



2025 OUTLOOK

MAKE COIN GREAT AGAIN

Overweight

20241106

성장산업 조태나

02)368-6174

tena@eugenefn.com

금리인하기의 암호화폐 투자

CONTENTS

01/	Crypto Market Overview	05
02/	완성되어 가는 그림, 결국 달러가 지배하는 시장	13
03/	FUN더멘탈의 시대	25

Make Coin Great Again

금리인하기 암호화폐 투자전략

‘24년 암호화폐 시장. 강세장이라 하기에, 횡보장이라 하기에 어색한, 어떤 단어로도 설명하기 어려운 그런 장이었다. 마치 지수는 오르는데 내 계좌는 불어나지 않는 희한한 미스매치를 경험할 수 밖에 없었던 해 였고, 그렇다고 밌코인을 따라사자니 1년 내내 자존심이 허락하지 않았다.

올해 암호화폐 시장의 내러티브는 극단적으로 나뉘었다. 쏟아지는 밌코인과 함께 변동성의 파도를 타야만 했지만, 다른 한 곳에서는 암호화폐 달러들의 조용한 질주가 펼쳐지고 있었다. 둘은 아주 먼 주제인 것 처럼 보였지만, 실은 밌코인과 암호화폐 달러 모두 ‘실수요’를 기반으로 한 내러티브라는 것에 금새 동의하게 되었다. 밌코인은 새로운 세대를 중심으로 한 투자처였고, 암호화폐 달러는 전통 금융이 새로운 세상으로 넘어오는 길목에 만난 투자처일 뿐이었다. 백엔드 기술에 집중된 블록체인 기술은 점차 사람들 앞으로, 세상 앞으로 다가올 것이고, 우리도 그 속에서 다양한 기회를 맞이하게 될 것이라고 생각한다.

‘25년은 금리인하에 따른 암호화폐 시장의 수혜가 예상이 된다. 그 중에서도 온체인 금융분야가 빛을 발할 것이다. 돈을 쉽고, 싸게 빌릴 수 있다면 블록체인에서 뭘 할래? 라고 물었을 때 수많은 아픔을 겪고도 나는 아직 DeFi요...라고 말한다. 지난해부터 시작된 Liquid Staking (심지어 Leverage Liquid Staking), 그리고 Derivative로 이어지는 스토리를 통해 우리는 느낄 수 있다. 블록체인의 가장 큰 핵심은 바로 온체인 금융이라는 것을!

Executive Summary

by 조태나

01

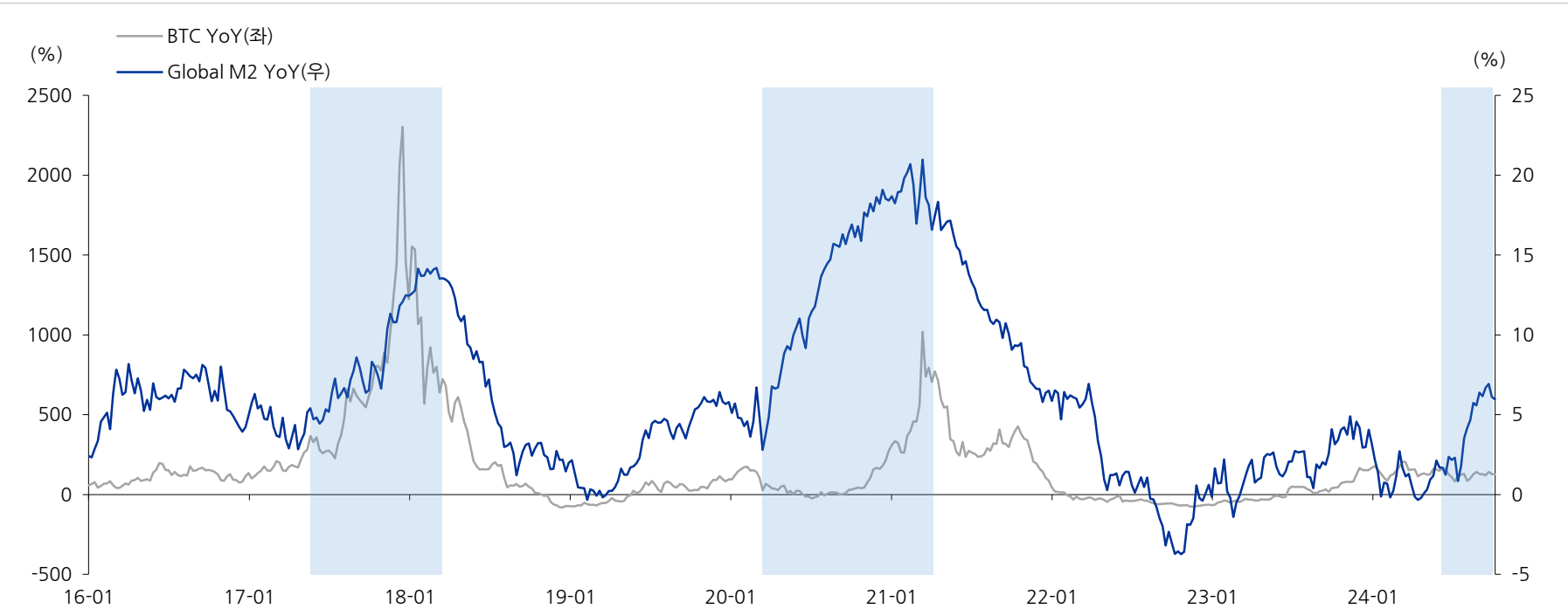
Crypto Market Overview

가상자산 가격 추이 및 전망

M2 모멘텀 변화로 BTC 상승 이어갈 전망

- 금리인하에 따른 M2(현금과 은행 단기 예금) 공급 증가는 BTC 상승을 유도. 명목 가치가 아닌, 통화공급 ‘변화율’ 증가 시 BTC 가격이 우상향 하는 모습을 보임. 다만 M2 증가에도 불구하고, BTC 가격 상승폭이 점차 축소되고 있다는 점과 대선 리스크를 고려했을 때에 이전 상승장에 버금가는 강한 반등은 어려워 보임.

M2 공급 변화율과 BTC 수익률(YoY)



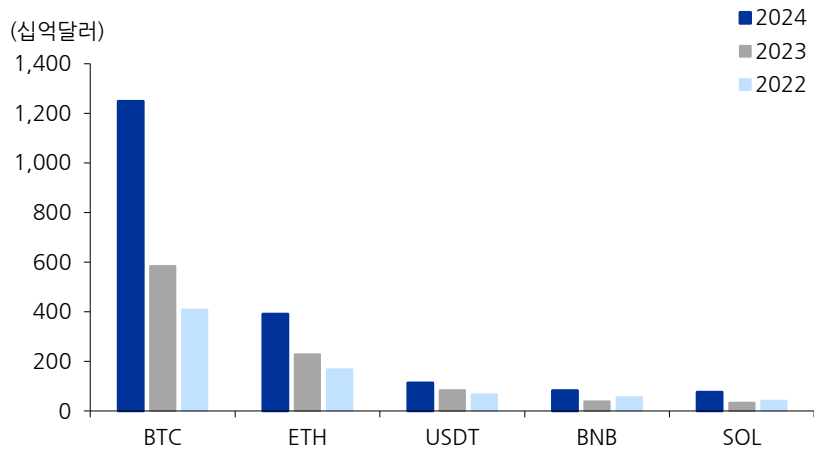
자료: Bloomberg, Coinmarketcap, 유진투자증권

가상자산 가격 추이 및 전망

'24년은 BTC 중심의 상승장, '25년에는 다시 ETH가 빛을 발할까?

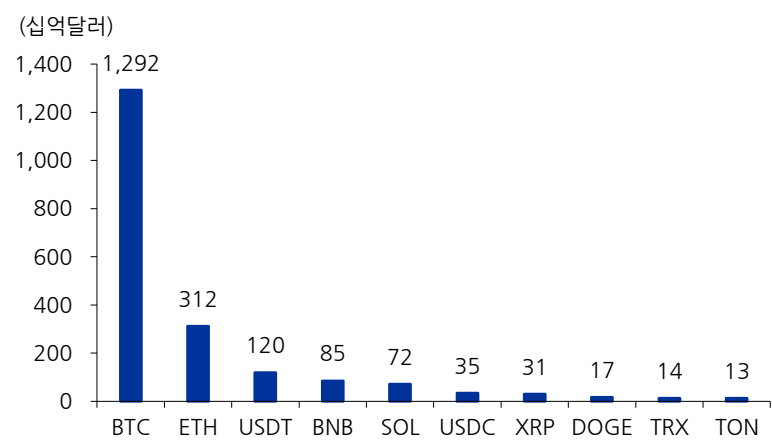
- '24년은 BTC 모멘텀이 풍부한 한 해였다고 판단됨. 비트코인 ETF, 비트코인 L2, Ordinals 등의 호재가 가득했고, 가격은 정직하게 이를 반영함. 특히 비트코인의 구조적 한계를 뛰어넘고, 활용을 극대화하려는 움직임이 여러 сек터에서 포착되었음. 상대적으로 밌코인을 제외한 알트코인 상승이 매우 제한적이었으나, 솔라나, 트론, 수이 등 일부 모놀리틱 체인들의 약진이 돋보였음.
- Arbitrum, Optimism 등 이더리움 L2 기반 롤업 기술들이 지난 약세장을 이끌었으나, 오히려 이번 BTC 상승의 수혜를 받지 못했음. 여전히 이더리움이라는 네트워크는 기술적으로 매우 앞서있는 것이 사실이나, 그 실효성(실수요)을 입증하지 못하고 있음. 비탈릭도 이러한 상황에 대해 몹시 답답한 상황이며, 최근 Justin Drake도 EigenLayer Advisor 종료 후 이더리움 L1에 최선을 다할 것이라고 밝힘.

