마련. 허가된 발행자에 대한 감독, SEC 나 CFTC 가 아닌 새로운 규제체계 설정 등	2025년 7월 18일 트럼프 대통령 서명으로 법률로 제정됨
Clarity Act	디지털 자산의 법적 지위 (증권인지 아닌지 등), 자본 조달, 시장 구조 규제 등을 명확히 하려는 법안	하원에서 통과됨. 현재 상원에서 유사 혹은 후속 법안이 논의 중
Anti-CBDC Surveillance State Act	연방 준비제도가 개인에게 직접 중앙은행 디지털 화폐(CBDC)를 발행하는 것에 대해 제한 또는 금지 조치. 감독 · 프라이버시 우려, 정부 감시에 대한 반발 등을 중심으로 함	하원에서 같이 통과된 법안 중 하나로, 상원에서 논의 대기 중인지 또는 수정될 가능성 있음

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

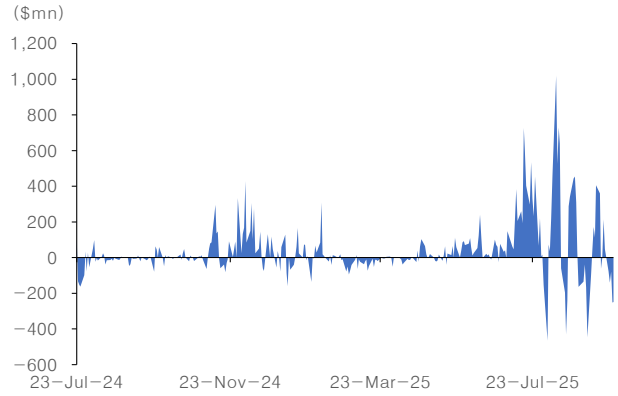
셋째, 앞서 언급한 美 정부의 '친' 디지털 자산 시장 정책은 비트코인 & 이더리움 등 대표적인 디지털 자산의 현물 ETF 출시와 글로벌 상장 기업의 재무 전략 자산으로 이어지고 있다. 특히 '비트코인'의 경우 압도적인 탈 중앙성과 제한적인 공급 시스템이 타 디지털 자산 대비 더욱 부각된 영향으로 가격 상승과 하방 경직성까지 단단해진 모양세다.

비트코인 현물 ETF Flow



자료: Farside Investors, 유안타증권 리서치센터

이더리움 현물 ETF Flow



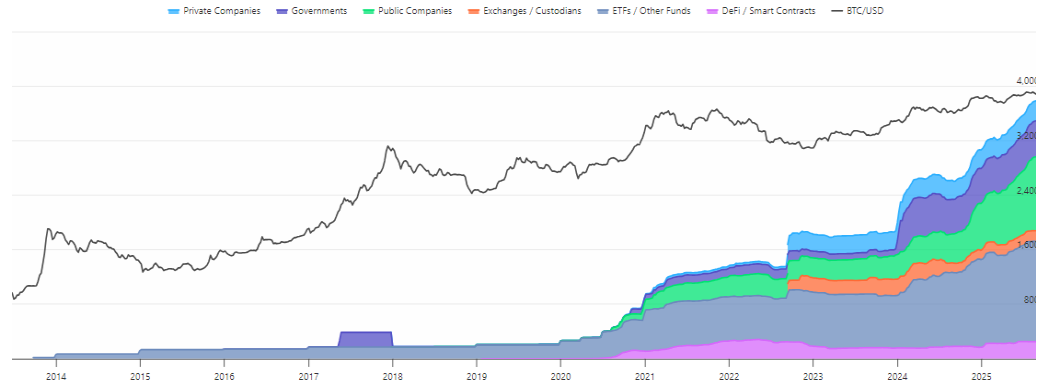
자료: Farside Investors, 유안타증권 리서치센터

글로벌 비트코인 재무 전략 기업 현황

	국가	기업명	Bitcoin	In USD	Market Cap	BTC/Share	mNav	/M.Cap
1	미국	Strategy	639,835	$69,976M	$87,971M	0.00224787	1.257	79.50%
2	미국	MARA holdings	52,477	$5,739M	$5,975M	0.00014165	1.041	96.00%
3	미국	XXI	43,514	$4,759M	$202M	0.00422466	0.042	2357.30%
4	미국	Bitcoin Standard Treasury Company	30,021	$3,283M	$215M	0.00146444	0.066	1525.30%
5	일본	Metaplanet Inc	25,555	$2,795M	$3,936M	0.0000224	1.408	71.00%
6	미국	Bullish	24,300	$2,658M	$9,150M	0.00016623	3.443	29.00%
7	미국	Riot Platforms	19,309	$2,112M	$6,539M	0.00005224	3.096	32.30%
8	미국	Trump Media & Technology Group	15,000	$1,640M	$4,738M	0.0000536	2.888	34.60%
9	미국	CleanSpark	12,703	$1,389M	$3,643M	0.00004519	2.622	38.10%
10	미국	Coinbase Global	11,776	$1,288M	$67,257M	0.00005473	52.222	1.90%
11	미국	Tesla	11,509	$1,259M	$1,464,396M	0.00000346	1163.426	0.10%
12	미국	Hut 8 Mining Corp	10,667	$1,167M	$3,499M	0.00010108	3	33.30%
13	미국	Block Inc	8,692	$951M	$40,487M	0.00001582	42.591	2.30%
14	미국	GD Culture Group	7,500	$820M	$266M	0.00013396	0.324	308.40%
15	미국	Galaxy Digital Holdings	6,894	$754M	$5,327M	0.00003999	7.066	14.20%
16	미국	Strive	5,885	$644M	$1,550M	0.00000926	2.409	41.50%
17	미국	Next Technology Holdings	5,833	$638M	$64M	0.00206017	0.1	1000.50%
18	미국	KindlyMD Inc	5,765	$630M	$433M	0.00001533	0.686	145.80%
19	미국	Cango Inc	5,708	$624M	$693M	0.00003314	1.109	90.10%
20	미국	Semler Scientific	5,021	$549M	$419M	0.00033915	0.763	131.00%

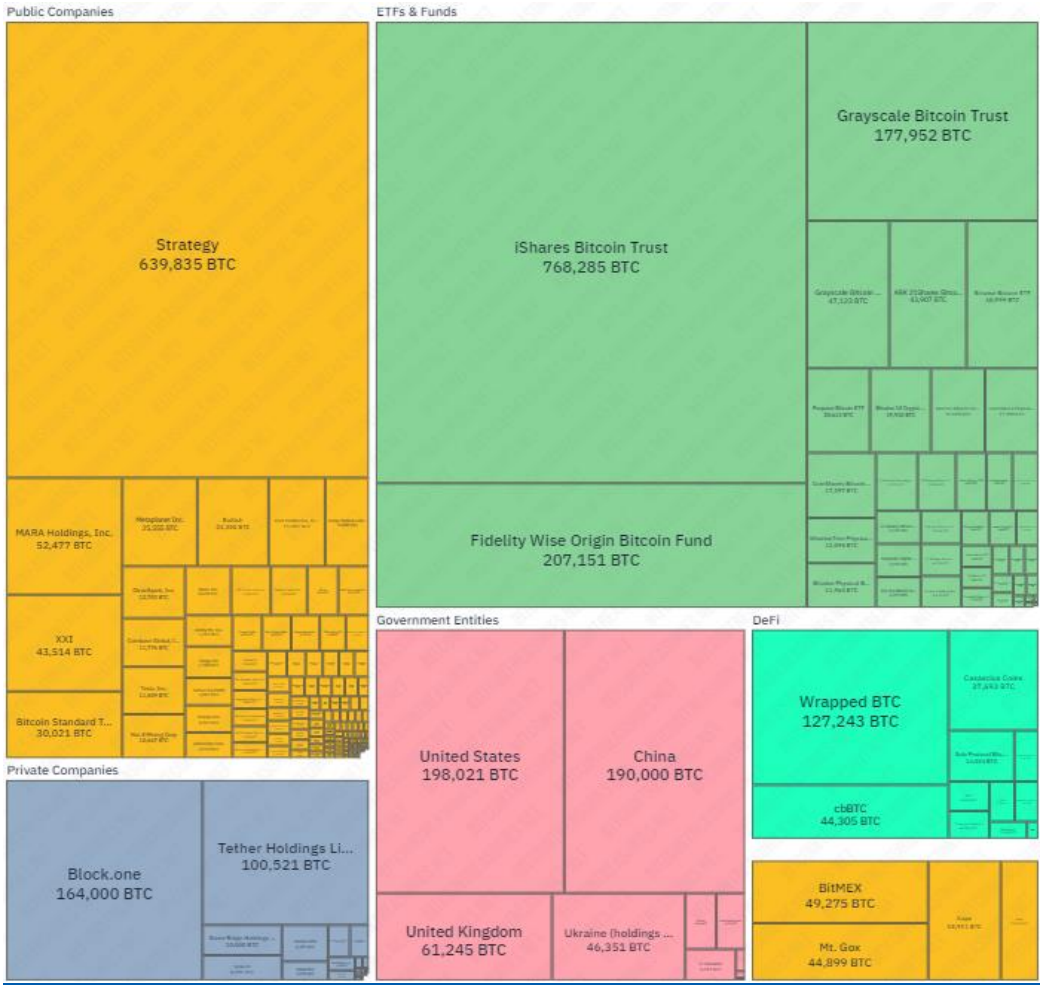
자료: BITCOINTREASURIES, 유안타증권 리서치센터

비트코인 보유 현황 추이(2013~현재)



자료: BITCOINTREASURIES, 유안타증권 리서치센터

비트코인 보유 현황(2025.09.28 기준)



자료: BITCOINTREASURIES, 유안타증권 리서치센터

넷째, 네트워크 선점 효과에 따른 가격 상승 요인이다. 블록체인 네트워크의 보안성과 탈중앙화는 방대한 시장 참여자(노드 & 채굴자 & 사용자 등)의 결과물로 후발 주자가 쉽게 넘어서기 힘든 부분이다. 특히, 금융의 경우 시스템에 대한 신뢰가 가장 중요한 부분이기 때문에 비트코인 네트워크의 누적된 시장 신뢰가 가장 큰 가치이기도 하다.

'비트코인은 해킹되지 않을까?' 혹은 '이중 지불의 문제를 일으키지 않을까?' 와 같은 질문은 원초적이고 근본적인 질문은 네트워크 작동 원리를 상세히 살펴봄으로 서 확신을 갖는 게 중요하다.

비트코인 네트워크의 작동 원리는 다음과 같다.

1) 트랜잭션 생성(송금 요청): 사용자가 지갑에서 송금을 하면 트랜잭션이 생성됨. 트랜잭션은 다음 내용 포함: 보내는 사람 주소, 받는 사람 주소, 금액, 디지털 서명, 타임스탬프(트랜잭션 발생 시각)

2) 네트워크 전파 & 검증: 트랜잭션은 네트워크의 모든 노드에 전파됨. 노드들은 해당 거래의 유효성을 검증(디지털 서명확인, 입력 UTXO가 실제 존재하는지, 잔액 여부 확인, 이중지불 여부 확인 등), 유효한 트랜잭션을 메모리풀에 저장하며 네트워크에 확산시킴.

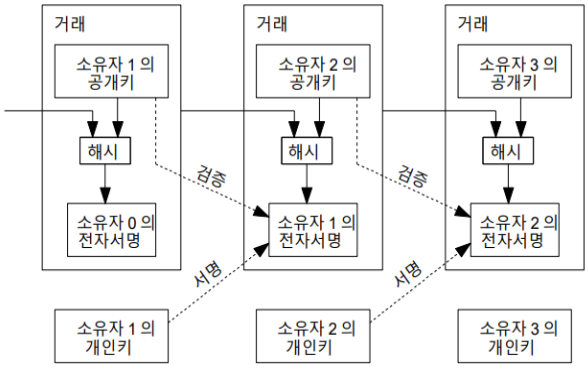
3) 블록 후보 조립: 채굴자는 메모리풀에서 유효한 트랜잭션을 모아 "블록 후보"를 만듦. 각 트랜잭션을 해시(SHA-256)하여 "머클 루트(트랜잭션 요약 해시)"를 생성 후 블록 헤더에 기록함. "블록 헤더"는 이전 블록 해시/머클 루트/타임스탬프/난이도 목표 등을 포함.

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

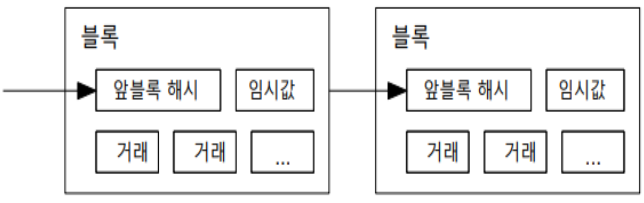
6) 블록체인에 기록 & 보상: 블록이 추가되면 트랜잭션은 공식 기록이 됨. 채굴자는 보상으로 "신규 비트코인"과 "트랜잭션 수수료"를 받음

비트코인 네트워크 _ 디지털 서명 사슬 구조



자료: Bitcoin whitepaper, 유안타증권 리서치센터

비트코인 네트워크 _ 작업 증명(Proof of Work)



자료: Bitcoin whitepaper, 유안타증권 리서치센터

단순화를 시켜보면, 비트코인 네트워크는 사용자 & 노드 & 채굴자에 의해 24시간 365일 신규 블록이 이어 붙이며 길어지고 있는 하나의 거래장부로 추상화해 볼 수 있으며, 블록 간의 암호화를 연쇄적으로 이어가는 구조이기 때문에 많은 양의 연산력(전기값 _ 해시레이트)이 필요시 되는 구조이다. 이러한 특징이 시스템의 보안성 담보하게 된다.

예를 들어 특정 거래 기록을 조작하기 위해선,

1) 거래 기록이 담긴 "A 블록"의 PoW(작업증명)를 처음부터 다시 수행해야 하며, A 블록 이후 생성된 블록까지 수행해야 됨.

2) 이후 생성된 블록이 6개(약 1시간)가 쌓이면 조작 가능 확률은 0.1% 미만.

3) 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,

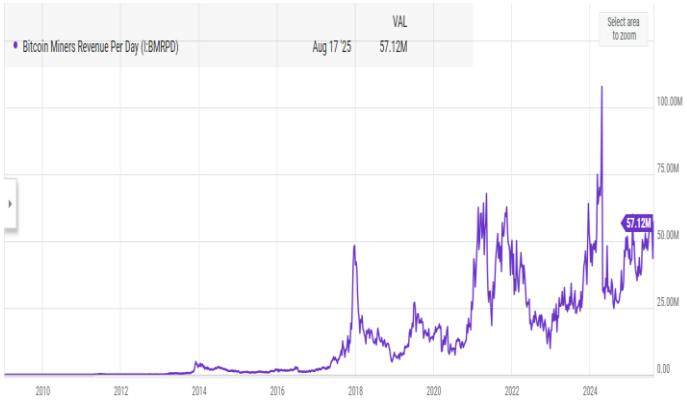
4) 성공하더라도 자산 가치 폭락으로 인한 경제적 이득이 없기 때문에 조작 가능성은 매우 낮음.

결론적으로 블록체인 네트워크 전체 해시파워(= 모든 마이닝 노드 연산력 총합)가 크면 클수록 보안성이 높다고 판단할 수 있다.

비트코인 가격 & 해시레이트 추이

자료: Bitcoin magazine Pro, 유안타증권 리서치센터

비트코인 채굴자 일당 매출 추이



자료: YCHARTS , 유안타증권 리서치센터

블록체인 네트워크에 확장성을 부여한 '이더리움'

'이더리움'은 '비트코인'을 떠받치고 있는 블록체인 기술에 확장성을 부여한 블록체인 프로젝트로 분산 어플리케이션(Dapp, Decentralized Application) 제작을 지원하는 합의 프로토콜로 정의할 수 있다.

두 대표 자산은 '지원하는 상태 전이 함수'의 다양성 그리고 이에 따른 확장성 측면에서 가장 큰 차이를 보인다.

우선, 비트코인 네트워크는 고정된 단일 함수를 통해 '송금' 영역에서 제한적인 기능을 제공한다. 스크립트 언어(튜링 불완전 _ while, for 와 같은 순환 명령 카테고리 제외됨)를 통해 단순한 거래 기록을 저장하기 때문에, 가치 저장 및 이중지불 방지에는 단순 명료한 시스템이나, 기능적인 확장성에 한계가 명확하다.