'22~'24 TVL 비교 차트



자료: CoinMarketCap, 유진투자증권

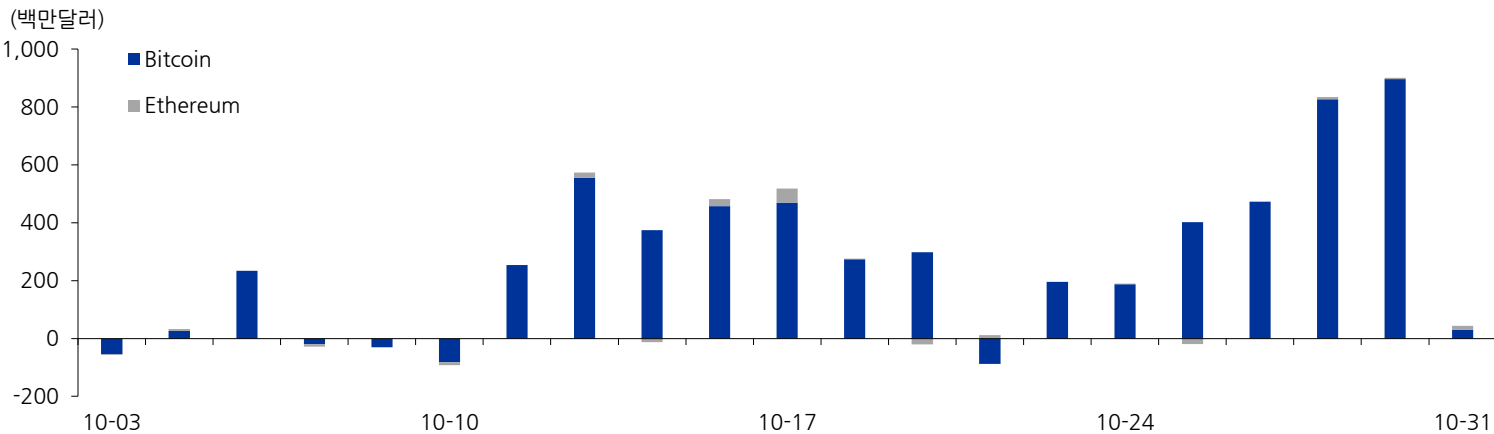
'24년 10월 기준 TVL 비교



자료: CoinMarketCap, 유진투자증권

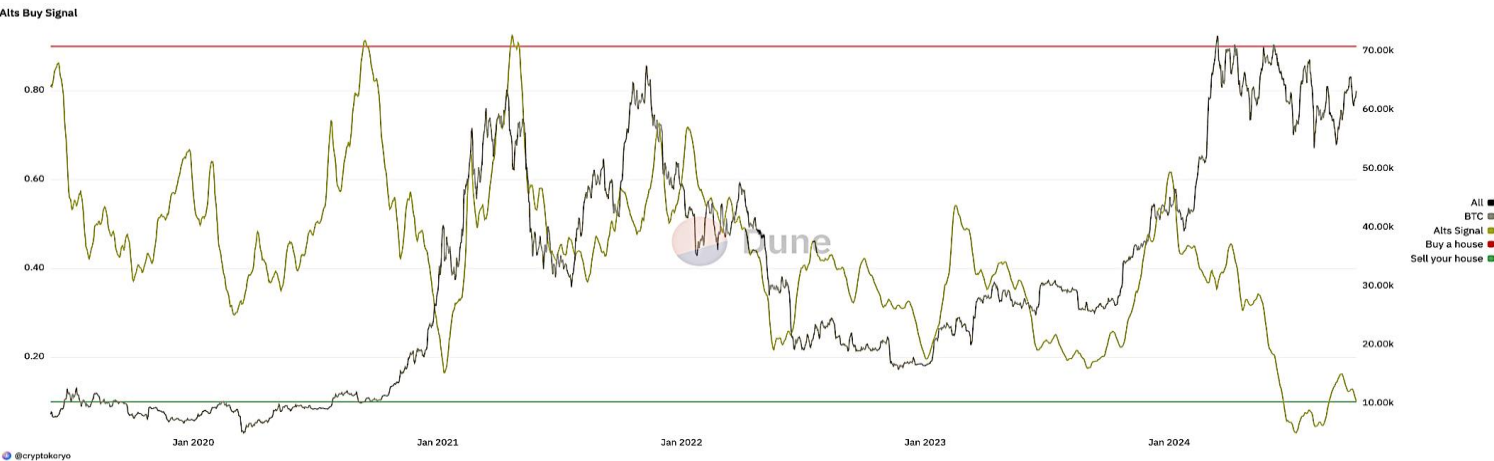
가상자산 가격 추이 및 전망

Crypto ETF 순유출입추이



자료: CoinMarketCap, 유진투자증권

BTC 가격 추이 및 Alts Buy Signal



자료: dune(@cryptogoryo), 유진투자증권

2024년 주요 내러티브 변화

BTC 가격 및 Market History



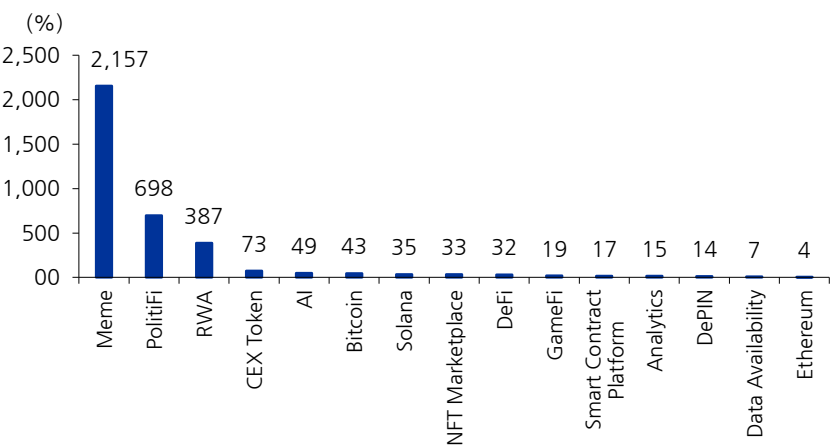
자료: Coingecko, 유진투자증권

2024년 주요 내러티브 변화

Meme의 시장주도, 모놀리틱 체인의 약진

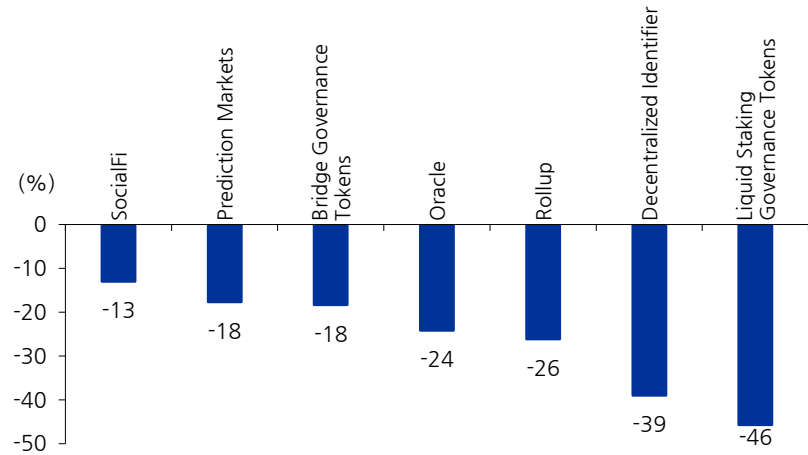
- Meme 및 PolitiFi가 압도적 수익률로 시장을 주도. RWA와 거래소 토큰 등 실제 수익을 기반으로 한 내러티브가 우세했으며, 데이터 인프라가 시장을 소폭 outperform. 롤업과 리퀴드 스테이킹 내러티브의 수익률이 각각 -26%, -46%로 크게 부진했는데, 이로써 이더리움의 약세가 설명됨.
- '24년도 상반기부터 컨수머 앱이 큰 인기를 끌었으나, SocialFi와 예측시장 내러티브 수익률은 -13%, -18%로 높지 않음. 아마도 1위 사업자가 독점에 가깝게 시장을 점유하고 있기 때문에 섹터 평균 수익률은 낮을 수 있다고 판단.
- BTC는 물론 기타 L1(모놀리틱 체인) 토큰들의 약진이 돋보였음. 솔라나, 수이가 BTC 수익률을 큰 폭으로, BNB와 TON은 소폭 상회했음. 내러티브가 ETH와 L2로 전환되지 않는 한 현재 기조가 유지될 것으로 예상.
- 금리 인하시에는 증가한 유동성을 최대한 활용할 수 있는 DeFi 섹터가 돋보일 것. Jupiter, 1inch 등의 Aggregator와 Derivative 볼륨이 '24년 들어 크게 증가하고 있으며, 특히 '23년까지 이더리움에서만 발생하던 Derivative 볼륨이 Hyperliquid, Arbitrum 등의 체인에서도 발생하기 시작

Outperform 내러티브(Mcap-weighted)



자료: DefiLlama, 유진투자증권

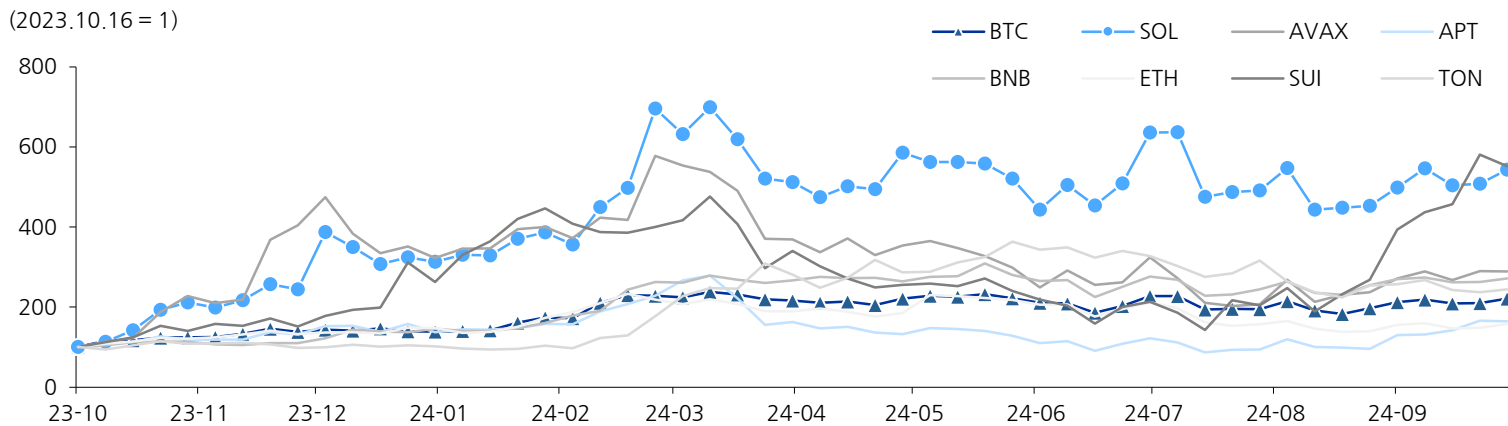
Underperform 내러티브(Mcap-weighted)



자료: DefiLlama유진투자증권

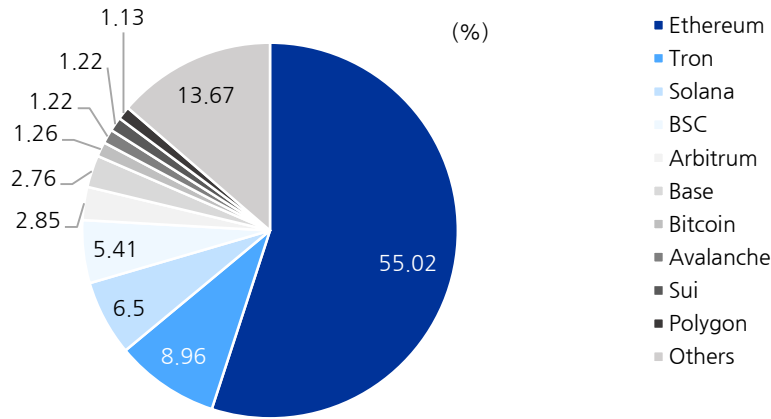
2024년 주요 내러티브 변화

Layer1 상대가격 추이



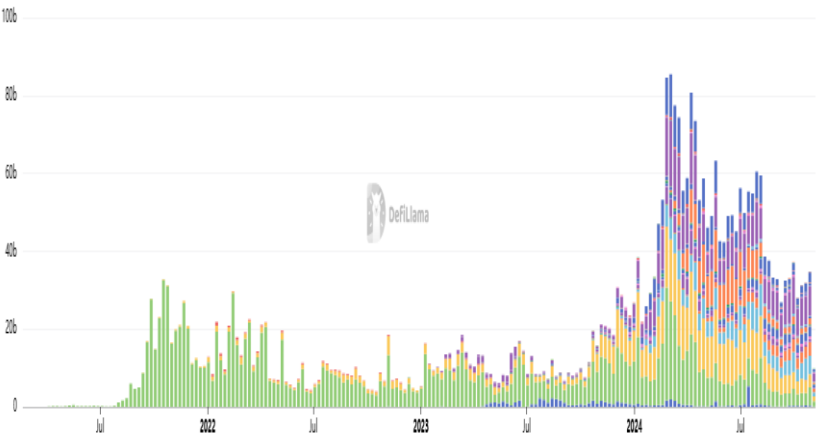
자료: DefiLlama, 유진투자증권

TVL(Total Value Locked) - BTC 제외



자료: DefiLlama, 유진투자증권

Non-EVM 체인 점유율 변화



자료: DefiLlama, 유진투자증권

(참고) 美 대선 및 중간선거 이후 주목할 것들

트럼프의 당선이 시장에는 유리하나, 민주당 역시 강경한 기조를 이어가기는 어려움

- 트럼프 전 대통령의 경우, 비트코인 준비금 조성과 암호화폐 규제 명확화를 제안하며 디지털 자산 혁신을 지지. 해리스 후보 역시 디지털 자산 혁신 지지하는 방향으로 입장을 선화하였으나 구체적인 정책은 아직 모호한 상황. 시장이(특히 BTC) 트럼프의 당선확률을 소폭 반영하고 있기 때문에, 해리스 당선시 크립토 마켓 상승은 제한적일 것으로 전망.
- 크립토 자산 보유 성향이 높은 주들이 Blue State 라는 점을 고려하면, 앞으로 민주당 역시 강한 반대 입장을 표하기는 어려울 것으로 예상.
- 향후 주목 할 관련 법안은 1) 규제권한을 상품거래위원회(CFTC)에 부여하고 SEC 권한을 제한하는 법안, 2) 크립토 자산 수탁에 대한 법안 등, 특히 2)의 경우 관련법안(SAB121)의 무효화가 '24년 국회에서 상하원을 모두 통과했지만, 바이든 대통령이 거부권을 행사하며 무산됨. 의회의 많은 지지를 받았던 법안이었던 만큼 대선 이후 재점화될 가능성이 높음 *SAB121은 은행의 크립토 수탁업 진출을 가로막는 법안.

주 별 크립토 Adoption 현황 (2020)

State	Crypto Adoption	Average Income(\$)	Portfolio Dependency
Washington	3.7%	506,200	22%
California	3.5%	570,800	23%
District of Columbia	3.0%	555,800	18%
Colorado	2.5%	494,500	24%
Utah	2.5%	557,100	25%
Nevada	2.5%	699,800	34%
New York	2.4%	651,400	25%
Texas	2.3%	532,300	22%
New Jersey	2.2%	482,200	15%
Oregon	2.2%	447,500	19%

자료: Forbes, 유진투자증권

On-chain 예측시장 거래 볼륨 추이



자료: X, 유진투자증권

02

**완성되어가는 그림,
결국 달러가 지배하는 시장**

미국은 CBDC에 관심이 있을까?

CBDC 발행의 목적 vs 예상되는 부작용

- CBDC는 지급결제 효율 개선, 금융 안정 등의 다양한 목적에 의해 연구 개발을 거치는 중. 한국의 경우 올 하반기 민간 테스트 진행 예정. 그러나 CBDC 시행에 따른 부작용이 우려되는 상황. 1) 민간(은행/핀테크사) 금융중개기능의 약화, 2) 외환시장 변동성 확대 등
- 이자지급 CBDC의 부작용 우려: CBDC 금리가 예금금리를 상회하는 경우, 예금 → CBDC로 대체되며 예금수신액이 감소하고 대출여력 축소가 우려됨. 그에 따른 실물 경제에 부정적 영향 파급 확률도 무시할 수 없음.
- 뿐만 아니라 금융위기 발생 시, 예금 인출 → CBDC 전환 될 가능성이 높아 시중은행의 유동성 불안이 지속될 수 있음. 이를 해소하기 위해서는 중앙은행 - 시중은행 간 CBDC 담보대출이 이루어져야 하나, 통화정책~담보대출을 망라하는 전반적인 금융시스템을 구축하기까지 많은 시간이 소요될 것으로 예상됨. 또한, CBDC는 국가가 개인의 실시간 거래 내역 확인이 가능한 구조로, 프라이버시 보호 차원에서 심각한 문제가 있음.