반면, 이더리움 네트워크는 완벽한 튜링 완전 프로그래밍 언어(Solidity)를 통해 조건/반복/복합 로직 등이 가능해 개발자가 직접 임의의 상태 전이 함수를 자유롭게 구현 가능하다. 이는 비트코인의 송금 기능은 물론 현실 비즈니스 대부분의 영역에서 블록체인 기술을 적용할 수 있는데, '디파이(대출/스왑)', 'NFT', 'DAO', '게임' 등 그 적용 범위는 지속 확장되는 중이다.

이더리움 블록체인 네트워크 내에서는 크게 2가지 카테고리의 어플리케이션을 제작할 수 있는데, 1) 금융 어플리케이션, 2) 비금융 어플리케이션으로 구분할 수 있으며, 현재 EVM 호환성, Layer2 확장성, 크로스체인 브릿지, 오라클 등의 기술 진보로 인해 활용 범위가 지속적으로 세분화되는 추세이다.

1) 금융 어플리케이션

디파이(Defi): 대출 & 예치 플랫폼(ex: Aave, Compound), 스테이블코인(ex: USDC, USDT, DAI), RWA(ex: Centrifuge, Maple finance), 탈중앙화 거래소(ex: Uniswap, Curve) 등

2) 비금융 어플리케이션

마켓플렛이스(ex: Blur, Opensea), 디지털 아트, 게임 자산, 도메인 서비스, DAO, 소셜, AI, IP(지적재산권) 분야 등

비트코인 & 이더리움 비교 차트

구분	비트코인	이더리움
상태 전이 함수	고정된 단일 함수: "송금" (UTXO 를 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	A 가 B 에게 1 BTC 전송 → 블록체인에 단순 잔액 이동만 기록	A 가 B 에게 1 ETH 전송, 동시에 NFT 발행 · 스테이킹 · 자동 배당 등 로직 동시 실행 가능

자료: 유안타증권 리서치센터

'이더리움' 블록체인 네트워크는 '비트코인'의 높은 보안성과 탈중앙성은 물론 높은 '확장성'을 지속적으로 부여하기위해, 네트워크 작동 방식에서 큰 변화를 가져왔다.

'이더리움 1.0' 대비 '이더리움 2.0'은 큰 틀에서 네트워크 효율성이 크게 개선된 것으로 판단되는데,

'이더리움 1.0'은 비트코인과 마찬가지로 작업증명(PoW_컴퓨팅 파워 경쟁)) 기반의 블록체인 시스템을 구현(트랜잭션 수집 → 상태 전이 함수 검증 → 작업증명 →채굴 보상(신규 이더리움 + 수수료))하였다면, '이더리움 2.0'(지난 2022년 9월 'The Merge')에서는 검증자(Validator)가 블록을 제안/검증하는 '지분증명(Proof of Stake)' 시스템으로의 전환을 가져 갔다. 지분증명(PoS)은 전체 채굴 해시 파워 대신, 스테이킹 된 이더리움 총량이 네트워크 보안을 강화하는 구조로 랜덤 비콘(Random Beacon) 암호학적 난수 생성 방식을 통해 블록 제안자를 추첨(확률적 추첨)하는 방식이라 이해하면 된다.

이더리움 1.0 & 이더리움 2.0 비교 (단위: 억원)

구분	Ethereum 1.0 (PoW)	Ethereum 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 2.0 전환을 통해 채굴 경쟁으로 인한 에너지 소모와 낮은 트랜잭션 처리량(TPS) 등의 문제를 일부 해소한데 더해, 공급량 메커니즘에도 변화를 줘 코인 자체의 가치 매력도를 증가시켰다.

비트코인 공급량이 2,100만개로 고정 설계된데 반해, 이더리움 1.0은 총 발행 한도가 무제한으로 설계된 영향으로 자산 가치의 매력도가 상대적으로 낮았다고 판단된다.

다만, PoS 전환 이후 트랜잭션 Base Fee '이더'는 전부 소각되며, 검증자 신규 '이더' 보상(블록당 0.01 이더 이하 + TIP) 역시 채굴 보상(고정 보상: 2ETH + 수수료) 대비 대폭 감소해 전체적인 공급량 조절이 가능한 구조로 변환되 인플레이션 방어적인 성격의 자산으로 매력도가 크게 증가되었다.

이더리움 2.0 전환 후 공급량 메커니즘 변화

구분	Ethereum 1.0 (PoW)	Ethereum 2.0 (PoS)
신규 발행량	연 4~5%	연 0.3~0.5%
보상 대상	채굴자	검증자
수수료	채굴자에게 전액 지급	Base Fee 소각 + Tip 만 검증자에게
공급 흐름	지속적 인플레이션	소각 > 발행 시 순공급 감소 가능

자료: 유안타증권 리서치센터

이와 같은 이더리움의 변화는 가격 상승/하락 요인을 심플하게 만들어 준다.

1) 이더리움 네트워크 트랜잭션 증가 → 소각 물량 증가 → 이더리움 가격 상승

2) 이더리움 네트워크 트랜잭션 감소 → 소각 물량 감소 → 이더리움 가격 하락

물론, 소각 물량 대비 신규 발행량이 높은 구간이 있어 순공급 증가로 인해 이더리움 가격 하락이란 로직도 배제할 수 없으나, 중장기적 투자 관점에선 위와 같은 심플한 로직이 합당하다. 실제로 과거 이더리움의 가격과 네트워크 트랜잭션 수 추이를 보았을 때 매우 높은 상관 관계를 띄고 있음을 쉽게 찾아볼 수 있다.

이더리움 가격 & 네트워크 트랜잭션 수 추이

자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

또 앞서 비트코인 챕터에서 언급했던 2가지 요인은 이더리움 가격 상승에 동일하게 긍정적인 영향을 미치고 있다.

1) 美 정부의 정책적/제도적 수용성 확대는 이더리움 현물 ETF 승인과 이더리음 DAT(Digital Asset Treasury) 상장 기업의 확대로 이어지며 이더리움 수요 증가로 뚜렷하게 나타나고 있다.

2) 또한, 네트워크 선점 효과도 블록체인의 특성상 매우 유리하게 이어질 공산이 크다. Layer 1 프로토콜은 전형적인 멱함수분포를 따르는데, 후발 프로토콜이 충분한 벨리데이터와 노드를 구성하기 힘들고 이는 곧 네트워크 보안성과 탈중앙성에 있어서 취약할 수밖에 없기 때문이다.

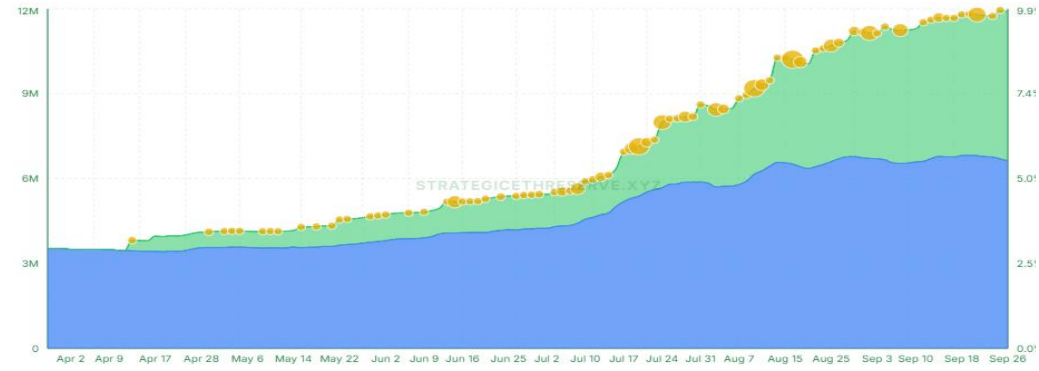
글로벌 이더리움 재무 전략 기업 현황

	NAME	TICKER	ETH	USD	MCAP	MNAV
1	Bitmine Immersion Tech	BMNR	2.42M	$9.71B	$8.76B	1.1
2	SharpLink Gaming	SBET	838.73K	$3.37B	$3.07B	1.1
3	The Ether Machine	ETHM	495.36K	$1.99B	–	–
4	Ethereum Foundation	–	223.70K	$899.3M	–	–
5	PulseChain Sac	PLS	166.30K	$668.5M	–	–
6	Coinbase**	COIN	136.78K	$549.9M	$67.26B	8.2
7	Bit Digital	BTBT	120.31K	$483.6M	$948.2M	0.5
8	ETHZilla Corporation	ETHZ	102.24K	$411.0M	$402.0M	1.0
9	Mantle*	MNT	101.87K	$409.5M	$5.80B	70.6
10	Golem Foundation	GLM	101.07K	$406.3M	$218.5M	1.9
11	BTCS Inc.	BTCS	70.03K	$281.5M	$218.2M	1.3
12	Gnosis DAO*	GNO	66.59K	$267.7M	$359.2M	0.7
13	U.S. Government**	–	60.03K	$241.3M	–	–
14	FG Nexus	FGNX	50.00K	$201.0M	$7.8M	25.8
15	Lido DAO	LDO	37.02K	$148.8M	$976.3M	0.2
16	Ethereum Name Service	ENS	27.62K	$111.1M	$743.3M	0.1
17	Frax Finance*	FRAX	23.21K	$93.3M	$295.7M	0.3
18	Arbitrum DAO	ARB	22.74K	$91.4M	$2.29B	39.9
19	Optimism Foundation*	OP	17.90K	$72.0M	$1.19B	60.5
20	Zentry	ZENT	16.65K	$66.9M	$69.8M	1.0

자료: STRATEGICETHRESERVE, 유안타증권 리서치센터

이더리움 보유 현황 추이

(초록 - ETH DAT, 파랑 - ETH ETF, 좌: 개, 우: %)



자료: STRATEGICETHRESERVE, 유안타증권 리서치센터

이더리움 'Dapp 생태계'를 이끄는 디파이 & 美 달러 스테이블 코인

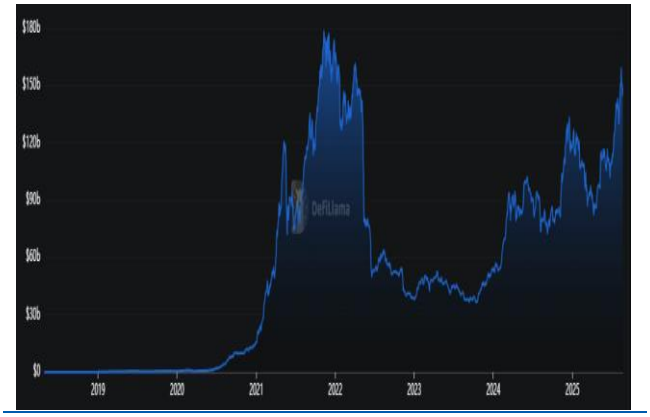
현재 이더리움 네트워크 트랜잭션 증가를 유인하는 큰 부분이 Defi(금융 어플리케이션) 생태계의 확장과 美 달러 스테이블 코인의 발행량 증가 그리고 2 가지 요인간의 시너지 확장으로 판단하고 있다.

이더리움 Dapp 생태계내 Defi 분야를 세부적으로 살펴보면,

Aave, Compound 와 같은 '대출과 예치' 플랫폼부터 '탈중앙화 거래소'(ex: Uniswap, Curve 등), 가치 변동성이 최소화된 美 달러 '스테이블 코인'(ex: USDT, USDC 등)과 'RWA'(Real World Asset) 상품까지 전통 금융 시장의 요소가 빠르게 갖춰지고 있다.

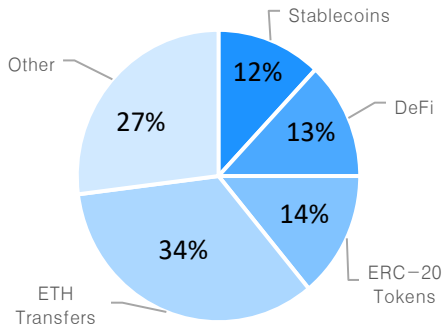
물론 기초 자산의 변동성이 큰 디지털 자산의 특성상 시장 참여도 역시 높은 등락을 보였으나, 美 달러 스테이블 코인의 등장으로 과거 대비 상대적으로 견조한 시장 성장세를 보이고 있다.

디파이 TVL(Total Value Locked) 추이



자료: DeFiLlama, 유안타증권 리서치센터

타입별 이더리움 트랜잭션 비중 현황(2024.08 기준)



자료: Fidelity Digital Assets Research, 유안타증권 리서치센터

대표 블록체인 네트워크 TVL(Total Value Locked) 리스트 (단위: 억원)

	Chain	24h	7d	30d	24h Volume	TVL	Dominance	# of Coins
1	Ethereum	-2.80%	-2.60%	9.20%	$4,349,702,088	$88,238,623,145	60.85%	5,120
2	Solana	-0.50%	0.80%	6.60%	$40,424,206,562	$10,350,492,167	7.14%	4,579
3	Bitcoin	-0.30%	11.70%	5.80%	-	$7,454,414,410	5.14%	78
4	BNB Smart Chain	0.00%	1.10%	7.10%	$7,817,920,456	$7,128,342,932	4.92%	3,060
5	TRON	-1.00%	-2.20%	5.00%	$145,582,350	$6,123,377,807	4.23%	122

자료: Coingecko, 유안타증권 리서치센터

Defi 생태계의 가파른 성장이 고위험 투기 심리로 움직인다는 일각의 시선이 현 상황을 해석하는데 일부 도움이 되나, 전통 금융(CeFi) 시장 대비 비용 효율적이며 금융 소비자에게 더 폭 넓은 기회를 제공한다는 점에도 초점을 맞춰야 하다는 판단이다.

Defi TVL(Total Value Locked) 1위 대출 플랫폼 'Aave'(TVL: $40.3B, MS 약 25% 차지중) 모델을 살펴보면, 기본적으로 예치자의 예치 자산은 하나의 '풀'에 묶이고, 차입자가 예치 자산을 대출받아 쓴 만큼 일부 프로토콜 수수료를 제외한 이자가 지불되는 구조이다. 대출 이용자가 많을수록 예치 이자율을 자동적으로 높아진다.

: 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

우선, 이자 수익 관점에서 DeFi가 CeFi 대비 비교 우위를 가져가는데,

1) 프로토콜 수수료를 제외하면 대출 이자 -> 예금 이자로 반영되기 때문에 전통 금융 시장의 인건비 & 임차료 등의 부대비용이 제거되며,

2) CeFI 담보 자산(예금)의 수익은 기준금리에 묶여 제한적이나, DeFi의 담보자산(ETH)은 '스테이킹(네트워크 보안 역할)' 보상 + 수수료 추가 수익이 발생하며,

3) DeFi는 담보자산에 대한 파생토큰을 활용한 추가적인 대출/스왑 등에서의 수익 + 이용 플랫폼의 토큰 수익까지 가능해진다.

결론적으로 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 제공한다고 정리해 볼 수 있다.

CeFI & DeFi 비교 차트

구분	전통금융/CeFi (예금 담보)	블록체인/DeFi (ETH, stETH 등 담보)
담보 자산 수익	은행이 운용 → 예금자에 이자 지급	스테이킹/DeFi 에서 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

자료: 유안타증권 리서치센터

참고로 DeFi 스테이킹 프로토콜은 크게 2가지로 구분되는데, 1) 스테이킹(Staking Pool) – 코인 예치하고 검증에 대한 보상 수익, 2) 리퀴드 스테이킹 프로토콜(LSD) – 예치 자산에 대한 파생 토큰을 발급받고, 유동성을 유지한 채 보상도 받는 방식으로 구분해 볼 수 있다.

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 정책에 따름)

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 카테고리별 운영 현황

Category	Protocols	Combined TVL	1d Change	7d Change	1m Change
Liquid Staking	244	$78.299b	1.43%	-9.85%	11.09%
Lending	543	$74.582b	0.96%	-5.71%	9.44%
Bridge	125	$52.498b	0.69%	-8.07%	-5.02%
Restaking	14	$27.947b	0.68%	-8.13%	5.57%
Dexs	1750	$23.253b	2.23%	-5.46%	1.04%
Canonical Bridge	80	$19.944b	-0.12%	-9.35%	-3.75%
Liquid Restaking	29	$15.882b	0.34%	-11.98%	8.15%
Yield	576	$14.912b	2.45%	6.03%	44.31%
RWA	105	$14.774b	0.50%	5.09%	21.10%
Basis Trading	29	$14.753b	0.68%	4.75%	59.67%
Onchain Capital Allocator	38	$11.037b	0.61%	-4.99%	-7.56%

자료: DeFiLlama, 유안타증권 리서치센터

디파이 프로토콜별 운영 현황

Name	Category	TVL	1d Change	7d Change	1m Change
Lido	Liquid Staking	$38.038b	1.85%	-9.02%	15.02%
Aave	Lending	$36.913b	1.01%	-6.52%	12.93%
EigenLayer	Restaking	$19.544b	2.51%	-10.98%	10.41%
Binance staked ETH	Liquid Staking	$13.747b	1.83%	-9.04%	27.81%
Ethena		$11.837b	0.88%	6.89%	84.82%
ether.fi		$11.208b	0.55%	-10.52%	12.28%
Pendle	Yield	$9.842b	2.67%	13.89%	72.76%
Spark		$7.511b	0.71%	-11.06%	-6.63%
Morpho	Lending	$6.577b	0.26%	0.57%	18.82%
Sky		$6.149b	-0.28%	-8.10%	8.44%
Uniswap	Dexs	$5.931b	0.89%	-6.13%	2.73%

자료: DeFiLlama, 유안타증권 리서치센터

Defi 생태계는 다음 챕터에서 설명할 '스테이블 코인'의 본격적인 시장 개화에 맞춰 성장의 궤를 함께 할 것이라 예상된다.