예금종류별 기준금리에 대한 금리 반응계수

	정기 예금	요구불 예금	수시입출금식 저축성 예금
반응계수	1.30***	0.05***	0.40***

자료: KCMF, 유진투자증권

주) 1. 반응계수는 「 $\text{예금금리}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{예금금리}_{t-1} + \beta_2 \text{콜금리}_t + \text{오차항}_t$ 」로 추정된 장기 반응계수 ($\beta_2 / (1 - \beta_1)$)

2. 기간: 2005.1~2021.5월

3. ***: 1% 수준에서 유의함을 의미(Newey-West 표준오차 기준)

4. 기초자료: 한국은행 경제통계시스템

CBDC 시행의 장단점

장점	단점
- CBDC의 송금과 거래에서 중앙은행을 이용하므로 신용리스크 경감 - 빠른 정산 속도, 처리비용 감소효과 - 화폐의 유통과 관리에 들어가는 비용 절감 - 중앙은행의 현금유동추적이 가능, 지하경제의 양성화 효과와 세수효과 개선 기대 - 통화정책 효율성 제고와 다양한 정책 수단 확보	- 중앙은행과 시중은행의 업무 중복에 따른 중개기능 위축 - 시중은행 위축>예금 감소>자금조달 비용 상승>예금 감소의 악순환 - 시중은행 예금 감소>은행 BS 축소 등을 통해 신용공급에 제약 - 안전자산 선호심리 강해지면 은행 예금에서 CBDC로 자금유출 우려 - CBDC 발행으로 중앙은행의 시장 참여도가 높아져 금융자원배분의 효율성 저하

자료: 체인파트너스 리서치센터, 유진투자증권

미국은 CBDC에 관심이 있을까?

미국은 CBDC보다 스테이블 코인

- 법정화폐 담보 스테이블의 경우 USDT, USDC 와 같은 USD 페깅된 스테이 블 코인이 지속 성장세. 제118대 미국 국회에 발의된 암호화폐 관련 법안을 살펴보면 CBDC 관련법안은 총 14개로 규제 관련법안(15개) 다음으로 높 은 비중. 관련 법안 중 절반 이상이 Fed와 재무부의 CBDC 발행을 원칙적으 로 금지하는 법안임.
- 큰정부를 지향하는 민주당의 경우 CBDC를 옹호하기 때문에 정권교체 시 지켜볼 필요가 있지만, 이미 시장은 스테이블 코인을 기반으로 수년 간 확장 되어 왔음. 달러 CBDC보다 달러를 기반으로 한 스테이블 코인의 시장 침투 력이 높기 때문에(다양한 퍼블릭체인 연동) 달러의 활용도 측면에서 미국은 스테이블 코인을 포기할 수 없을 것.

미국 국회에 발의된 암호화폐 관련 법안 분류(제118대 국회)

구분	법안	의안 번호	민주당	공화당	법안 수
FED와 재무부의 CBDC 발행 금지 법안	CBDC 반감시 법안	H.R.5403	1	6	7
		H.R.1122			
		S.3801			
	CBDC 금지법안	S.3887			
		S.967			
타국 CBDC 견제 법안	디지털 달러 파일럿 금지 법안	H.R.3712	0	4	4
	발행주권 법안	H.R.3402			
	21세기 달러 법안	H.R.556			
	중국CBDC 금지 법안	H.R.804			
CBDC 옹호 법안	공산주의중국 대응 법안	S.3248	1	0	1
	ECASH 법안	H.R.5410			
스테이블 코인 관련 법안	스테이블 코인 규제 법안	H.R.4155	0	2	2
	결제 스테이블 코인 명확화 법안	H.R.4766			

자료: US Congress, 유진투자증권

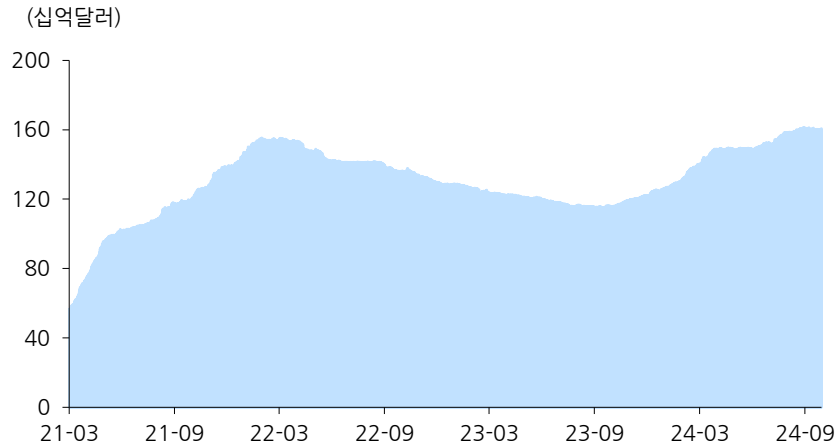
담보에 따른 스테이블 코인 분류

	법정화폐 담보형	암호화폐 담보형	알고리즘 담보형
설명	미 달러화 등 실제 법정화폐나 채권 등을 담보로 하는 스테이블 코인	또다른 암호화폐를 담보로 하는 스테이블 코인	담보가 없이 수요에 따라 공급을 조정해 일정한 가격을 유지하는 스테이블 코인
특징	스테이블코인 중 가장 일반적이고, 가격이 안정적	법정화폐를 담보로 하는 스테이블코인보다 가격의 변동이 커질 가능성이 높음	가격 안정 측면이나, 스테이블 코인 환급을 보장하는 데 한계가 존재
예시	USDT, USDC, BUSD	리저브 다이	베이스스, 테라(상장 폐지), 앰플포스

자료: 언론종합, 유진투자증권

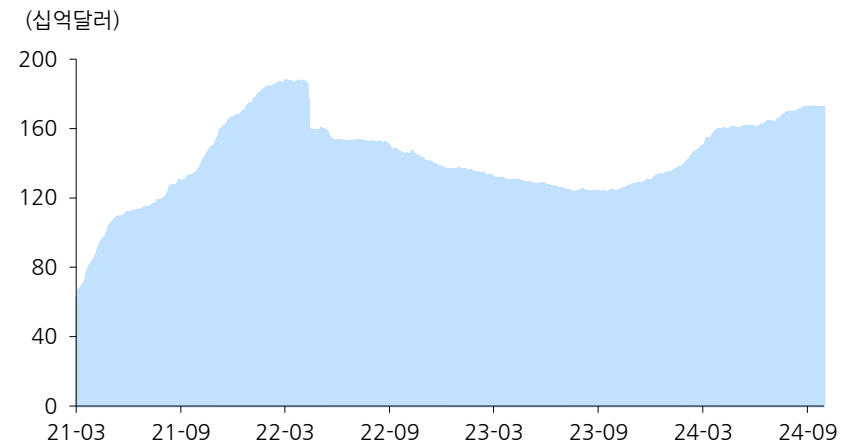
미국은 CBDC에 관심이 있을까?