스테이블 코인 출시 이전의 Defi 대출 플랫폼의 경우,

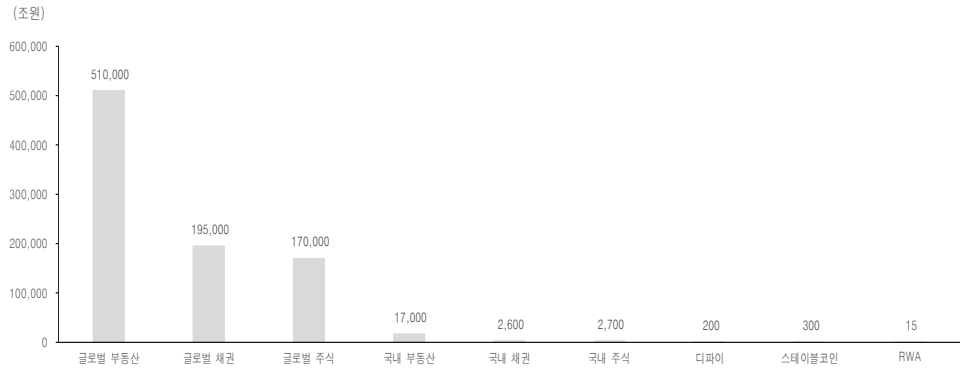
1) 담보 자산(ETH)과 대출 자산(BTC) 모두 변동성이 큰 자산이었기 때문에 프로토콜 차원에서 '예측'과 '리스크 관리'가 매우 복잡했으며, 더 높은 담보 비율을 요구해 활용성이 제한적이었다. 이러한 측면에서 가격 변동성이 최소화된 스테이블 코인의 등장은 디파이 생태계의 안정적인 확장성을 부여하는 역할을 할 것이라 예상된다.

2) 암호 자산을 담보로 스테이블 코인을 활용해 실물 결제, 투자 등 유동화가 훨씬 다양하게 이뤄 질 수 있다는 점도 매력적이다.

3) 美 정부 주도하에 규제 승인된 스테이블 코인은 디파이 시장에 제도권 기관 투자자 참여를 촉진시키는 유인책이 되고 있으며, 시장 전반적인 청산 리스크를 감소시키는 효과를 가져올 것이라 판단된다.

더욱이 '실물 자산 토큰화(RWA) 시장 개화' 역시 스테이블 코인 그리고 디파이 시장 성장을 매우 가파르게 촉진시킬 요소라 예상된다. 현재 원화 가치 기준 대략적인 글로벌 시장 규모는 디파이 200조원, 스테이블 코인 300조원, RWA(STO포함) 15조원에 그치는 아주 초기 시장이다.

주요 자산군 별 시장 규모 현황



자료: DeFiLlama, 유안타증권 리서치센터

美 정부가 주도하는 글로벌 '스테이블 코인'

'스테이블 코인'은 법정화폐나 다른 안정적인 자산을 연동하여 1:1 고정된 비율로 가치를 유지할 수 있게 설계된다. 변동성이 큰 타 디지털 자산 대비 송금, 결제, 자산 보관 수단으로 최근 시장에서 크게 각광받고 있다.

스테이블 코인은 1) 법정화폐 담보형(Fiat-collateralized Stable coins), 2) 암호화폐 담보형(Crypto-collateralized Stable coins), 3) 원자재 담보형(Commodity-collateralized Stable coins), 4) 알고리즘 기반형(Algorithmic Stable coins) 등 크게 4 가지 유형으로 분류되는데,

1) 법정화폐 담보형은 법정화폐를 담보로 하며, 대표적인 스테이블 코인은 USDT(테더), USDC(서클), 바이낸스 USD(BUSD), PYUSD(페이팔) 등이 있다.

2) 암호자산 담보형은 암호화폐를 담보로 하며, 일반적으로 초과 담보화를 통해 가격 안정성을 유지한다. 대표적인 예로는 DAI(Maker Dao), crvUSD 등이 있다.

3) 원자재 담보형은 금, 은 등 원자재를 담보로 사용하여 그 가치를 유지하는 스테이블 코인이다. 대표적인 예로는 팍스골드(PAXG), XAUT(테더 골드) 등이 있다.

4) 알고리즘 기반(Algorithmic Stable coins)형으로 담보가 아닌, 알고리즘과 스마트 컨트랙트를 통해 수요와 공급을 자동으로 조정하여 가치를 유지한다.

스테이블 코인 유형

종류	설명	주요 예시
법정화폐 담보형	법정화폐를 담보로 하며, 담보 자산을 신탁 계좌 등에 보관함	테더(USDT), USD 코인(USDC), 바이낸스 USD(BUSD), PYUSD(PayPal))
암호자산 담보형	암호화폐를 담보로 하며, 초과 담보화로 가격 안정성을 유지	DAI(Maker Dao), crvUSD
원자재 담보형	금, 은 등 원자재를 담보로 가치를 유지	팍스골드(PAXG), XAUT(테더 골드)
알고리즘 기반형	알고리즘과 스마트 컨트랙트로 수요와 공급을 자동 조정하여 가치를 유지	테라 USD(UST, 과거 사례)

자료: 유안타증권 리서치센터

현재 유통 스테이블 코인의 대부분은 美 달러에 연동되어 있다. 그 중에서도 테더(USDT)와 서클(USDC)이 압도적으로 높은 시장 점유율을 차지하고 있는데, 'USDT' 와 'USDC'의 합산 시가총액은 전체 스테이블 코인 시장의 약 85%를 차지하고 있다.

'USDT'는 글로벌 거래소와 일반적인 암호화폐 거래에서 가장 많이 사용되고 있다. 투명성과 규제 준수 측면에서 다소 아쉬운 상황이나 스테이블 코인 시장 선점 효과는 여전히 강력하게 지속되고 있다.

'USDC'는 기관 투자자 및 규제를 중시하는 환경에서 선호되며, 투명성(월간 감사보고서 제출_보유 자산 구성 및 준비금 현황 보고)과 신뢰성을 중심으로 높은 평가를 받고 있다.

최근에는 USDe 와 같은 수익형 스테이블 코인도 빠르게 확장하고 있다. 법정화폐 연동형 스테이블 코인이 발행 주체가 이자 지급이 불가능한 제도적 측면에서 합성 달러를 활용한 수익 가치 매력도를 높인 영향이라 판단된다.

또 법정화폐 담보형 중에서도 PYUSD, FDUSD 등 새로운 유형의 스테이블 코인이 등장하며 시장의 특성 및 발행 주체의 성격에 따라 활용 범위와 접근 방식이 다양해지고 있다.

'PYUSD'는 글로벌 결제 플랫폼인 페이팔(PayPal)이 발행한 스테이블 코인으로, 자사의 결제 생태계 및 전자상거래 서비스와 통합하여 사용자들이 직접적인 결제 수단으로 활용하도록 설계되었다. 이는 전통적인 암호화폐 거래소 중심의 활용 방식을 넘어, 일반 사용자 대상의 결제 및 송금 수단으로 특화되었다.

'FDUSD'는 홍콩 소재의 First Digital Group 에서 발행한 것으로, 주로 아시아 시장 및 중국 디지털 금융 생태계를 겨냥한 스테이블 코인이다. 발행사와 서비스 지역이 기존의 글로벌 중심의 USDT 나 USDC 와 차별화된다.

주요 스테이블 코인 시가 총액 순위

	유형	발행사	시가총액	특징
USDT	법정화폐 담보형	Tether Limited	약 1700억 달러	시장 점유율 약 60%, 높은 유동성, 글로벌 거래 및 송금 주도
USDC	법정화폐 담보형	Circle	약 730억 달러	기관 신뢰 기반, 투명성 강조, 규제 명확성
USDe	혼합 · 수익형	Ethena	약 140억 달러	합성 달러, 차익거래 수익 제공, 강한 이자 기능
USDS	혼합 담보형	Sky Protocol	약 81억 달러	담보 자산 다변화, 가격 안정성 강화
DAI	암호자산 담보형	MakerDAO	약 51억 달러	탈중앙화 기반, DeFi 내 사용 활발
USD1	법정화폐 담보형	World Liberty Financial	약 30억 달러	달러 연동 안정성, 다중 체인 인프라, 기관 중심 설계
Falcon USD	암호자산 담보형	Falcon Finance	약 20억 달러	이중 민팅 메커니즘, 온체인 유동성 확보
USDtb	국채펀드 담보형	Ethena	약 18억 달러	실물 자산 기반, 멀티체인 지원
BFUSD	법정화폐 담보형	Binance	약 18억 달러	델타 중립 거래
PYUSD	법정화폐 담보형	Paypal	약 17억 달러	PayPal 의 디지털 지불 수단 확장

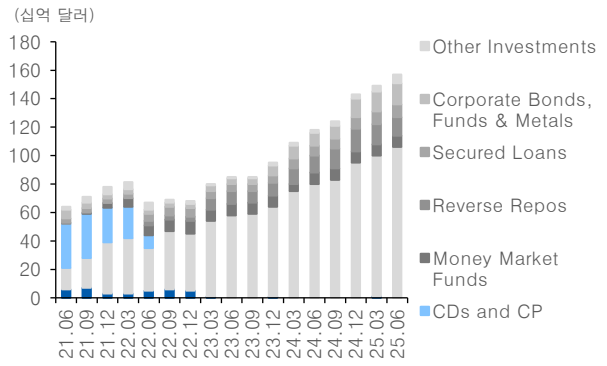
자료: 유안타증권 리서치센터

미국이 스테이블 코인 도입에 적극적인 태도를 보이는 그 중심에는 글로벌 달러 패권 유지와 동시에 긍정적인 재정 확보 수단으로 활용 가치가 높기 때문이라 판단된다.

1) 우선, 달러 기반 스테이블 코인은 전 세계 어디든 더욱 빠른 유통 속도를 가져 갈 것이고, 개발도상국과 이민자 커뮤니티 등 금융 소외 계층의 참여 기회를 넓히는 수단이 된다.

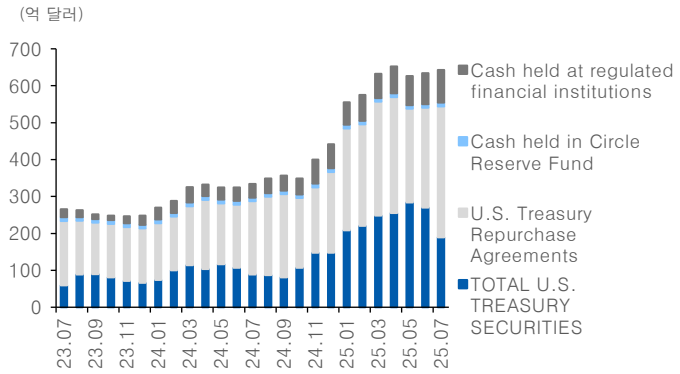
2) 더욱이 미국 정부는 스테이블 코인을 국채 수요 기반의 확장이라는 측면에서 더욱 적극적인 입장을 취하는 것으로 보인다. 주요 스테이블 코인은 발행량 대부분을 단기 미국 국채에 연동된 자산으로 담보하게 되며, 신규 코인 발행량의 증가는 美 국채 수요 증가로 직접적인 영향을 미치는 구조이다. 대표적인 美 달러 기반 스테이블 코인 USDT 와 USDC 의 담보 자산 현황을 살펴보면 꾸준히 미 국채 보유량이 지속적으로 증가하고 있음을 명확하게 확인할 수 있다.

USDT(테더) 담보 자산 보유 현황



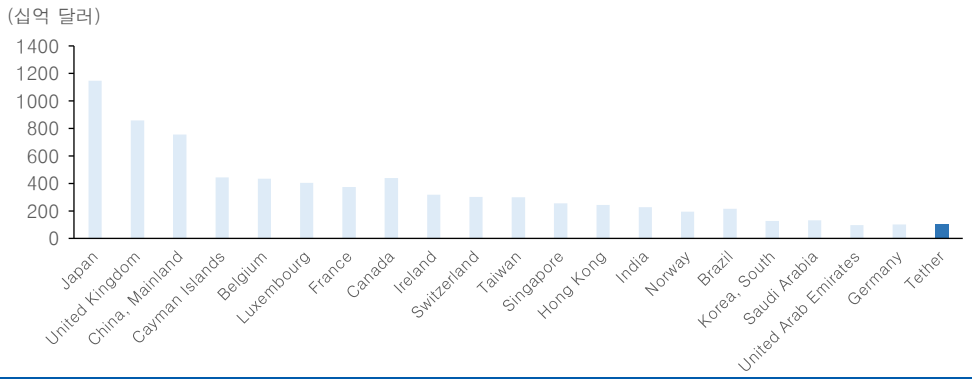
자료: 테더, 유안타증권 리서치센터

USDC(써클) 담보 자산 보유 현황



자료: 서클, 유안타증권 리서치센터

美 국채 보유량 순위



자료: US Department of the treasury, 써클 유안타증권 리서치센터

'스테이블 코인'의 활용 장점

스테이블 코인의 활용 장점은 크게 5가지로 요약해 볼 수 있는데, 1) 빠른 결제 속도 및 낮은 수수료, 2) 접근성, 3) 통화 대체 수단, 4) 거래 투명성 및 감사 가능성, 5) 프로그래머블 결제 지원 등이다.

스테이블 코인의 핵심 장점

구분	내용
빠른 결제 & 낮은 수수료	– 24/7 실시간 결제 – 기존 뱅킹 대비 비용 효율적
접근성 향상	– 은행 인프라 없이 스마트폰 지갑을 통해 사용 가능 – 신흥국 중심으로 빠르게 확산
통화 대체 수단	– 고인플레이션 국가에서 가치 저장 수단 – 스테이킹 · 디파이 통해 달러 기반 이자 수익 확보 가능
거래 투명성 & 감사 가능성	– 블록체인 기반 거래 이력 공개 – 외부 감사를 통한 준비금 공개로 신뢰성 증가
프로그래머블 결제 기능	– 스마트 컨트랙트로 자동 조건부 결제 가능 – 금융 자동화 가능성 확대

자료: 유안타증권 리서치센터

1) '빠른 결제 속도 및 낮은 수수료 비용', 블록체인 네트워크를 활용한 결제는 24시간, 365일 실시간으로 사용 가능하고, 기존 뱅킹 시스템 대비 비용 효율적이다.
2) '접근성', 은행 인프라가 부족한 국가나 지역에서 스마트폰 지갑만 있으면 누구나 사용 가능하다. 최근 신흥국을 중심으로 빠르게 확산되는 이유다.
3) '통화 대체 수단', 인플레이션이 심하거나 외화 접근이 어려운 국가에서 안정적인 가치 저장 수단으로 활용 가능하며, 스테이킹/디파이 등을 통해 달러 기반 이자 수익 확보에도 용이하다.

특히, 국제 송금 영역에서 비용 효율화가 큰 것으로 파악된다. 국제간 송금을 위해서는,

1) 온라인/모바일 앱 혹은 은행 지점 방문을 통해 송금을 위한 정보를 제공(수신자 성명, 수취인 주소, 수취인의 은행명, 주소, 국가, 수취인 계좌번호 및 종류, 수취인의 라우팅 번호(미국) 또는 BIC/SWIFT 코드(국제 은행 식별자), 이전 사유 등),

2) 은행간 통신: SWIFT네트워크를 통해 수취인의 은행과 통신,

3) 송금 경로에 따라 중개 은행을 이용(수수료 발생), 수취인의 계좌 통화와 다른 통화를 송금하는 경우 환전(수수료 발생), 자금이 수취인의 은행에 도착하면 수취인 계좌에 입금의 절차가 이루어진다.