Fiat pegged



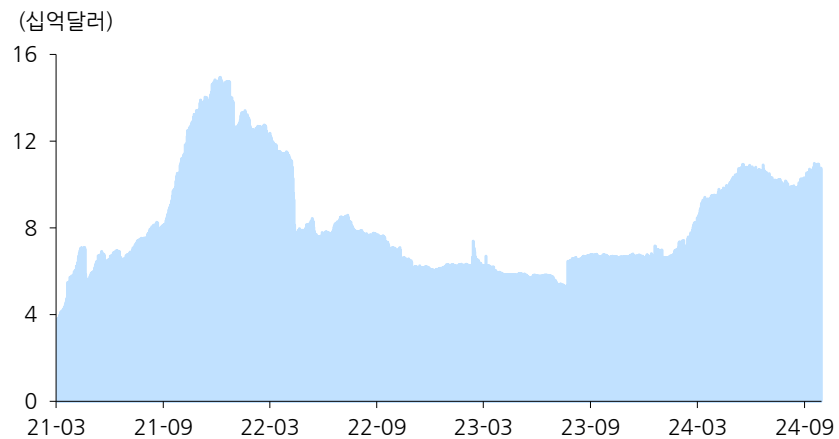
자료: DeFiLlama, 유진투자증권

USD pegged



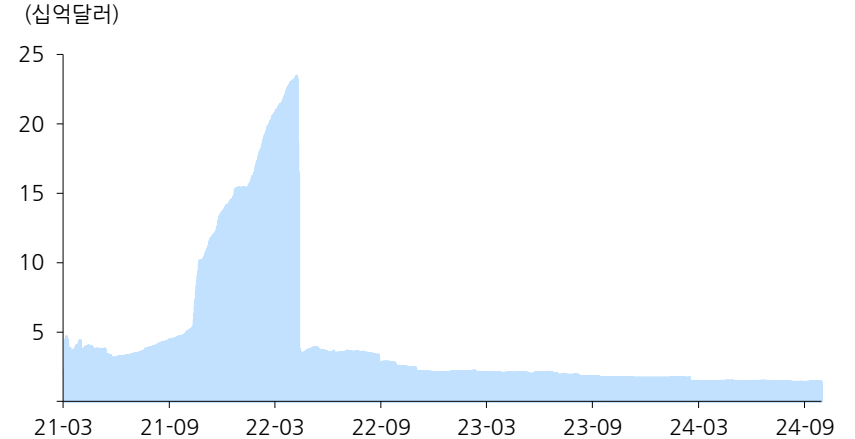
자료: DeFiLlama 유진투자증권

Crypto pegged



자료: DeFiLlama, 유진투자증권

Algorithm pegged



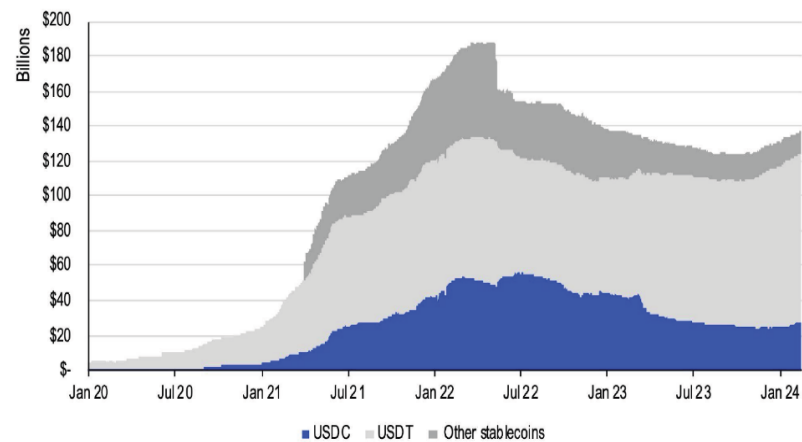
자료: DeFiLlama 유진투자증권

아니요, 암호화폐 달러에 집중하고 있습니다만

제도권 금융을 중심으로 성장하는 스테이블코인… 아니 암호화폐 달러

- 전체 스테이블 코인 시가총액은 약 \$172B, 원화로 환산하면 약 230조원. 그 중 USDT와 USDC 비중이 89%로 스테이블 코인 내 압도적 점유율을 차지. USDC가 기관 수요를 흡수하며 저변을 넓혀가고 있지만, 아직까지는 USDT의 성장 속도를 따라가지 못하는 중.
- USDT와 USDC 모두 1:1 가치 교환 스테이블 코인으로, 주 담보는 미국 국채(T-bills), 그 외 현금성 자산으로 이루어짐. USDT 담보의 경우 T-bill 이외에 변동성이 높거나 현금화 속도가 비교적 느린 담보물로 구성되어 있어 과담보 유지 중. 자본효율성이 비교적 낮음
- 순위권 내 눈에 띄는 변화는 파생, 결제, RWA 등 기존 달러화 금융을 기반으로 발행하는 자산이 지속적으로 높은 순위를 차지하고 있다는 것. 2022년 1월 스테이블 코인 시총 순위를 살펴보면, USDT, USDC, BUSD, UST, DAI 순으로, 주로 디파이에서 사용되는 자산이 상위에 랭크되었으나, '24년 들어서며 제도권 중심의 암호화폐 달러 전쟁이 본격적으로 시작.

USDC, USDT market cap 추이



자료: CoinMetrics, DefiLlama, Coinbase, 유진투자증권

스테이블 코인 시가총액순위

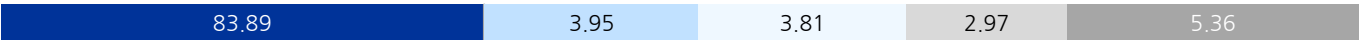
순위	스테이블 코인	시가총액(\$)
1	Tether (USDT)	120.5B
2	USD Coin (USDC)	34.6B
3	Dai (DAI)	4.8B
4	Ethena USDe (USDe)	2.7B
5	First Digital USD (FDUSD)	2.1B
6	Sky Dollar (USDS)	1.0B
7	USDD (USDD)	753M
8	Paypal USD (PYUSD)	568M
9	BlackRock USD (BUIDL)	533M
10	TrueUSD (TUSD)	483M
11	Ondo US Dollar Yield (USDY)	448M
12	Usual USD (USD0)	363M

자료: DefiLlama, 유진투자증권

아니요, 암호화폐 달러에 집중하고 있습니다만

USDT 담보 내역 - 최근 리포트 기준 104% 과담보

■ Cash&Cash Equivalents&Other Short-Term Deposits ■ Corporate Bonds ■ Precious Metals ■ Bitcoins ■ Other Investment ■ Secured Loans (%)



Cash & Cash Equivalents & Other Short-Term Deposits

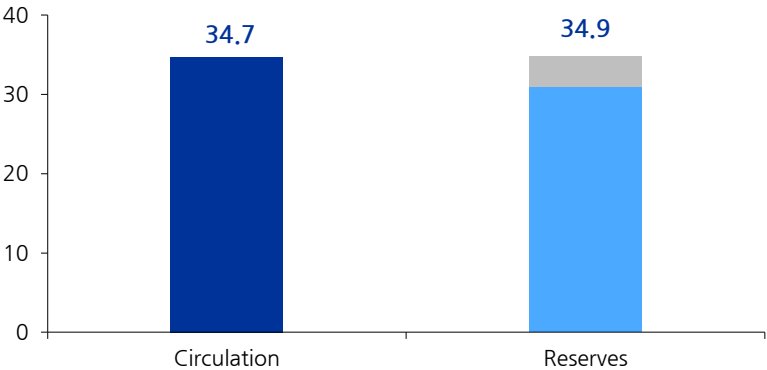


■ U.S. Treasury Bills ■ Overnight Reverse Repurchase Agreements
■ Term Reverse Repurchase Agreements ■ Money Market Funds
■ Cash&Bank Deposits ■ Non-U.S. Treasury Bills

자료: Tether, 유진투자증권

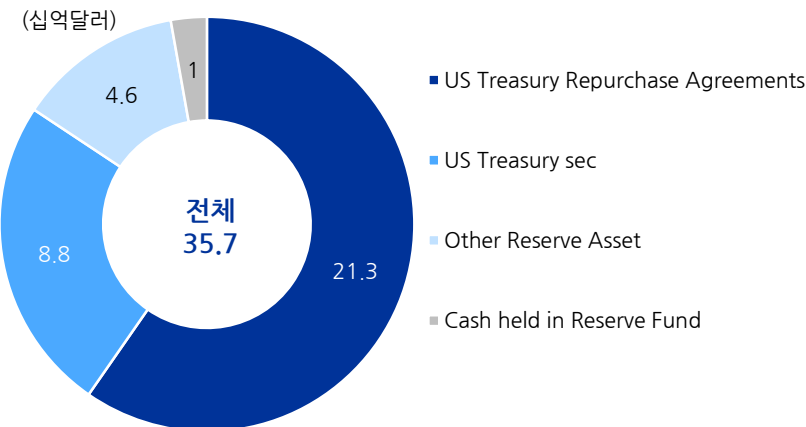
USDC 유통량 및 Reserve 밸런스

(십억달러) ■ USDC in circulation ■ Circle Reserve Fund ■ Cash at reserve banks



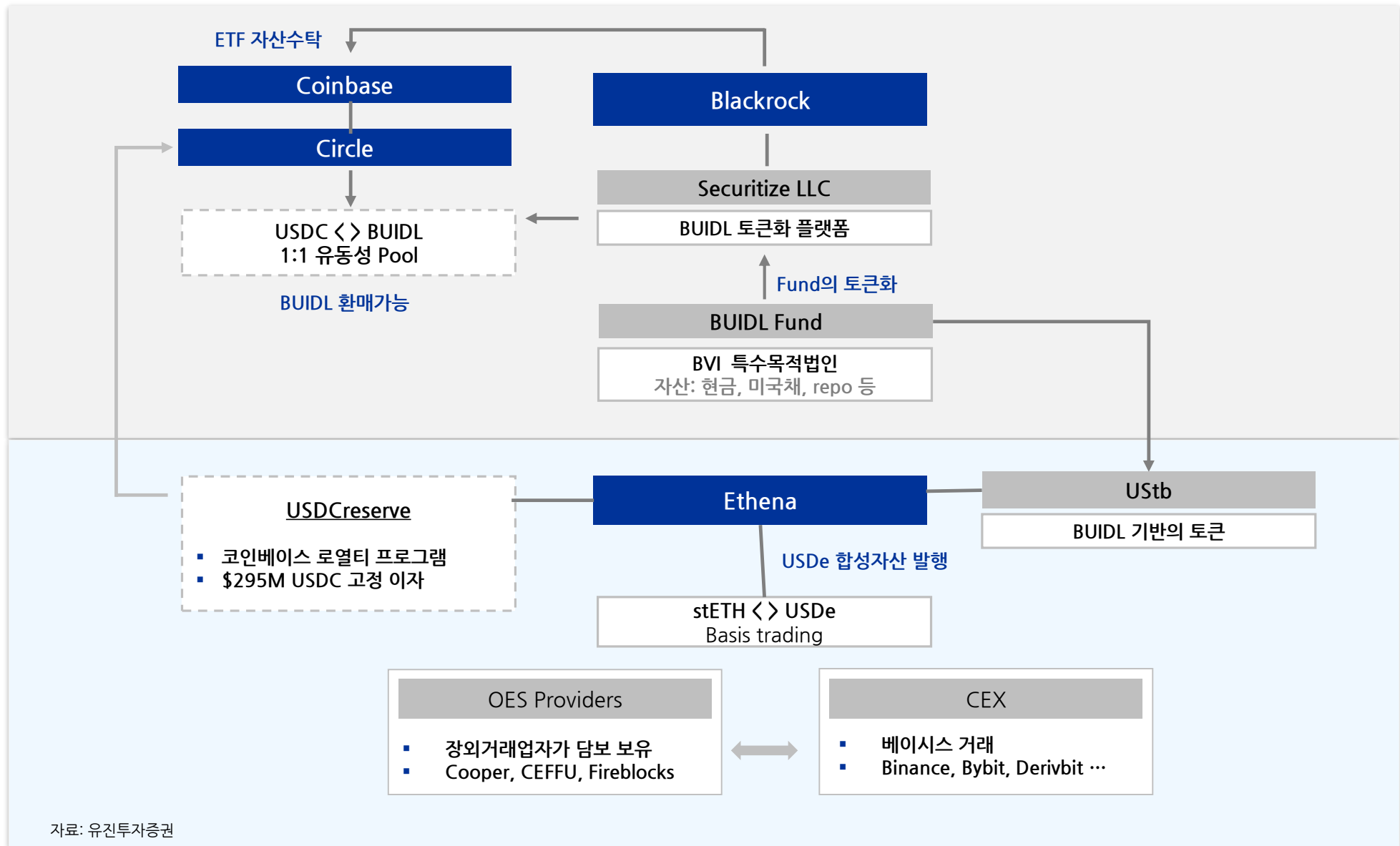
자료: Circle, 유진투자증권

USDC 담보내역 (2024.09)



자료: Circle, 유진투자증권

아니요, 암호화폐 달러에 집중하고 있습니다만

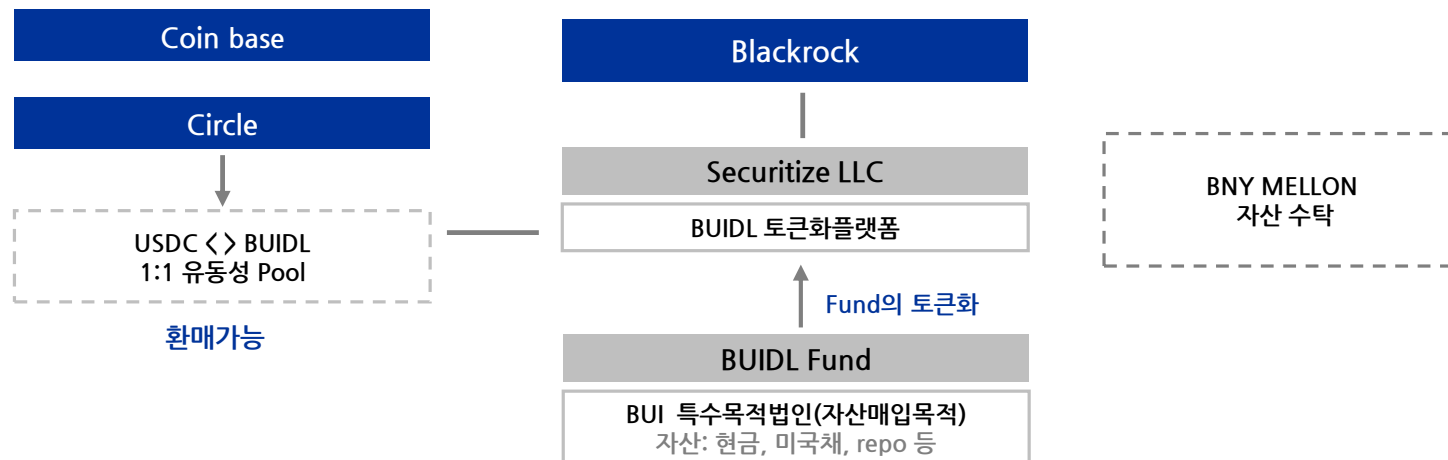


블랙록의 토큰화된 국채 펀드, BUIDL

BUIDL 펀드 구조

- BUIDL은 토큰화된 펀드로, 기존 사모펀드 수익증권을 토큰화한 구조임. BUIDL FUND는 BVI에 설립된 특수목적법인으로 자산매입이 목적. 매입한 자산은 뉴욕 멜론 은행에 수탁. BUIDL 펀드는 Securitize LLC를 통해 토큰화되는데, 금융당국 허가를 받은 전문투자자만이 이를 거래할 수 있음. 펀드 운용은 블랙록이 담당. 주로 T-bill, 재무부가 발행, 보증한 기타 채권 등 현금성 자산에 투자.
- 재미있는 점은 펀드 환매와 관련한 부분. 기존 시장에서 수익증권을 현금화(환매)하기 위해서는 대부분의 거래가 IB(Investment Bank)를 통해서 이루어져 왔는데, BUIDL은 그럴 필요가 없음. 환매가 필요하면 적격투자자에게 토큰을 매도하고 환매하면 되는 구조. BUIDL이 전통적 시장의 IB를 대체하는 역할을 함. 또한 펀드 환매를 위한 유동성 부족을 우려하여, BUIDL과 USDC의 1:1 유동성 Pool을 생성했기 때문에 투자자들은 원하는 때에 언제라도 환매가 가능함.

BUIDL 구조



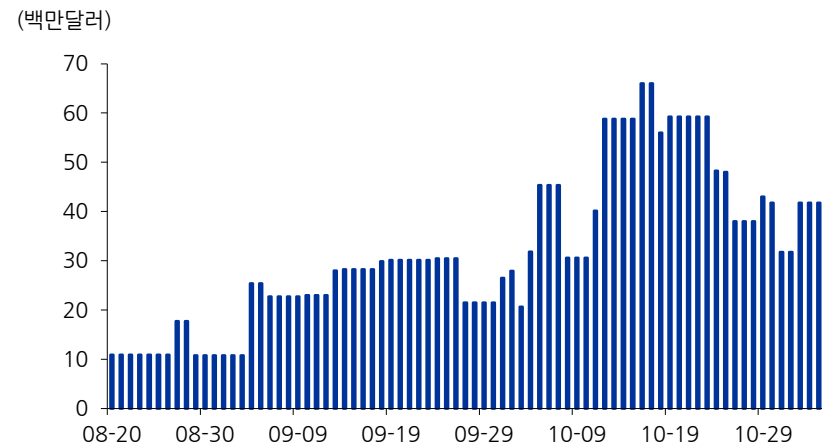
자료: 유진투자증권

블랙록의 토큰화된 국채 펀드, BUIDL

새로운 금융시장을 선점하기 위한 블랙록의 질주

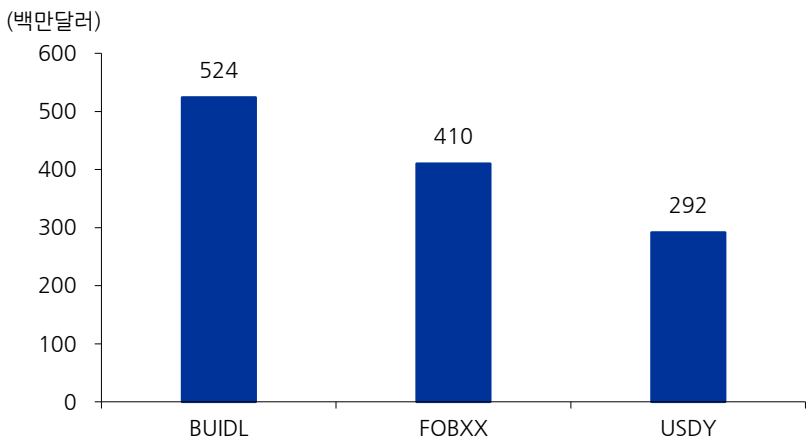
- RWA 전체 시장규모는 \$13B, 그 중 미국 국채 펀드 규모는 \$2.4B으로 약 18%를 차지함. BUIDL 펀드는 출시 첫 주에 약 2.4억 달러 자금 유치. 지난 10월 5억 달러를 돌파하며 가장 큰 토큰화 국채 펀드가 됨.
- 전통금융에서의 펀드는 여러 거래당사자들이 원장을 유지 관리하기 때문에 효율적이지 못함. 특히 정산이 매우 느리다는 단점이 있는데, 펀드의 경우 가입/환매 프로세스에서 T+3+5+... 이상 지연됨. 그러나 토큰화 기반 펀드의 경우 실시간 결제가 가능하기 때문에 매우 효율적임.
- 국채 토큰화 펀드의 수요처는 다양함. 1)큰 규모의 투자를 받은 web3 Project- 대부분 토큰으로 투자를 받기때문에 운영자금 변동성 노출, 2) 자본 배분의 필요성을 느끼는 스테이블 코인 발행사 등
- 암호화폐 달러의 확대 국면에서 블랙록은 발행시장 및 유통시장에서의 우위를 점하기 위한 드라이브를 거는 중.