현재의 시스템은 송금 수수료, 수신 수수료, 중개 은행 수수료, 외환(환전) 수수료까지 총 4가지의 수수료가 발생하는 구조로, 국내에서 미국으로 $1,000를 송금할 때 비용이 약 $30 ~ $60 수준으로 대략 3~6% 발생한다고 이해하면 된다. 또, 국제 송금의 경우 일반적으로 은행 영업일 기준 2~5일 소요되며, 고객 확인(KYC) 및 자금세탁방지(AML) 절차와 은행 영업 시간 등의 요인으로 송금 시간이 지연될 수 있다.

반면, 스테이블 코인을 활용한 국제 간 송금의 경우 비용과 거래 시간 측면에서 월등히 효율적인 측면을 보유하고 있다.

USDT(테더) 기준, 1,000 USDT 송금 기준 블록체인 네트워크 수수료는 대략 1~3 USDT 수준으로 형성되며, 거래소를 통한 인출 수수료는 1~2 USDT 수준으로 대부분 고정 수수료를 받고 있다. 참고로 송금 금액이 크면 수수료 비중이 낮아지는 구조로 비용 효율성이 커진다. 이더리움 블록체인을 사용할 시 5~10분, 트론 / 바인낸스 스마트체인 / 솔라나 / 폴리곤 등의 블록체인을 활용할 시 1분 내외로 송금 시간을 단축할 수 있다.

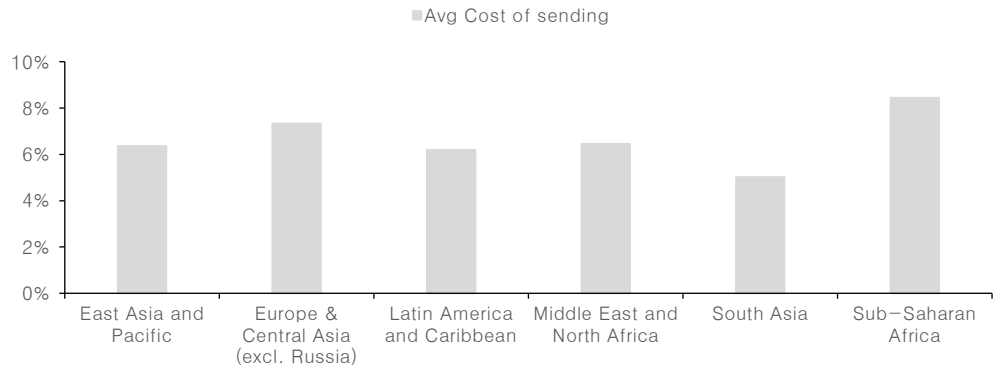
또한, 국제 송금 수수료의 경우 지역에 따라서도 그 차이가 매우 큰 상황이다. 사하라 이남 아프리카 지역의 경우 평균 송금 수수료율이 약 8.45%(3Q24 기준)에 달하는데 중개 기관 및 환전 수수료 부담이 가중되기 때문이다. 스테이블 코인은 금융 시스템으로의 접근성 향상과 통화 대체 수단으로 서의 활용성이 지속적으로 증가할 것이란 판단이다.

기존 뱅킹 시스템 vs 블록체인 기반 스테이블 코인

항목	기존 뱅킹 시스템 (국제 송금)	스테이블 코인 활용 송금
거래 시간	평균 2~5 영업일 (SWIFT 기준)	수초~수분 (블록체인 네트워크에 따라 다름)
수수료 구조	송/수신 수수료, 중개은행 수수료, 환전 수수료	네트워크 수수료: 수십 원 ~ 수천 원 (중개 없음)
중개기관	송금은행 → 1~3개 중개은행 → 수취은행	지갑 → 지갑 직접 전송
접근성	은행 계좌 필요, 업무시간 내 이용 가능	인터넷과 지갑만 있으면 24시간 송금 가능
추적 및 투명성	중개은행을 거쳐 송금 추적이 어렵고 지연 발생 가능	블록체인 상 실시간 추적 가능, 모든 거래 기록 투명
환율 리스크	환전 시 손실 가능성 존재 (특히 비주류 통화 간 거래 시)	대부분 USD 기반 스테이블 코인 사용 → 환율 리스크 최소화

자료: 스트라이프, 레이어1 블록체인 각사, 유안타증권 리서치센터

지역별 송금 수수료율 비교



자료: Artemis, Castle island ventures, 유안타증권 리서치센터

4) '거래 투명성 및 감사 가능성', 모든 거래 내역이 투명하게 분산원장에 실시간으로 기록되며 누구나 확인 가능하다. 최근 법적 제도화가 빠르게 진행되고 있어 외부 감사를 통한 실제 준비금 현황까지 공개되어 신뢰성이 높아지고 있다.

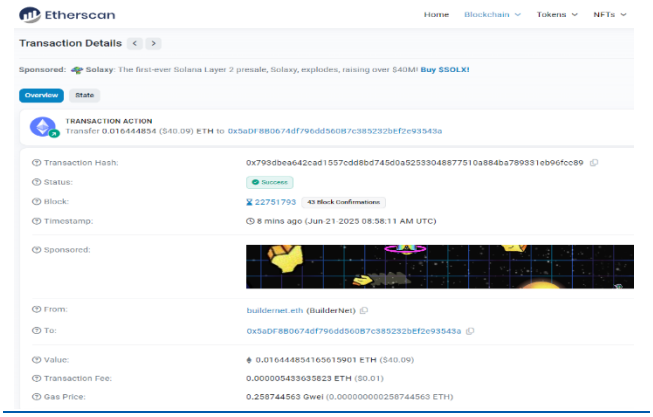
블록체인(퍼블릭) 네트워크를 활용한 거래 내역은 모두 분산 원장에 기록된다. 신규 거래는 '트랜잭션'을 생성하고 일정 시간이 지나면 블록에 영구적으로 저장되는 방식으로 누구나 해당 정보를 직접 확인할 수 있기 때문에 거래 투명성을 담보한다.

현재 스테이블 코인 거래가 이뤄지는 퍼블릭 블록체인 네트워크는 거래, 주소, 블록 정보를 검색할 수 있는 익스플로러를 통해 거래된 지갑 주소, 거래 해시, 거래 토큰 등을 검색하면, 해당 지갑의 입출금 내역과 거래시간, 수수료, 전송량 그리고 어떤 스마트 계약과 상호 작용했는지 등을 쉽고 편하게 확인 가능한 구조이다.

최근 美 트럼프 대통령 서명으로 법률로 제정된 'GENIUS Act'는 기존 제도권에 준하는 신뢰성을 부여한다. 'GENIUS Act(Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins)'는 결제 목적의 'Stablecoins'에 초점을 맞춘 연방 규제 체계로, 스테이블 코인에 대한 발행 및 운영 주체의 명확성과 감독 체계를 포함하는데, 발행사는 월간 재무 보고서 공개 의무화와 총 유통 규모가 50억 달러 이상인 경우에는 연간 외부 회계 감사 의무를 실시해야 한다.

특히, 발행되는 모든 스테이블 코인은 美 달러 및 단기 국채(T-bills) 등과 같은 가치 안정성과 환금성이 높은 자산으로 1:1 완전 담보해야 함을 강조한다. 또, AML(자금 세탁 방지), KYC(고객확인) 등의 보고 요구 사항도 기존 전통 제도권 금융 기관에 준하는 수준으로 대폭 강화되었다.

블록체인 익스플로러를 통해 실시간으로 정보 검색 가능



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

5) '프로그래머블 결제 지원', 스마트 컨트렉트 기술을 통해 세부 조건에 따른 자동화된 금융 거래가 가능하다. 스테이블 코인은 기존 화폐의 개념 확장으로 이어질 것이라는 판단이다.

월 정기 구독료 결제 구조를 살펴보자. 기존 뱅킹 시스템의 경우 수동 처리 혹은 사전 설정된 금융 중개 기관을 통한 결제 구조가 형성되는 반면, 스테이블 코인의 경우 자동화 설계 구조를 통해 비용 효율화를 달성할 수 있다.

조건이 세분화되고 복잡해진 맞춤형 자동 정산의 경우 기존 뱅킹 시스템과의 격차는 현격히 커질 것이라 예상된다. 예를 들어, 기존 뱅킹 시스템의 경우 일명 '잊혀진 구독' 과 같은 일괄적인 자동 청구가 이뤄지는 반면, 조건부 스테이블 코인은 월 3회 이하 서비스 이용 시 자동 구독 취소 등의 맞춤형 자동 정산 시스템을 포함한 자동화된 지불 결제 수단으로 활용 될 수 있다.

현재는 공급자 위주의 계약 제어권이 우위에 있는 시장이라면, 스테이블 코인이 일반화된 미래의 계약은 수요자 우위 시장으로 변화될 것이다.