BUIDL 유입규모 추이



자료: DefiLlama, 유진투자증권

토큰화된 미국 국채펀드 규모 top3



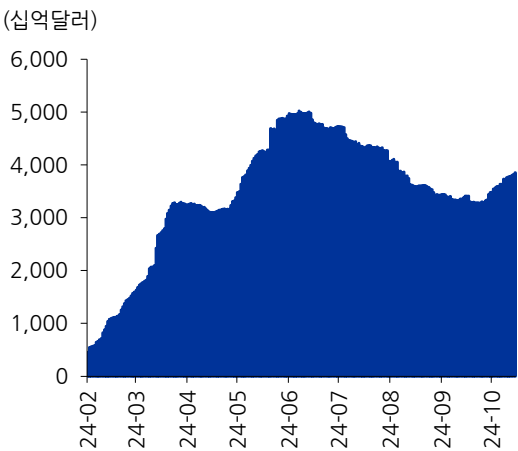
자료: RWA.xyz, 유진투자증권

크립토 달러의 싹새, ETHENA

호기롭게 등장한 합성 달러 USDe

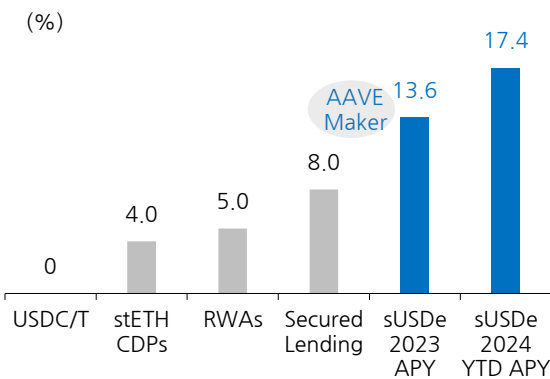
- Ethena는 합성달러를 발행하는 이더리움 기반 프로토콜로, 출시 4개월만에 USDe 시가총액은 \$3B 돌파. 에테나의 USDe는 USDT, USDC, DAI를 넘어 가장 빠르게 성장한 크립토달러.
- USDe는 크립토 현선물 포지션이 합성되어 있기 때문에 합성달러로 불리는데, 델타 뉴트럴 전략을 통해 USDe는 1달러에 가까운 가격을 유지. stETH를 담보로 예치하면, 동일한 금액의 무기한 선물 숏 포지션 오픈하여 가격을 고정.
- 에테나의 성공은 높은 APY에 있는데('23년 13.6%, '24년 YTD 17.4%), 일반적으로 안정적 수익을 내는 온체인 금융상품들 보다 훨씬 높은 APY를 제공하고 있음

USDe 시가총액



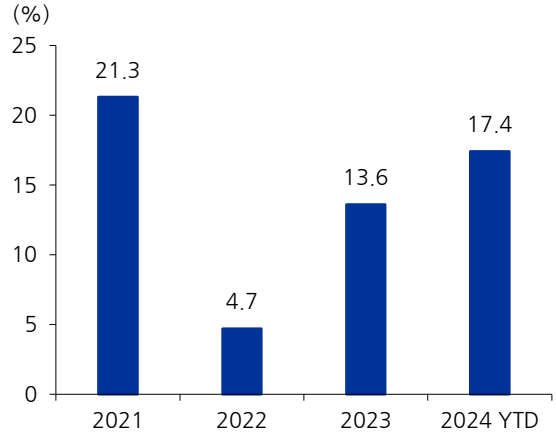
자료: Coinmarketcap, 유진투자증권

온체인 금융 APY 비교



자료: Ethena Labs, Four Pillars Research, 유진투자증권

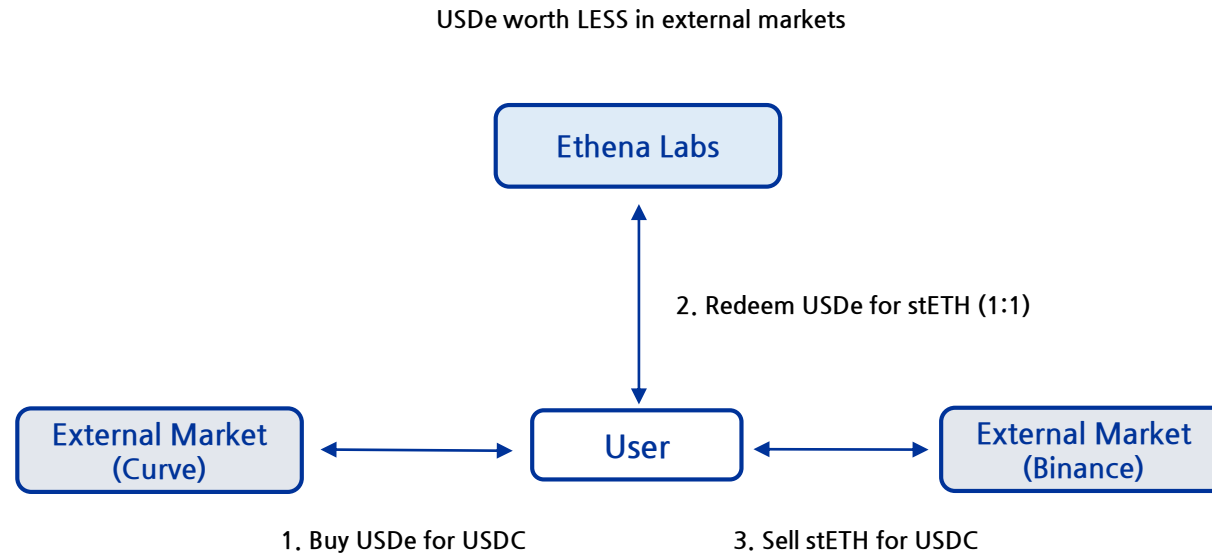
eUSDe APY 추이



자료: Ethena Labs, Four Pillars Research, 유진투자증권

(참고) USDe Pegging 메커니즘

담보 자산이 1:1이기 때문에 다른 스테이블 보다 페깅 복구가 쉬움



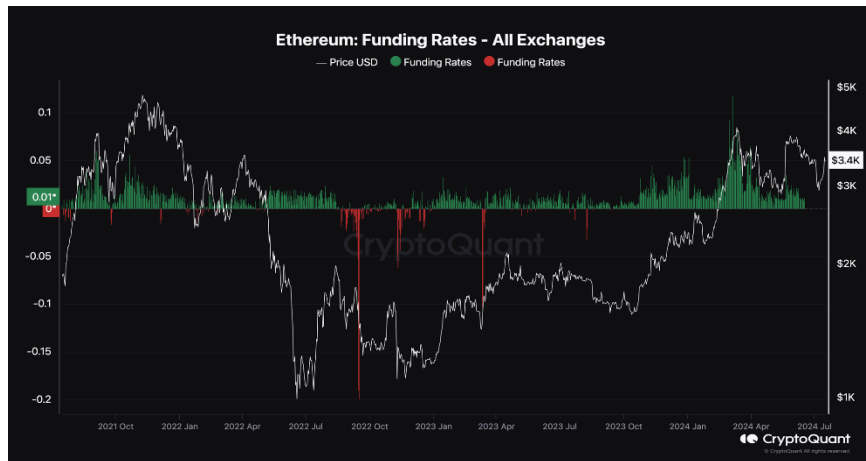
자료: Ethena Docs, 유진투자증권

크립토 달러의 싹튼 강자, ETHENA

기관 수요 증가를 이용한 지속적 리스크 관리 + 더 높은 수익 추구

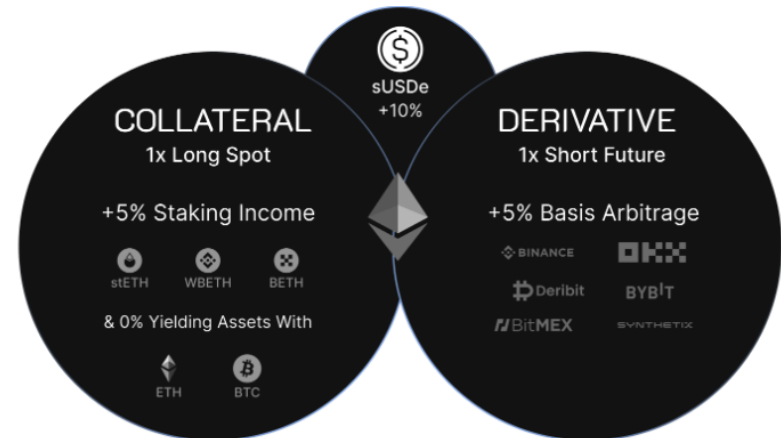
- Ustb는 블랙록 BUIDL을 담보로 생성한 국채 토큰. 상승장에는 펀딩비에 대한 걱정이 없지만, 펀딩비가 (-)가 되는 구간을 위한 안정적인 추가 담보가 필요했음. Ustb를 이용하여 무기한 선물 포지션 노출을 줄이는 방법으로 약세장에 대비.
- ETF를 통해 이더리움에 점점 더 많은 기관자금이 유입되면, 안정적인 수익을 목표로하는 달러기반 자산 수요가 증가할 수밖에 없음. 기관자금의 증가는 무기한 선물 계약에 대한 수요를 개선시킬 수 있고, 양의(+) 펀딩비가 형성되게 함. 펀딩비가 증가하게 되면 USDe의 이자율도 증계하게 되는 구조
- 에테나 주요 수익원은 1) 담보 스테이킹 수익 (stETH) < 10%, 2) 델타 뉴트럴 전략에 의한 양수(+) 펀딩비, 베이스 트레이딩 수익~65%, 3) USDC 이자와 DAI 등 Liquid Stables 의 고정이자 ~35%