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: 앱 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 봇이 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;
```

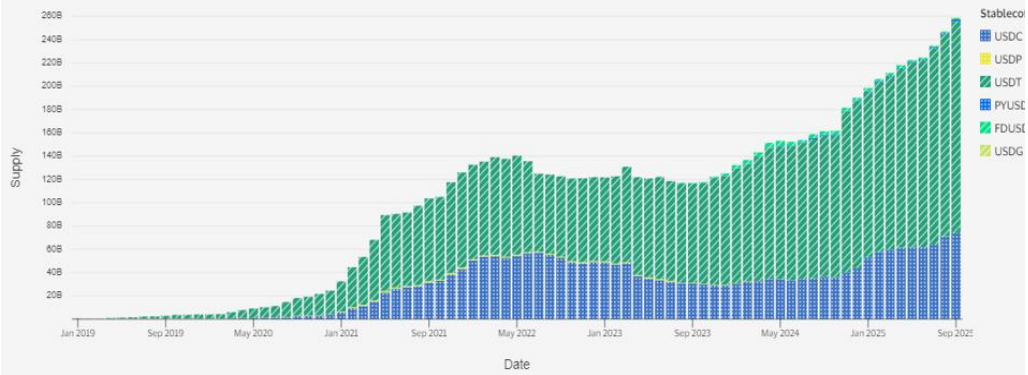
자료: 유안타증권 리서치센터

'스테이블 코인'의 공급 및 거래 현황

2025면 9월 기준 현재 시장에 유통 중인 스테이블 코인의 총 공급량은 약 $260B 수준으로 전년 동월 대비 약 +61.5% 가파른 증가 추이를 보이고 있다. USDT $181B(MS: 70%), USDC $74B(MS: 28%)으로 상위 2개의 스테이블 코인이 대부분을 차지하고 있으며, 전년 동월 대비 USDC(2024.09 MS: 22%)의 MS 확대 추이가 뚜렷하게 나타나고 있다.

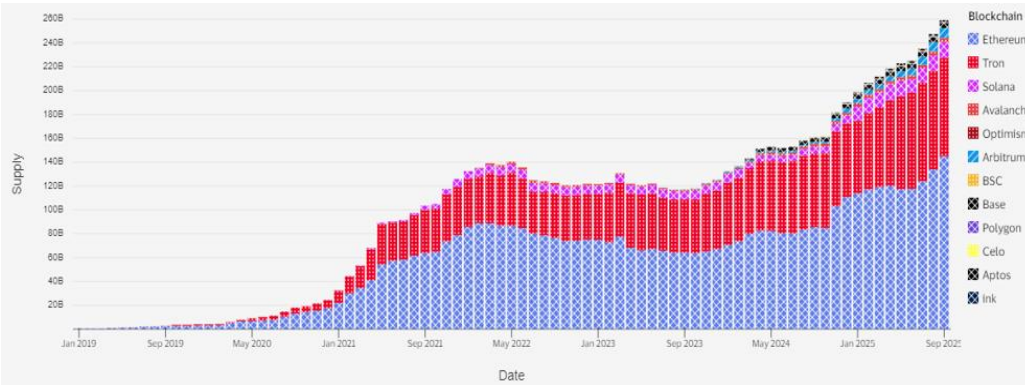
동기간 스테이블 코인 유통 블록체인별 점유율 현황은 이더리움 56%(2024.09 MS: 53%), 트론 32%(2024.09 MS: 39%)로 상위 2개 네트워크가 과점하고 있으며, 이더리움의 시장 점유율 확대 추이가 지속되고 있는 것으로 파악된다.

스테이블 코인 총 공급량 추이(2019.01~2025.09)



자료: ALLium, VISA, 유안타증권 리서치센터

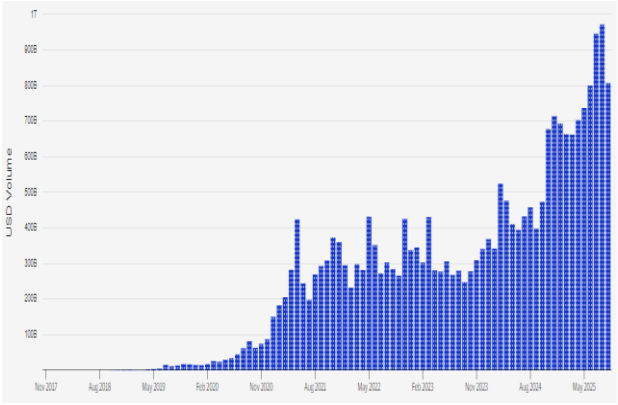
결제에 활용되고 있는 대표 스테이블 코인 USDT & USDC 결제 비중 현황



자료: ALLium, VISA, 유안타증권 리서치센터

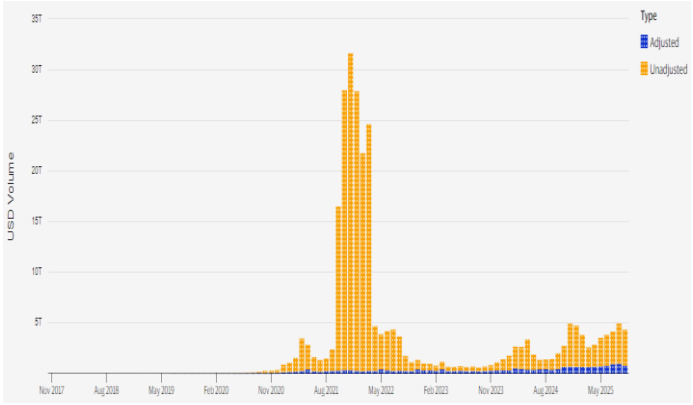
공급량 우상향 트랜드와 마찬가지로 '거래 볼륨' 역시 가파른 상승세를 기록하고 있다. 2025년 9월 기준 총 거래량은 $807B 수준으로 전년동월 대비 약 +103% 대폭 증가 수치 나타냈다. 참고로 스테이블 코인의 내부거래(거래소 등), 봇(프로그램 매매) 등의 노이즈를 최대한 제거한 수치로, 스테이블 코인의 제도권 진입 추이와 궤를 함께하고 있다.

글로벌 스테이블 코인 거래 볼륨 추이(2017.11~2025.09_조정후)



자료: ALLium, VISA, 유안타증권 리서치센터

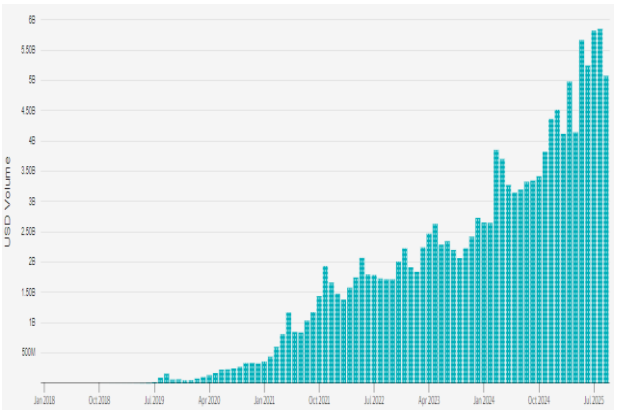
글로벌 스테이블 코인 거래 볼륨 추이(2017.11~2025.09_조정전)



자료: ALLium, VISA, 유안타증권 리서치센터

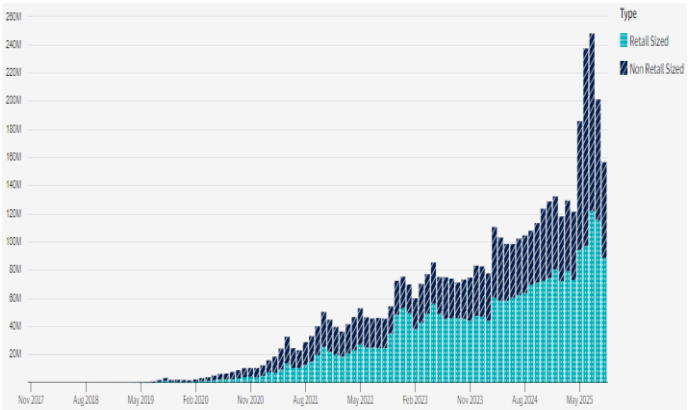
2025.02 기준 결제 유형별 거래 규모 비중은 B2B(기업간) 〉 P2P(개인간) 〉 Card(스테이블 코인 지갑에 연동된 직불/선불카드) 〉 B2C(기업고객간) 순으로 초기 P2P 영역에서의 거래가 주류였다면, 23년 하반기부턴 B2B 영역에서의 거래량이 시장을 선도하고 있다. 또한, 최근 글로벌 핀테크 플랫폼 '스트라이프'는 스테이블 코인을 통한 결제 옵션을 확장하였는데, 기존 신용카드 수수료 약 3% 수준대비 낮은 1.5%의 고정 수수료를 제시한다. 지원 통화는 대표적으로 美 서클사의 'USDC'를 포함 동사가 인수한 'Bridge'사의 'USDB'를 중심으로 하며, 전 세계 101개국에 신규 서비스가 오픈 된다. 소매 채널에서의 거래 규모 역시 지속적으로 증가 추이를 보일 것이라 예상된다.

글로벌 스테이블 코인 리테일 거래 볼륨 추이(2018.01~2025.09)



자료: ALLium, VISA, 유안타증권 리서치센터

글로벌 스테이블 코인 리테일 & 넌리테일 거래 건수 추이(2017.11~2025.09_조정전)



자료: ALLium, VISA, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: **이환욱**)
- 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 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 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.

기업분석(US)

Bitmine Immersion Technologies (BMNR)

Circle Internet Group (CRCL)

Strategy (MSTR)

Bitmine Immersion Technologies (BMNR)

황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가	-달러 (I)
현재주가	$ 50.50
컨센서스 주가	$ 60.00
상승여력	19%

국가	미국
상장거래소	NYSE American
산업 분류 (GICS 3)	소프트웨어&서비스
유동주식비율	7.6%
52주 최저/최고	1.93/161.00
일평균 거래량	33.5 백만
주요주주 (%)	ARK Investment (2.4%)

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.7	1,084	466
상대	2.9	7.9	17.3

이더리움의 생태계 우위 기반 De-Fi 시장 지배력 향유

Layer-2 차세대 인프라 채택과 Dencun 업데이트 등 인프라 효율화 지속으로 블록체인의 가스 수수료가 구조적인 하락을 지속하면서 단순 Smart-Contract 수행 기반의 인프라 서비스 제공자 역할이 약화되고. 이를 De-Fi 활동이 대체 중. 이 De-Fi 시장 M/S 1위 블록체인이 바로 이더리움. 올해부터는 2) 스테이킹과 3) 대출 사업 부문의 성장 기여도가 확대하는 등 발행된 코인과 블록체인 인프라 기반의 De-Fi 경제가 시장 성장을 견인하는 축으로 부상.

이더리움의 생태계 우위는 대출과 스테이킹 시장 지배력이 방증. 솔라나, BNB Chain 등 경쟁 블록체인은 이들의 타겟 시장인 발행시장(Tether), DEX(Raydium, pump.fun) 시장에서 빠른 트랜잭션 처리 속도와 정책 기반의 저렴한 수수료 경쟁력으로 시장 지배력을 유지. TVL 규모 2위 블록체인 Tron의 경우 포트폴리오가 스테이블코인 발행 업무로만 구성. 애플리케이션 dApp 시장의 50%를 차지하고 있는 한편, 신성장 프로젝트의 높은 성장 기여도에 기반한 견고한 포트폴리오가 경쟁우위(발행 49%, 대출 22%, 스테이킹 19%, '25.9).

mNAV 1배, 일시적인 모멘텀 약화 국면간 매수 기회 형성

22일 기준 242만개의 ETH를 보유한 Ethereum Treasury 1위 회사. FOMC 이후 모멘텀 약화 구간에 들어서면서 조정 국면에 진입했고, 자본 조달 가이드라인이 부재한 상황이나 22일 기준 mNAV 0.98배. 유통량 5% 보유 가이던스와 현재 보유량에 근거하면 추가 360만 개, 현재 주가의 $160억 규모의 자본 조달 필요.

MSTR과 같이 ATM 메커니즘 기반 mNAV 〉 1 구간에서 자금을 조달하는 방식을 취한다고 볼 때 희석 노이즈 부재 국면. 이더리움 블록체인의 De-Fi 시장 지배력과 성장성에 기반할 때 매수 기회 형성.

Summary (백만달러, 배, %)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	0.43	0.65	3.31	-	-
영업이익	-1.7	-2.3	-2.4	-	-
당기순이익	-2.0	-2.5	-3.3	-	-
PER				-	-
PBR				-	-
EV/EBITDA				-	-
ROE	-51.7	-36.1	-63.6	-	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이더리움 생태계 우위 기반 De-Fi 시장 지배력 향유

특정 프로젝트 스마트 컨트랙트 주소(Vault, Liquidity Pool, Collateral, Staking Contract 등)에 예치된 온체인 고객 자산이자 De-Fi 시장 잠재 수익 지표로 활용되는 Total Value Locked(TVL)가 24년 1월 $1,980억에서 25년 9월 $5,350억 규모로 지난 21개월 간 170% 증가했다. 스테이블코인 발행 중심의 1) 발행시장이 견인하는 시장 성장이 지속되고 있으나 올해부터는 2) 스테이킹과 3) 대출 사업 부문의 성장 기여도가 확대하는 등 발행된 코인과 블록체인 인프라 기반의 De-Fi 경제가 시장 성장을 견인하는 축으로 부상하고 있다('25.9 온체인 프로젝트별 TVL 비중 - 발행(52%) 〉 대출(20%) 〉 스테이킹(17%) 순).

Layer-2 차세대 인프라 채택과 Dencun 업데이트 등 인프라 효율화 지속으로 블록체인의 가스 수수료가 구조적인 하락을 지속하면서 단순 Smart-Contract 수행 기반의 인프라 서비스 제공자 역할이 약화되고. 이를 De-Fi 활동이 대체하고 있다. 이 De-Fi 시장 M/S 1위 블록체인이 바로 이더리움이다. 블록체인 위에서 작동하는 애플리케이션 dApp 시장의 50%를 차지하고 있는 한편, 신성장 프로젝트의 높은 성장 기여도에 기반한 견고한 포트폴리오가 경쟁우위다(발행 49%, 대출 22%, 스테이킹 19%, '25.9). TVL 규모 2위 블록체인 Tron의 경우 포트폴리오가 스테이블코인 발행 업무로만 구성되어 있다.

1) 리퀴드 스테이킹 (이더리움 M/S 93%, '25.9 Staked Asset)

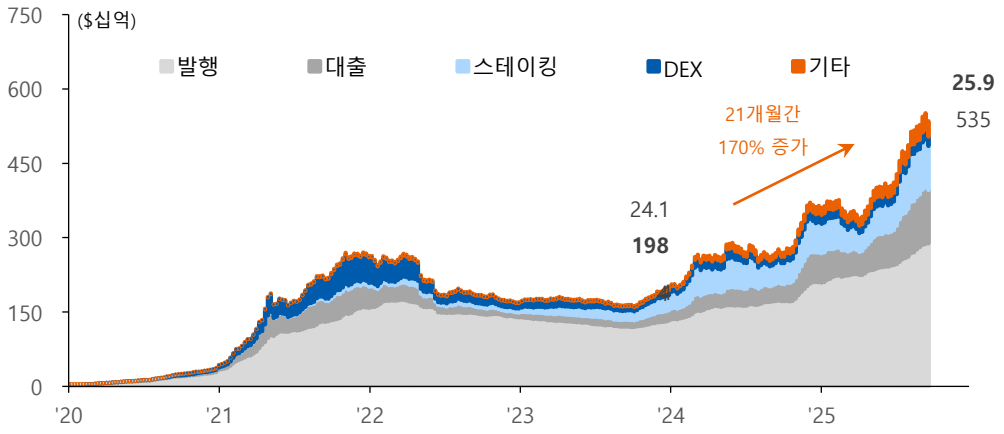
리퀴드 스테이킹은 "스테이킹+자산 유동성 확보"를 동시에 추구, 지급된 유동성 토큰이 다시 담보로 활용되거나 유동성 풀로 이동하기 때문에 블록체인 생태계 성장에 가장 중요한 역할을 수행한다. 리퀴드 스테이킹 시장 스테이킹 자산 규모는 24년 1월 $285억에서 25년 9월 $803억으로 지난 21개월 간 182% 증가하며 이더리움 토큰 가격 상승을 견인 중이다. TVL 기준 De-Fi 전체 프로젝트 20% 비중을 차지하고 있는데 전체 스테이킹 자산 93%가 이더리움 블록체인 위에 스테이킹되어있다.

2) 대출 (이더리움 M/S 79%, '25.9 Loan)

대출은 금리 Exposure와 같은 Tradi-Fi 시장 영향에서 절연된 레버리지 기반의 De-Fi 시장 대표 성장 파이프라인이다. 특히 최근 FOMC 이후 시장 금리 반등 국면간 네이티브 토큰 가격과 스테이킹 시장 내 유동성이 영향을 받고 있는 국면에서도 APY 매력 기반의 수요 확대를 토대로 8월 이더리움 블록체인 GDP 기여도 2위로 올라선 시장이다. 24년 1월 $71억에서 25년 9월 $462억 규모로 지난 21개월 간 548%로 가파르게 증가했는데, 온체인 대출 전체의 80%가 이더리움 블록체인 위에서 진행되었다.

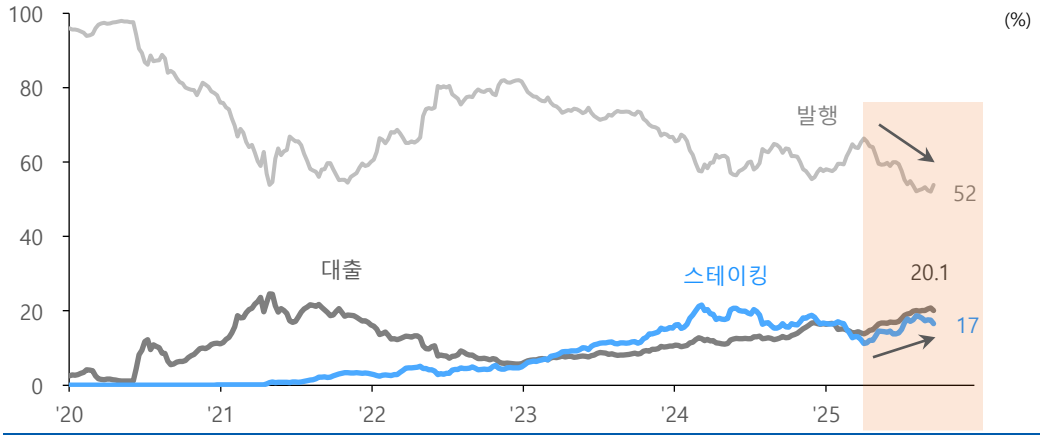
한편, 신흥 블록체인 부상에 따른 경쟁 심화 우려는 제한적이다. 이더리움의 생태계 우위는 대출과 스테이킹 시장 지배력이 방증하고 있다. 솔라나, BNB Chain 등 경쟁 블록체인은 이들의 타겟 시장인 발행시장(Tether), DEX(Raydium, pump,fun) 시장에서 빠른 트랜잭션 처리 속도와 정책 기반의 저렴한 수수료 경쟁력으로 시장 지배력을 유지하고 있다. 블록체인 핵심 자산은 해당 블록체인 네이티브 토큰의 담보 가치다. 네이티브 토큰의 담보 가치를 기반으로 Aggregator, 금고 등 인프라와 해당 블록체인의 생태계 우위를 활용해 다시 담보 가치를 제고하는 것이다. 이더리움은 경쟁 블록체인이 보유하지 못한 네이티브 토큰 기반의 선순환을 창출할 수 있는 Software-Power 경쟁 우위 요소로 갖추고 있다.

[차트 1] 시장별 TVL(Total Value Locked) 추이



자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 2] 주요 시장별 TVL(Total Value Locked) 비중 추이



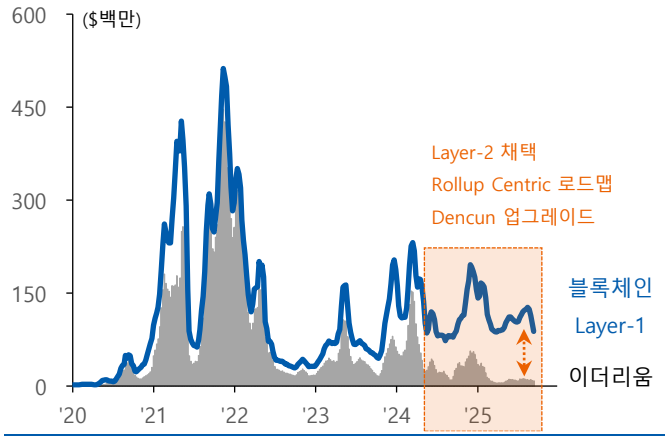
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[표 1] TVL(Total Value Locked)을 구성하는 주요 Smart Contract 유형

구분	내용
금고 주소 (Vault)	특정 Smart Contract 에 자산을 예치해 자동 운용/보관/관리 Valult 에 자산을 넣으면 Contract 에 따라 다양한 DeFi 전략으로 자산을 운용 예치된 토큰은 DeFi 프로토콜에 공급(예치/대출/유동성)되어 자동으로 이자 창출
유동성 풀 (Liquidity Pool)	DEX(탈중앙화 거래소)에 예치되어 거래 유동성을 공급하는 토큰 페어 DEX 거래 수수료의 일부가 LP 에게 지급. Ex. Uniswap
대출 담보 계정 (Collateral Contract)	Aave, Compound 와 같은 대출 프로토콜에 담보로 들어간 자산 사용자가 ETH, USDC 등을 예치
스테이킹	토큰을 스테이킹해서 리워드를 받는 구조 Ex. Lido Finance 의 ETH2 스테이킹 컨트랙트 - stETH 발행과 연결

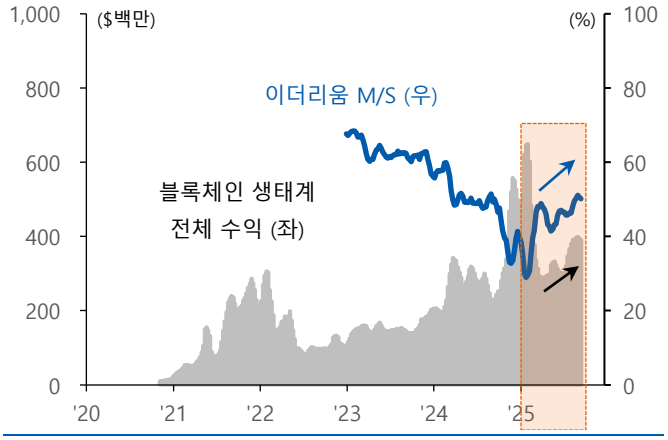
자료: 유안타증권 리서치센터

[차트 3] 블록체인별 dApp 수익(Fee) 창출 규모 - 대출, DEX, 트랜잭션 수수료



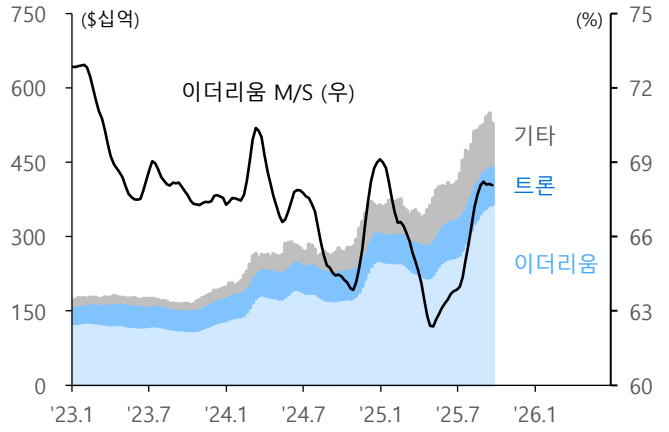
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 4] dApp 시장 규모



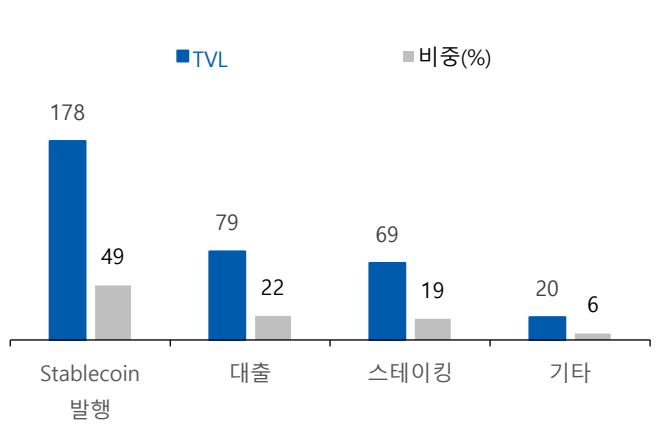
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 5] 블록체인별 생태계 전체 TVL 규모 - 이더리움 M/S ('25.9 68%)



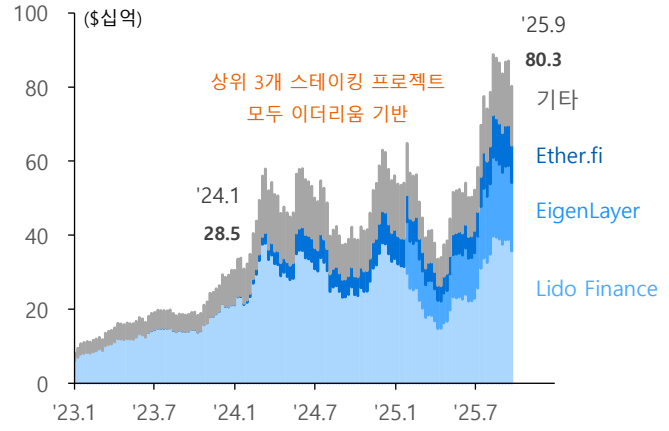
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] 이더리움 블록체인 시장별 TVL 규모



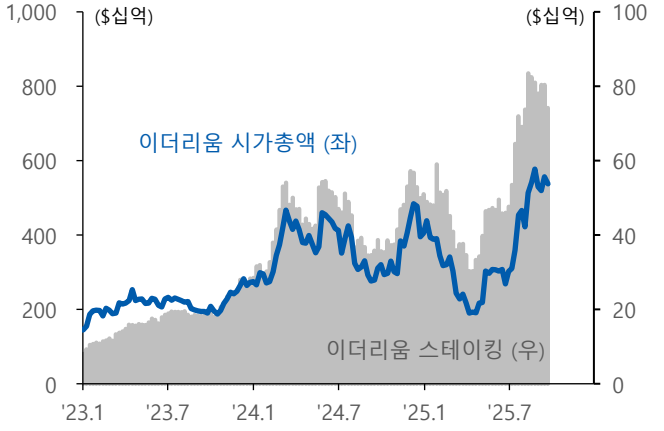
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 7] Liquid Staking 시장 프로젝트별 스테이킹 자산 규모



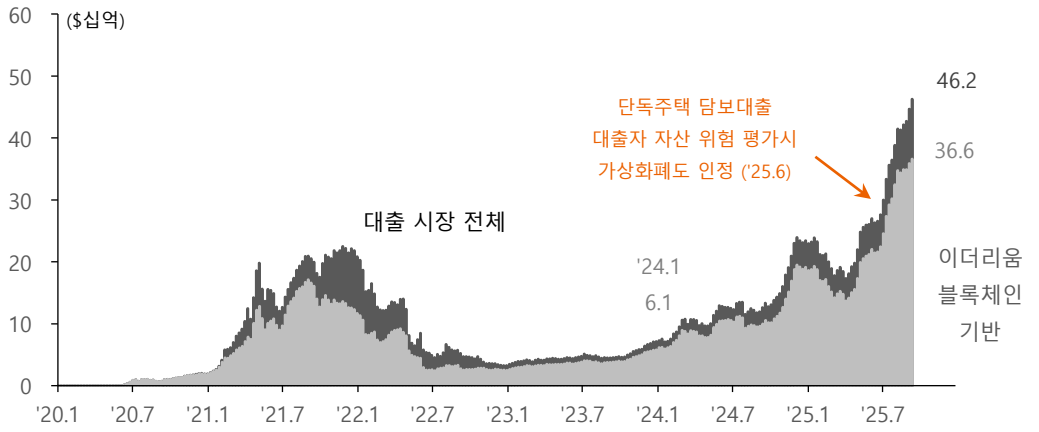
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 8] 이더리움 가격, Liquid Staking 시장에 스테이킹한 자산 규모와 동행



자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 9] 온체인 대출 시장 대출 규모 - De-Fi 시장 성숙도 지표. 이더리움 생태계 GDP 창출 기여도 2 위



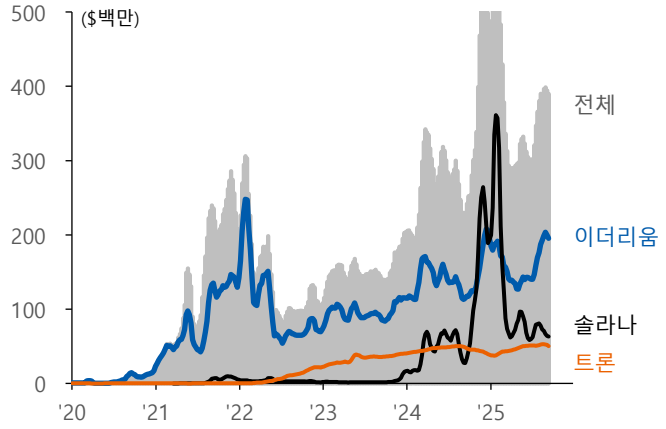
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[표 2] stETH-staking Ether 토큰 개념 설명

구분	내용
개념	이더(ETH)를 토큰화하여 표현한 것.
메커니즘	스테이킹 플랫폼(i.e., Lido Finance) 내 이더리움 스테이킹 시 stETH 토큰 지급. 32ETH 요건 없이 스테이킹 참여 가능. 예치 시 생성되고, 상환 시 소각. stETH 토큰은 플랫폼 내 스테이킹된 이더리움과 1:1 연동. stETH 가치는 이더리움 보유량을 반영
이점	이더리움이 일정 기간 락업되는 기존 스테이킹과 달리, stETH 토큰은 유동성을 유지 스테이킹 기간이 끝날 때까지 다양한 DeFi 애플리케이션 내 stETH 토큰을 거래, 판매, 활용 가능
사용 사례	유동성 풀, 대출 플랫폼, 이자 농사, 파생상품 거래에 참여 가능 ETH 및 기타 자산과 함께 Pooling 이 가능해 필요에 따라 stETH 와 ETH 간의 원활한 교환이 가능

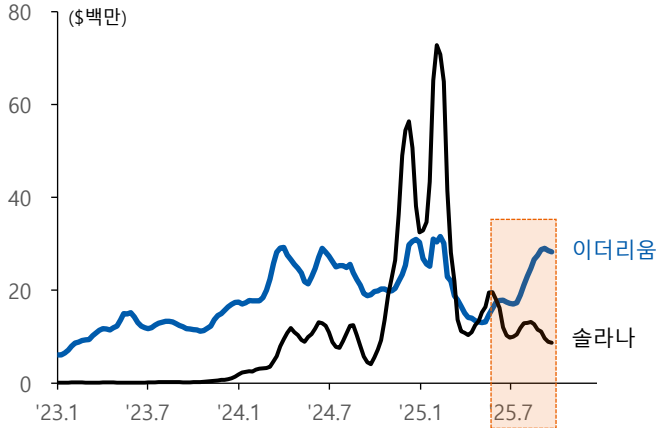
자료: BINANCE ACADEMY, 유안타증권 리서치센터

[차트 10] 블록체인별 GDP_dApp 수익 규모 - 대출, DEX, Smart Contract 등



자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 11] Liquid Staking GDP_dApp 수익 비교



자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

Bitmine Immersion Technologies (BMNR) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	-	0.0	0.4	0.6	3.3
매출액증가율 (%)	-	-	-	50.9	413.0
매출원가	-	0.0	0.6	0.4	2.5
매출총이익	-	0.0	-0.1	0.2	0.8
판관비	-	0.1	0.2	0.3	0.4
영업이익	-	-0.1	-1.7	-2.4	-2.4
영업이익증가율 (%)	-	-	적지	적지	적지
EBITDA	-	-	-1.7	-1.9	-1.5
영업외손익	-	0.0	0.3	0.1	0.8
외환관련손익	-	0.0	0.0	0.0	0.0
이자손익	-	0.0	0.3	0.1	0.2
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	-	0.0	0.0	0.0	0.6
법인세비용차감전순손익	-	-0.2	-2.0	-2.5	-3.3
법인세비용	-	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업순손익	-	-0.2	-2.0	-2.5	-3.3
중단사업순손익	-	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-	-0.2	-2.0	-2.5	-3.3
지배순이익증가율 (%)	-	-	적지	적지	적지

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-	-0.1	-1.6	-0.8	0.0
당기순이익	-	-0.2	-2.0	-2.5	-3.3
유무형자산상각비	-	-	0.0	0.5	0.9
기타비현금손익 조정	-	0.1	0.8	1.3	1.3
매출채권증감	-	-	-1.0	-0.1	0.4
재고자산증감	-	-	-	-	-
매입채무증감	-	0.0	0.1	0.0	0.4
투자활동 현금흐름	-	-0.4	-6.1	-0.6	-0.1
인수 및 사업	-	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-0.4	-6.1	-0.6	-0.1
유형자산 감소	-	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-	0.7	7.9	1.3	0.3
차입금 증감	-	0.2	2.8	1.3	0.3
자본금 증감	-	0.5	5.2	0.0	0.0
현금배당	-	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	-	0.2	0.2	-0.1	0.2
기초 현금	-	0.0	0.2	0.4	0.3
기말 현금	-	0.2	0.4	0.3	0.5
NOPAT	-	-0.1	-1.8	-2.4	-2.6
FCF (Free Cash Flow)	-	-0.5	-7.7	-1.4	-0.1

자료: Bloomberg, 유안타증권

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	-	0.2	0.9	0.9	1.6
현금및현금성자산	-	0.2	0.4	0.3	0.5
매출채권	-	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	-	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	-	0.4	7.1	7.3	5.7
유형자산	-	0.4	6.5	4.9	4.8
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	1.0	0.7
기타투자자산	-	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	-	0.6	8.0	8.2	7.3
유동부채	-	0.3	0.3	1.6	3.1
매입채무 및 미지급금	-	0.0	0.1	0.2	0.7
단기차입금	-	0.3	0.0	1.3	1.6
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	-	0.0	0.3	0.4	0.1
장기차입금	-	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	-	0.3	0.6	1.9	3.2
자본금	-	0.0	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	-	0.8	9.9	11.2	12.3
이익잉여금	-	-0.5	-2.5	-4.9	-8.2
비지배지분	-	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	-	0.4	7.4	6.3	4.1
순차입금	-	0.1	-0.4	1.0	1.1
총차입금	-	0.3	0.0	1.3	1.6

재무지표 및 밸류에이션

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	-	-0.4	-1.0	-1.0	-1.4
BPS	-	0.2	3.0	2.5	1.6
EBITDAPS	-	-0.2	-0.8	-0.3	0.0
SPS	-	0.0	0.2	0.3	1.3
DPS	-	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	252.3	5.6	5.6	7.1
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
PSR	-	-	85.7	53.2	8.7
ROE	-	-	-51.6	-36.1	-63.7
ROIC	-	-	-44.2	-32.4	-39.6
ROA	-	-	-46.5	-30.5	-42.5
부채비율 (%)	-	76.9	0.0	20.8	39.8
순차입금/자기자본 (%)	-	16.2	-5.3	16.5	27.5
매출총이익률 (%)	-	-	-30.2	34.5	23.0
영업이익률 (%)	-	-	-400.8	-374.0	-73.9
당기순이익률 (%)	-	-	-468.9	-382.0	-99.5
EBITDA 마진율 (%)	-	-	-400.1	-301.0	-46.0

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **황병준**)
- 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 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 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.

Circle Internet Group

(CRCL)

황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가	-달러 (I)
현재주가	$ 174.63
컨센서스 주가	$ 126.99
상승여력	38%

국가	US
상장거래소	New York
산업 분류 (GICS 3)	소프트웨어&서비스
유동주식비율	57.5%
52주 최저/최고	64.00/298.99
일평균 거래량	-
주요주주 (%)	IDG-Accel China (9.9%)

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	-3.8	-29.6	-
상대	-6.6	-37.6	-

위대한 발행 포지션! Base 기반 수직 계열화도 가세

동사의 Total Value Locked(TVL)는 24년 1월 $247억에서 25년 9월 $730억 규모로 지난 21개월 간 95% 증가. 블록체인별 USDC, EURC TVL 추이에 따르면 24년 초 이후로 이더리움 외 타 블록체인의 USDC TVL 확대가 주도. 이는 블록체인간 USDC 송금을 가능하게 하는 CCTP(Cross-Chain Transfer Protocol) 인프라에 기반.

블록체인간 송금을 발행사 주도의 스테이블코인 소각과 재발행(Burn & Mint) 절차를 통해 구현, 기존의 브릿지 인프라 등을 통한 Wrapped 토큰(타 블록체인에서 사용 가능한 파생 토큰) 발행 절차를 수반하지 않아 브릿지 보안 문제에서 자유롭고, 무엇보다 발행사인 동사가 블록체인간 네트워크 효과를 구가할 수 있으며 또한, 온체인 유저의 크로스체인 활동 간소화는 USDC 채택의 경쟁 우위 요소로 연결.

Coinbase의 Ethereum Layer-II 블록체인 Base는 dApp 수익 60% 이상이 DEX 거래 수수료에서 발생하는데 해당 수수료의 2/3이 Uniswap에서 발생. Uniswap 수익에 대한 지분율이 지속 상승하고 있는데 DEX 익스포저 확대는 CCTP의 네트워크 효과 극대화, CRCL의 발행-블록체인-거래소-스테이킹 및 대출로 이어지는 주요 De-Fi 밸류체인 수직계열화 달성 전략의 일환.

금리 변동성에 따른 NIM 우려가 큰 구간. 유통량 모멘텀은 지속

주가는 금리 인하 구간 진입에 따른 NIM 확보 불확실성을 반영한 구간에 위치. 다만, Yield Farming 수요에 기반한 스테이킹+대출 시장 성장이 견인하는 USDC Outstanding Supply 증가가 우려 요소를 완화할 것. 25년 가이던스로 유통량 CAGR 40% 증가를 제시. dApp 시장 성장이 견인하는 생태계 내 자금 회전 뿐만 아니라 8월 출시한 Circle Gateway도 가세할 예정. 기업 고객이 직접 스테이블코인의 Mint/Redeem을 수행하는 Fiat-Crypto 게이트웨이가 유동성 유입을 촉진할 전망.

Summary (백만달러, 배, %)

	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	772.1	1,450.5	1,676.3	2,613.3	3,280.5
영업이익	8.1	247.9	168.2	-6.2	372.9
당기순이익	-768.9	267.6	155.7	-353.6	241.4
PER	-	-	-	-	98.0
PBR	-	-	-	15.1	16.2
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
ROE	-	-	34.2	-6.7	12.0

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

위대한 발행 포지션! Base 기반 수직 계열화도 가세

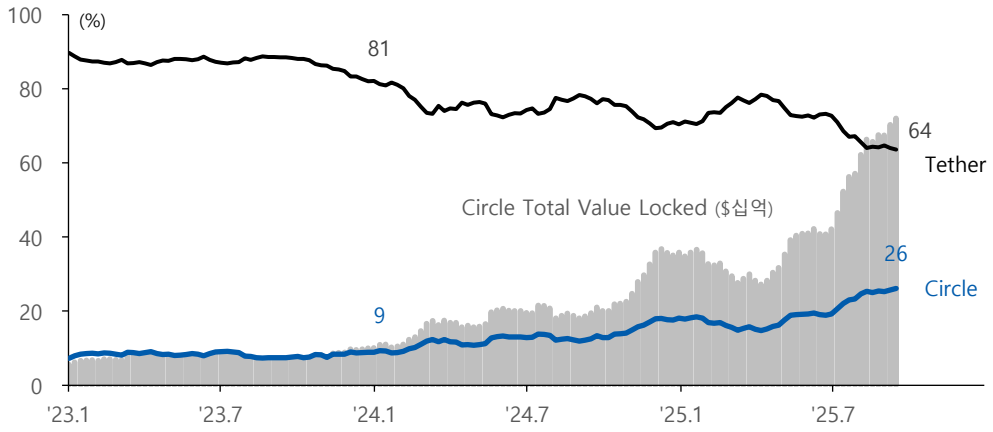
동사의 스테이블코인 사업 수익화는 USDC 및 EURC 발행에 따른 준비금 수입으로 이루어지고 사업 성장은 스테이블코인 발행 증가와 동반한 네트워크 성장이 견인하기 때문에 USDC 발행 Catalyst에 대한 진단이 필요하다. 동사의 Total Value Locked(TVL)는 24년 1월 $247억에서 25년 9월 $730억 규모로 지난 21개월 간 95% 증가했다. 블록체인별 USDC, EURC TVL 추이에 따르면 24년 초 이후로 이더리움 외 타 블록체인의 USDC TVL 확대가 주도하고 있다. 이는 블록체인간 USDC 송금을 가능하게 하는 CCTP(Cross-Chain Transfer Protocol) 인프라에 기반하고 있다.

블록체인간 송금을 발행사 주도의 스테이블코인 소각과 재발행(Burn & Mint) 절차를 통해 구현, 기존의 브릿지 인프라 등을 통한 Wrapped 토큰(타 블록체인에서 사용 가능한 파생 토큰) 발행 절차를 수반하지 않아 브릿지 보안 문제에서 자유롭고, 무엇보다 발행사인 동사가 블록체인간 네트워크 효과를 구가할 수 있으며 또한, 온체인 유저의 크로스체인 활동 간소화는 USDC 채택의 경쟁 우위 요소로 연결된다. CCTP 송금 규모 확대는 동사의 온체인 송금 시장 지배력 확대(vs. Tether)와 GDP 확대, 여기에 더해 발행 외 GDP 증가로 확산하고 있다.

20년 이후 De-Fi 경기 사이클을 보면 사용자 경험을 개선하는 인프라와 기술 혁신의 도입 이후 주도 프로젝트가 잇따랐다. 첫 번째 사이클은 거래소 시스템 활성화에 이은 NFT 시장이 개화한 20~22년간 구간이며, 두 번째 사이클은 스테이블코인 발행 증가, CCTP 도입, 규제 완화를 기반으로 스테이킹과 온체인 대출 시장이 개화한 24년부터의 구간이다. CCTP 도입이 스테이블코인 발행의 Catalyst가 되었던 것과 같이 대출 및 스테이킹과 같은 주도 프로젝트의 등장과 수요 확대가 다시 스테이블코인 발행 시장 성장을 견인하는 선순환을 창출하고 있는 국면에 위치해 있다.

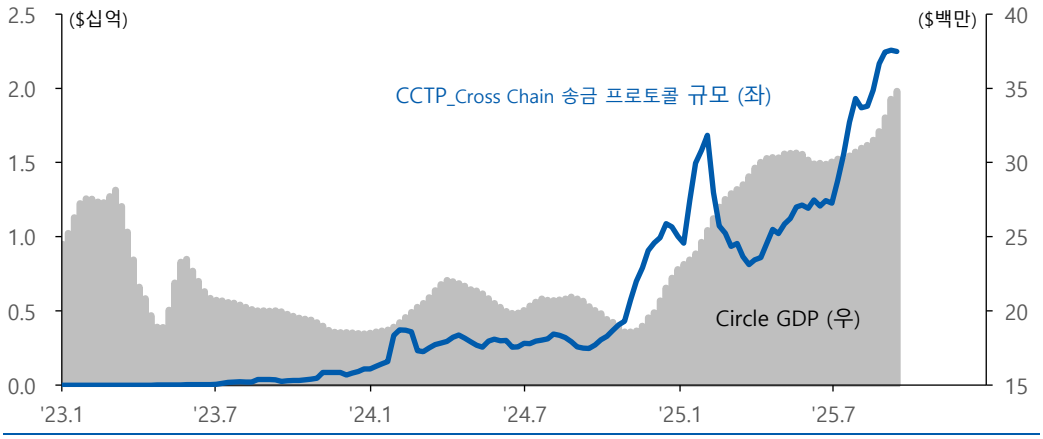
동사는 현재 스테이블코인 배포 및 유통과 관련해 Coinbase(COIN.US)와 스테이블코인 준비금 수익을 공유하는 파트너쉽을 진행 중에 있다. Coinbase의 Ethereum Layer-II 블록체인 "Base"는 dApp 수익의 60% 이상이 DEX 거래 수수료에서 발생하는데 해당 수수료의 2/3이 Uniswap에서 발생한다. Uniswap 수익에 대한 지분율이 지속 상승하고 있는데 DEX 익스포저 확대는 CCTP의 네트워크 효과 극대화, CRCL의 발행-블록체인-거래소-스테이킹 및 대출로 이어지는 주요 De-Fi 밸류체인 수직계열화 달성 전략의 일환이다.

[차트 1] Tether, Circle Stablecoin Issuer TVL(Total Value Locked) M/S 추이



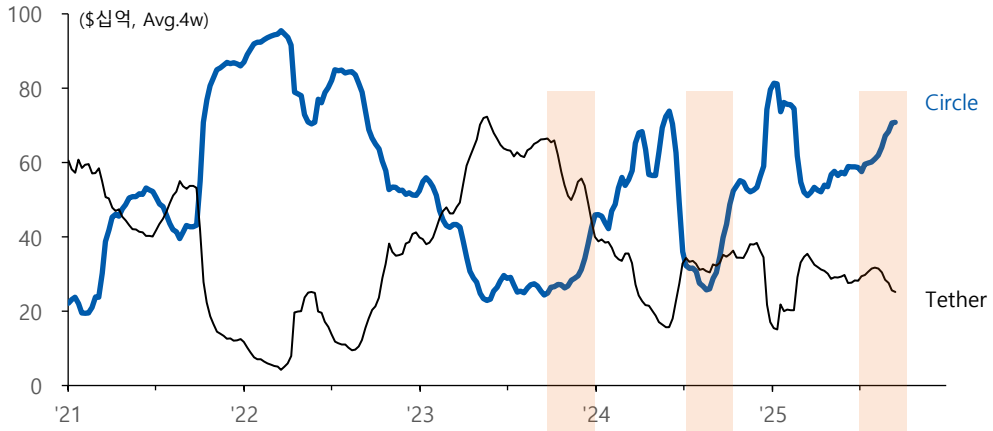
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 2] CRCL 주간 CCTP 송금 규모 및 GDP_dApp 수익 추이 - 크로스체인 연결성 확보가 USDC 발행 확대로 연결



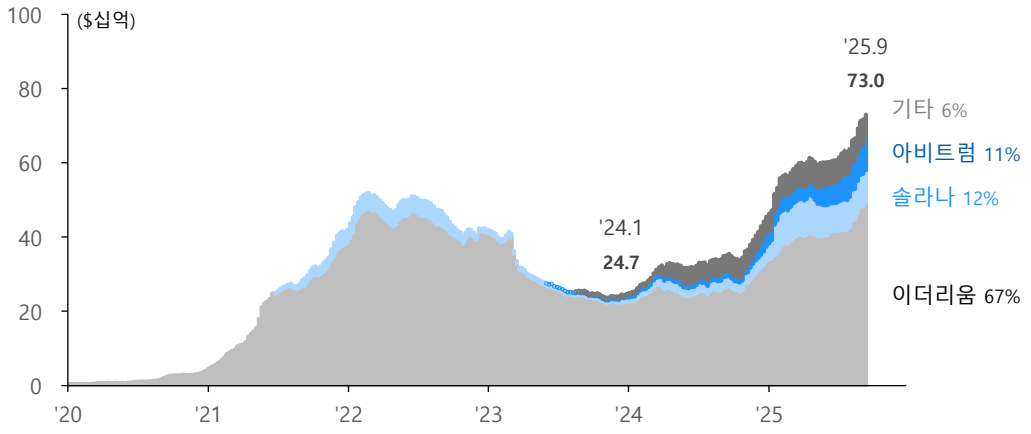
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 3] Circle, Tether 주간 온체인 송금 규모_Transfer Volume 추이 비교



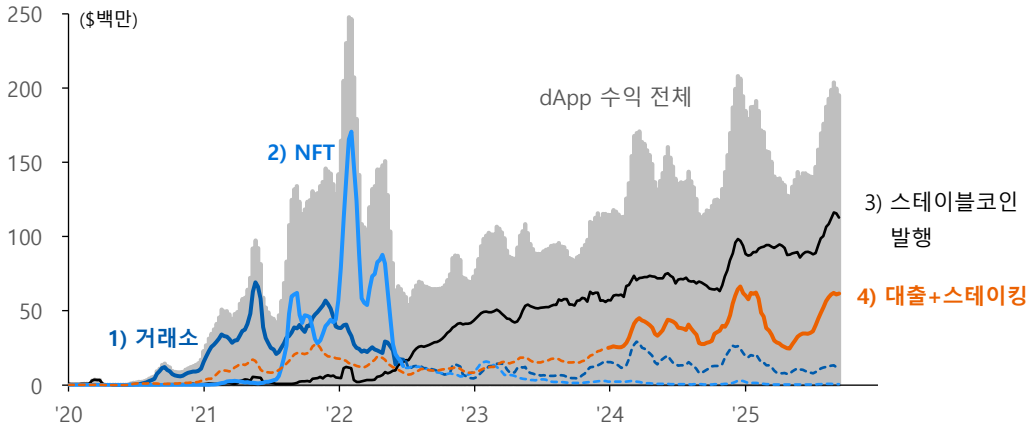
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 4] 블록체인별 주간 USDC, EURC TVL(Total Value Locked) = Outstanding Supply 추이



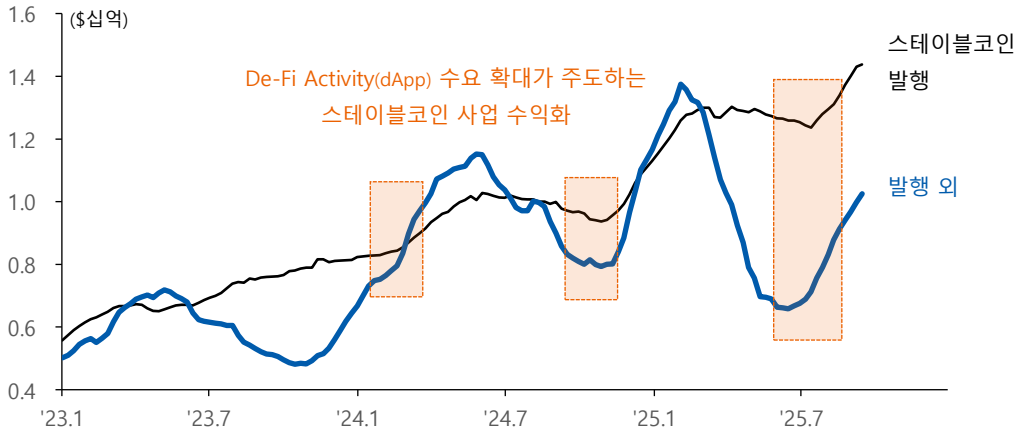
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 5] 이더리움 블록체인 De-Fi Activity 별 주간 GDP_dApp 수익 추이 - 주간



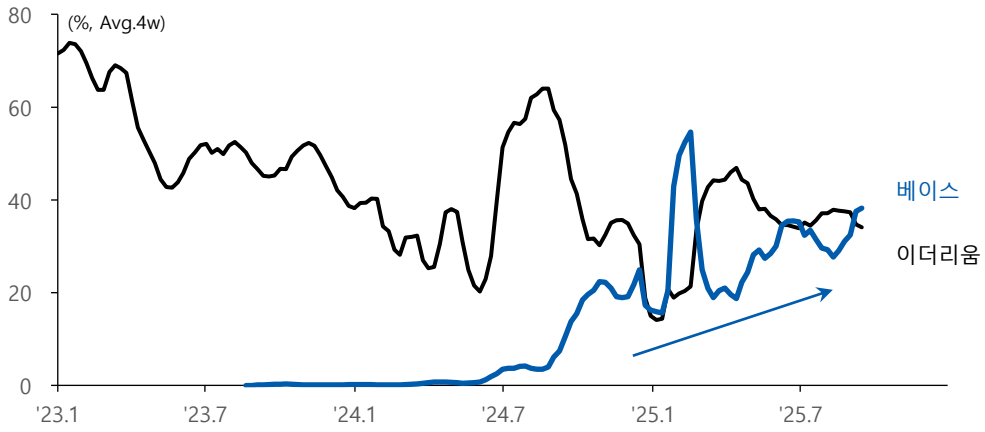
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] 이더리움 블록체인 De-Fi Activity 별 주간 GDP_dApp 수익 추이 - 3 개월 누적(Traling 3 Months)



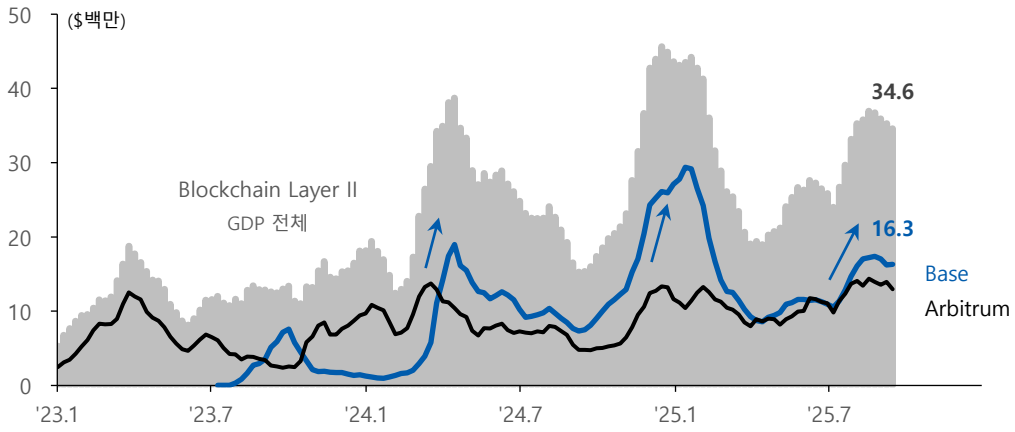
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 7] 블록체인별 온체인 스테이블코인 주간 송금 규모_Transfer Volume 추이 비교 - 거래 목적의 스테이블코인 수요 반영



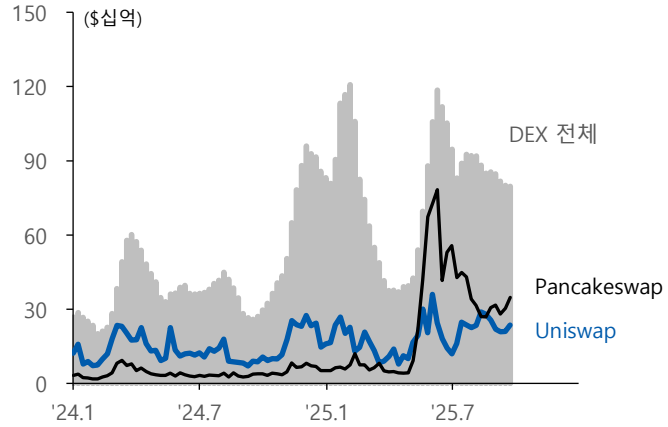
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 8] 블록체인 Layer-II 주간 GDP_dApp 수익 추이 - Base M/S 1 위, CRCL CCTP 수혜 반영



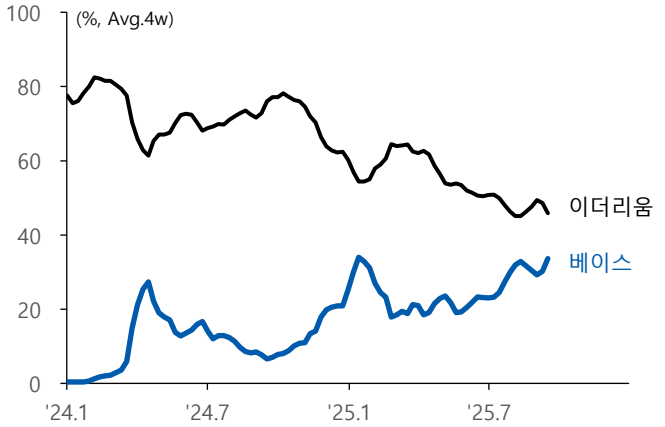
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 9] DEX dApp 별 주간 거래 규모 추이 - Base DEX 주요 고객 Uniswap



자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[차트 10] Uniswap dApp 수익 블록체인별 점유율 추이



자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

Circle Internet Group (CRCL) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	-	-	772	1,450	1,676
매출액증가율 (%)	-	-	-	87.9	15.6
매출원가	-	-	309	728	1,017
매출총이익	-	-	463	723	659
판관비	-	-	161	137	155
영업이익	-	-	-38	270	167
영업이익증가율 (%)	-	-	-	적지	적지
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
지배순이익증가율 (%)	-	-	-	흑전	-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
NOPAT	-	-	-193	229	118
FCF (Free Cash Flow)	-	-	-94	106	287

자료: Bloomberg, 유안타증권

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
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	-	-	-	8	24
자산총계	-	-	-	25,997	45,834
유동부채	-	-	-	24,438	44,031
매입채무 및 미지급금	-	-	-	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

재무지표 및 밸류에이션

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
당기순이익률 (%)	-	-	-99.6	18.4	9.3
EBITDA 마진율 (%)	-	-	-3.2	21.1	13.3

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **황병준**)
- 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 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 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.

Strategy (MSTR)

황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가	-달러 (I)
현재주가	$ 309.06
컨센서스	$ 552.31
상승여력	79%

국가	미국
상장거래소	NASDAQ
산업 분류 (GICS 3)	소프트웨어&서비스
유동주식비율	66.0%
52주 최저/최고	157.02/543.00
일평균 거래량	11.6백만
주요주주 (%)	Capital Group (7.2%)

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	-8.0	-19.5	75.4
상대	4.9	11.1	25.0

스테이블코인 발행 증가, BTC 채굴 인센티브 상승 견인

세계 1위 Bitcoin Treasury 업체로 9월 22일 기준 639,835개의 BTC를 보유, 유통량 기준 3.2%의 점유율을 차지. 동사의 비트코인 수익률(YTD)은 26%로 시장을 14% 상회(SPX)하고 있는데, 현 국면 BTC 토큰은 De-Fi 시장 성장이 본격화하는 국면에서 담보 자산 가치 상승 측면에서의 수혜를 반영.

BTC 토큰 경제학은 시가 총액 2위 토큰 이더리움과 달리 해당 블록체인 생태계 성장을 견인하는 주요 dApp 시장 성장에 따라 토큰 가치가 영향을 받는 방식이 아닌, 업계 내 보유자 수, 레거지 담보 자산으로의 입지와 이에 따른 수요 확대가 설명. dApp 시장 경쟁 심화 우려 등 블록체인 생태계 관련 노이즈에 대한 적고, 오로지 시장 전체 성장의 수혜를 받는 주식 시장의 World Index와 같은 자산.

현재 De-Fi 시장을 견인하는 핵심 Catalyst는 스테이블코인 발행. 스테이블코인 발행 증가가 BTC 토큰 채굴 인센티브 상승을 견인하며 가치 상승 지속. 업계 내 레거시 자산 입지, 토큰 보유자 수와 P/F Ratio 지표가 BTC의 De-Fi 시장 내 담보 자산 가치를 입증.

Equity Guideline 수정, De-Fi 성장성에 어울리지 않는 1.5배 mNAV

보통주 발행을 통한 BTC 매입과 이에 따른 희석 노이즈가 해당 종목의 주가 변동성을 야기하는 주요 요인. 다양한 우선주 기반 자본 구조로 최소한의 보통주 희석으로 자금을 조달하는 자본 구조를 구성.

지난 달 8월, mNAV 1.0~2.5배 구간에서도 전술적으로 유리한 시장 상황에서는 보통주 발행이 허용되도록 가이드라인을 수정. 현재의 De-Fi 시장 개화 국면간 1.5배를 하회(1.44배, '9.28)하는 현재의 mNAV를 고려시 지속되는 보통주 발행 기반 자본 전략은 정책적 유연성 확보의 일환.

Summary (백만달러, 배, %)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	499.2	496.2	463.5	460.3	477.3
영업이익	10.5	0.8	-63.1	14,005	5,326
당기순이익	-1,470	429.1	-1,167	9,264	3,344
PER	24.4	21.2	251.4	7.5	9.6
PBR	3.392	4.921	3.9	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	3,409	2,842
ROE	-53.9	14.4	-7.5	-	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

담보 자산으로써의 BTC 입지, De-Fi World Index

스테이블코인 발행 증가, BTC 채굴 인센티브 상승 견인

동사는 세계 1위 Bitcoin Treasury 업체로 9월 22일 기준 639,835개의 BTC를 보유, 유통량 기준3.2%의 점유율을 차지하고 있다. 올해 동사의 비트코인 수익률(YTD)은 26%로 시장을 14% 상회(SPX)하고 있는데, 현 국면 BTC 토큰은 De-Fi 시장 성장이 본격화하는 국면에서 담보 자산 가치 상승 측면에서의 수혜를 반영하고 있다.

BTC 토큰은 시가 총액 2위 토큰 이더리움과 달리 블록체인 생태계 내의 각종 dApp 시장의 성장에 따라 토큰 가치가 영향을 받는 토큰 경제학을 가지고 있지 않다. 이에 따라 dApp 시장 경쟁 심화 우려 등 블록체인 생태계 관련 노이즈가 적고, 오로지 블록체인 생태계가 견인하는 De-Fi 전체 시장의 성장과 이를 견인하는 담보 자산으로서의 토큰 수요 증가 수혜를 반영한다. 현재 De-Fi 시장 성장을 견인하는 핵심 Catalyst는 스테이블코인 발행인데 지속된 스테이블코인 발행 증가가 BTC 토큰 채굴 인센티브 상승을 견인하고 있다. De-Fi 시장 내 BTC 토큰의 담보 자산 입지를 나타낸다. [차트 1]

P/F Ratio는 블록체인 네트워크의 수익 창출(GDP; all fees generated by all application on the chain) 규모 대비 Native Token의 시가총액 규모를 의미, 블록체인 생태계 성장 기여도 대비 얼마나 해당 토큰이 얼마나 많은 가치를 인정받고 있는지를 나타낸다. BTC 토큰 보유자 수와 P/F Ratio 지표 모두를 고려했을 때 시장에서 가장 많은 신뢰와 담보 자산 가치를 반영하고 있는 토큰이다. [표 1]

Equity Guideline 수정, De-Fi 성장성에 어울리지 않는 1.5배 mNAV

보통주 발행을 통한 BTC 매입과 이에 따른 희석 노이즈가 해당 종목의 주가 변동성을 야기하는 주요 요인이 될 수 있으나, 동사는 다양한 우선주 기반 자본 구조로 최소한의 보통주 희석으로 자금을 조달하고 있다. 동사 최근 분기 Equity Guidance에 따르면 액티브한 보통주 발행은 mNAV가 4배 이상을 넘어설 때 진행할 예정으로 시장 기회에 따른 BTC 매입을 위한 보통주 발행은 mNAV 2.5~4배 사이에서 진행할 것이라는 가이드라인을 제시했다.

8월 mNAV 1.0~2.5배 구간에서도 전술적으로 유리한 시장 상황에서는 보통주 발행이 허용되도록 가이드라인을 수정했다. De-Fi 시장 개화 국면간 1.5배를 하회(1.44배, '9.28)하는 현 동사의 mNAV를 고려시 자본 조달에 정책적 유연성을 더한 결과로 해석해야 하며, 사실상 현재와 같은 FOMC 이후 모멘텀 일시 약화 국면에서 디 저가 매수를 통한 레버리지 효과 확대를 기대할 수 있는 조치로 판단해야 한다.

[차트 1] 스테이블코인 Outstanding Supply 가 견인하는 BTC 채굴 인센티브 - 담보 자산으로써의 BTC 가치 증가를 반영

자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 높은 P/F Ratio 와 토큰 보유 계정 수가 반영하는 BTC 의 담보 가치 매력

순위	Native Token	보유 계정 수 (백만)	계정 M/S (A)	P/F Ratio* (B)	(A)×(B)
1	Ethereum	264	22.0	1,169.9	308
2	BNB Chain	243	20.3	548.2	133
3	Tron	170	14.2	10.9	2
4	TON	138	11.5	2,484.4	343
5	NEAR Protocol	130	10.9	1,008.6	132
6	Polygon	105	8.8	477.9	50
7	**Bitcoin**	74	**6.2**	**12,967.4**	**962**
8	Aptos	48	4.0	5,592.9	268
9	Celo	6	0.5	754.7	4
10	peaq	3	0.2	6,565.5	16

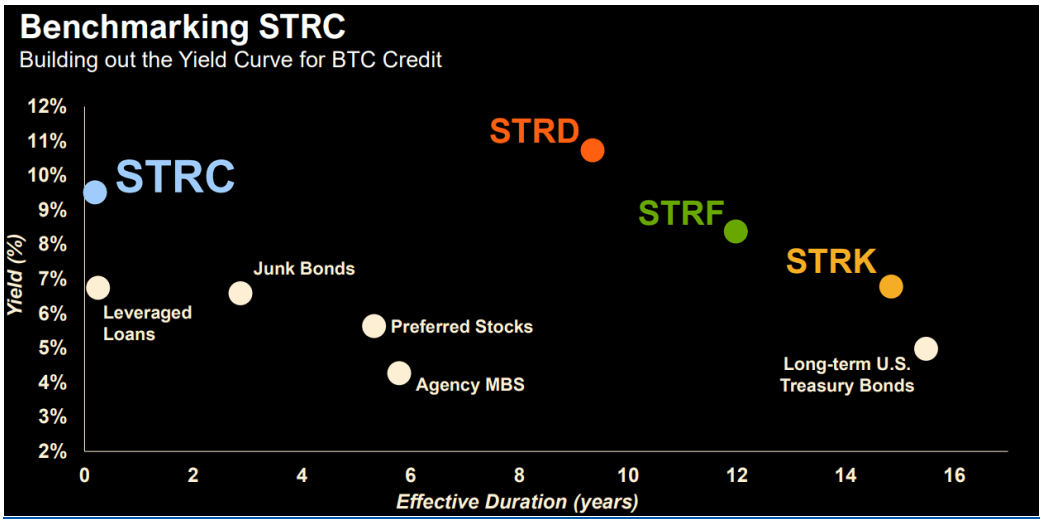
자료: 유안타증권 리서치센터 *주: P/F Ratio: 블록체인 네트워크 수익화 규모(GDP) 대비 Native Token 시가총액; Token 시가총액은 완전 희석 기준,

[표 2] Strategy 우선주 구조 비교

순위	STRK	STRF	STRD	STRC
명칭 (Preferred)	Series A Perpetual Strike	Series A Perpetual Strife	Series A Perpetual Stride	Variable-Rate Series A Perpetual Stretch
배당/쿠폰률	연 8.00% (명목)	연 10.00% (고정)	연 10.00% (명목)	초기 월 배당률 연 9.00%
전환 가능성	10 STRK = MSTR	-	-	-
발행 목적 및 특징	전환 옵션	고정 배당 누적 배당 가능성	고수익	변동금리 구조 금리 리스크 (9%, 조정가능)
배당 지급	분기별	분기별	분기별 (비누적)	월별

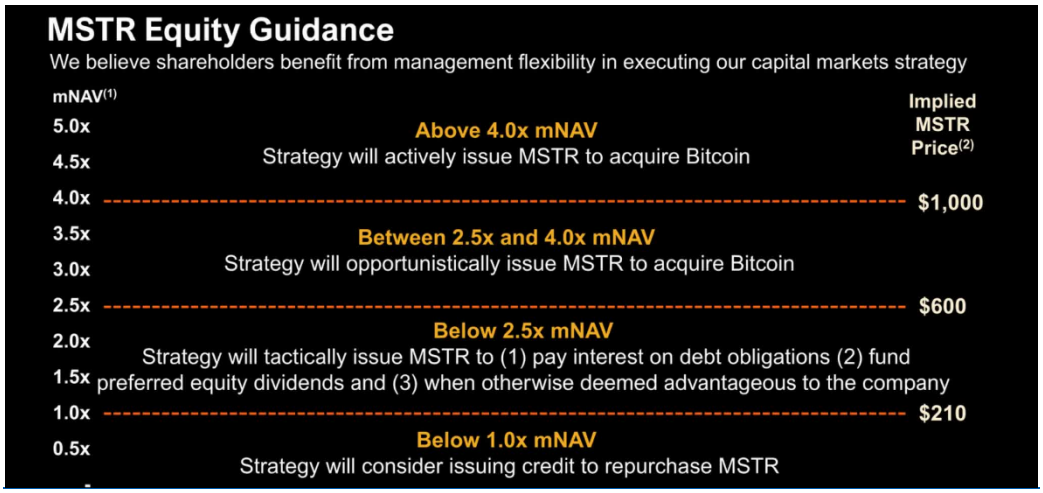
자료: Strategy, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] BTC 우선주 수익률 곡선 도식



자료: Strategy, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 스트래티지 Equity 가이던스



자료: Strategy, 유안타증권 리서치센터

Strategy (MSTR) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	481	511	499	496	463
매출액증가율 (%)	-1.1	6.2	-2.3	-0.6	-6.6
매출원가	91	92	103	110	129
매출총이익	390	419	396	386	334
판관비	229	256	258	265	279
영업이익	-14	-785	-1,276	-115	-1,853
영업이익증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	11	-760	-1,252	-87	-1,823
영업외손익	6	27	47	9	81
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-1	29	53	49	62
관계기업관련손익	0	-	-	-	-
기타	7	-2	-6	-39	19
법인세비용차감전순손익	-20	-811	-1,322	-125	-1,934
법인세비용	-12	-276	147	-554	-768
계속사업순손익	-8	-535	-1,470	429	-1,167
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-8	-535	-1,470	429	-1,167
지배순이익증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	적전

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	54	94	3	13	-53
당기순이익	-8	-535	-1,470	429	-1,167
유무형자산상각비	13	11	11	15	18
기타비현금손익 조정	63	595	1,481	-418	1,125
매출채권증감	-1	3	-5	10	6
재고자산증감	-	-	-	0	0
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,019	-2,629	-279	-1,905	-22,086
인수 및 사업	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4	-3	-2	-3	-13
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	110	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	563	2,542	265	1,890	22,133
차입금 증감	0	1,550	11	-161	-516
자본금 증감	-72	1,031	48	2,051	16,514
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	635	-39	207	0	6,134
현금의 증감	-397	4	-14	-2	-9
기초 현금	458	61	64	51	49
기말 현금	61	64	51	49	40
NOPAT	-3	-514	-1,433	437	-1,102
FCF (Free Cash Flow)	50	91	1	10	-67

자료: Bloomberg, 유안타증권

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	273	268	265	268	252
현금및현금성자산	60	63	44	47	38
매출채권	197	189	189	184	181
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,193	3,289	2,146	4,495	25,591
유형자산	117	103	94	86	81
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	16	16	24	24	76
자산총계	1,466	3,557	2,410	4,763	25,844
유동부채	286	312	317	323	355
매입채무 및 미지급금	84	93	89	84	107
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	-	-	0	0	1
비유동부채	627	2,266	2,476	2,274	7,258
장기차입금	486	2,155	2,379	2,182	7,191
부채총계	913	2,578	2,793	2,598	7,614
자본금	0	0	0	0	0
자본잉여금	763	1,727	1,841	3,958	20,412
이익잉여금	576	41	-1,428	-999	-2,167
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	553	979	-383	2,165	18,230
순차입금	522	2,178	2,413	2,207	7,220
총차입금	582	2,241	2,456	2,254	7,258

재무지표 및 밸류에이션

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	-0.1	-5.3	-13.0	3.1	-6.1
BPS	5.8	8.7	-3.3	12.8	74.2
EBITDAPS	0.6	0.9	0.0	0.1	-0.3
SPS	5.0	5.1	4.4	3.6	2.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	91.4	45.2	-	21.2	251.5
PBR	6.7	6.3	-	4.9	3.9
EV/EBITDA	370.0	-	-	-	-
PSR	7.8	10.7	3.2	17.4	120.3
ROE	-1.4	-69.9	-	-	-11.4
ROIC	-0.3	-25.4	-59.8	15.7	-8.0
ROA	-0.6	-21.3	-49.3	12.0	-7.6
부채비율 (%)	105.1	228.9	-	104.1	39.8
순차입금/자기자본 (%)	94.4	222.4	-	102.0	39.6
매출총이익률 (%)	81.1	82.0	79.4	77.8	72.1
영업이익률 (%)	-2.8	-153.6	-255.5	-23.2	-399.8
당기순이익률 (%)	-1.6	-104.8	-294.4	86.5	-251.7
EBITDA 마진율 (%)	2.4	-148.7	-250.7	-17.6	-393.3

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **황병준**)
- 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 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 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.

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)

Head of Research Center 윤여철
3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 이안나
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

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 Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@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

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/의료기기/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
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

채권분석

팀장 Credit Analyst	유태인	**3770-5571**	**taein.yoo@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