Ethereum Funding Rate



자료: Crypto Quant, 유진투자증권

Pegging Mechanism of USDe



자료: Ethena Docs, 유진투자증권

03

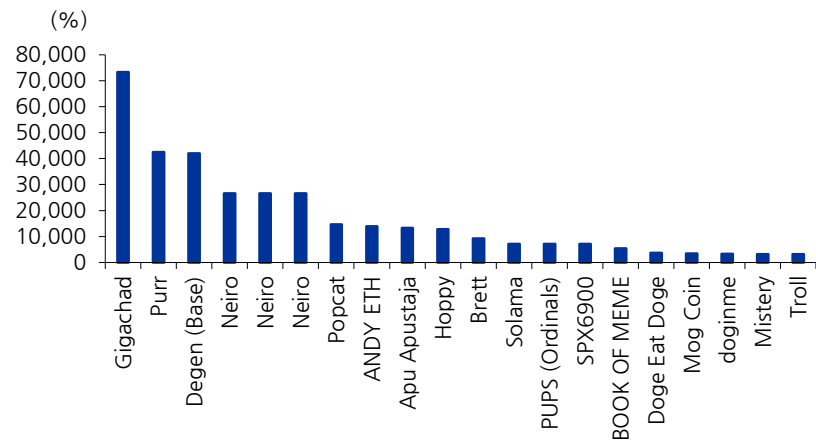
FUN더멘탈 시대

투기적 수요, 그런데 이제 재미를 곁들인

Meme의 시작

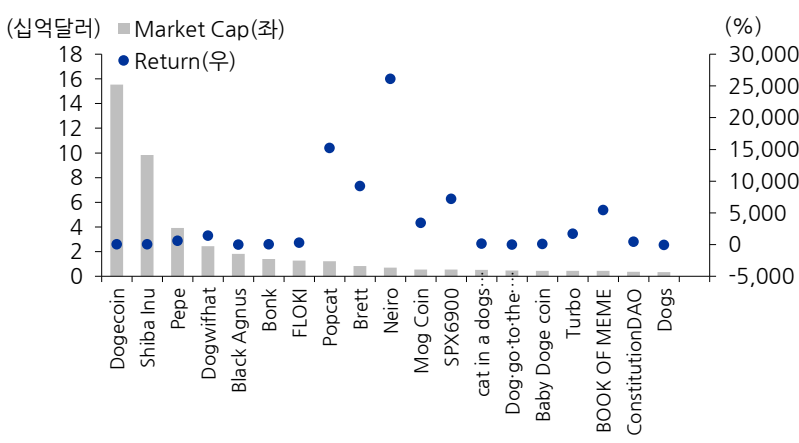
- 게임스톱, AMC엔터테인먼트와 같은 밈주식 열풍 이후, 가상자산 시장에서도 밈코인이 탄력을 받기 시작. 밈코인은 2013년 도지코인(DOGE)으로 시작하였으나, 팬데믹 시즌 앨런 머스크 등 유명인사들의 지지가 높아지며 크게 상승.
- DOGE의 성공을 재현하기 위해 수 많은 밈코인이 탄생. 자산운용사 VanEck가 밈코인 지수(MarketVector's Meme Coin Index)를 공식적으로 출시하며 밈코인 상승세에 무게를 더함. 해당 지수에는 시가총액 Top6 밈코인이 포함
- 밈코인 전체 시가총액은 '24년 1분기 기준 \$56B 을 돌파하며 사상 최고치를 경신(9월기준 \$53B). 시가총액 가중평균이 적용된 밈코인의 YTD 수익률은 10/10기준 2284%, '24년 3월 최고점에는 9,00% 이상을 기록. 최근 한 달간 밈코인 합산 시가총액 및 수익률이 다시 우상향을 그리기 시작.

밈코인 수익률



자료: DefiLlama, 유진투자증권

밈코인 시가총액 및 수익률 비교



자료: DefiLlama, 유진투자증권

투기적 수요, 그런데 이제 재미를 곁들인

میمکوین 열풍이 지속 가능했던 이유

- Pump.fun, Sunpump 등 일반인들조차 손쉽게 토큰을 민팅(발행)할 수 있는 토큰 런치패드들이 등장하며 시장이 확장됨.
- 밈코인은 아무런 유틸리티와 효용이 없어 극단적 투기 자산이라는 평가를 받지만, 알트코인 시장의 포화와 함께 밈코인 커뮤니티의 강력한 스토리텔링이 가격 상승을 유도. 밈을 통해 생태계 참여자들이 강력한 유대관계를 형성하기도 함.
- 연속적인 알고리즘 트레이딩 역시 시장 과열의 원인. 실제로 펌프닷펌에서 토큰을 발행한 뒤 첫 거래를 일으키면, 트레이딩 봇이 자동적으로 가격을 형성해 가는 것을 목격할 수 있음. 트레이더들이 수익을 내는 것과 별개로 버블이 쉽게 형성될 수 있음. (펌프닷펌 전체 투자자의 60%가 손실을 보며, 0.5%만이 1만 달러 이상의 수익을 창출)
- 토큰 당 가격을 낮게 설계하는 Unit Bias 전략(주식시장에서는 주당 가격을 낮추는 전략)을 통해 리테일 투자자들에게 접근성을 높임.

SunPump vs Pump.fun

구분	SunPump	Pump.fun
타겟 유저	대부분 아시아인	대부분 서양인
토큰 발행과 수익(8/24 기준)	7500 밈코인/일 수익 56만7천달러	6900 밈코인/일 수익 36만8천달러
성공률	약 2%	약 1.26%
블록체인 연동	TRON	Solana, Base, Blast
프로모션 및 커뮤니티 참여	매우 활성화	모멘텀 유지 필요
수수료	▪ 발행 수수료: 약 20 TRX의 발행 수수료 필요 ▪ 거래 수수료: 약 1%의 거래 수수료 부과 ▪ 유동성 수수료: 본딩 커브 100% 도달시, SunSwap V2 유동성 풀에 100,000 TRX와 2억 개 토큰 자동으로 추가되며, 유동성 추가 수수료로 3,000 TRX 차감됨	▪ 선불 토큰 배포 비용이 없으며 첫 번째 구매자가 0.02 SOL (약 \$3)의 수수료 부담 ▪ 토큰 제작자는 그들의 토큰이 본딩 커브 기준을 초과할 경우 0.5 SOL(약 \$80)의 보상을 받음

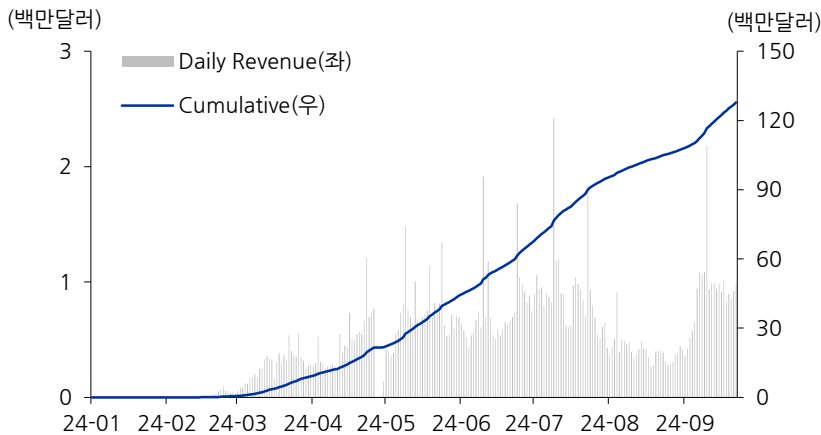
자료: Tiger research, 유진투자증권

투기적 수요, 그런데 이제 재미를 곁들인

Pump.fun의 시장 제패 - 이제 할머니도 민팅가능 !

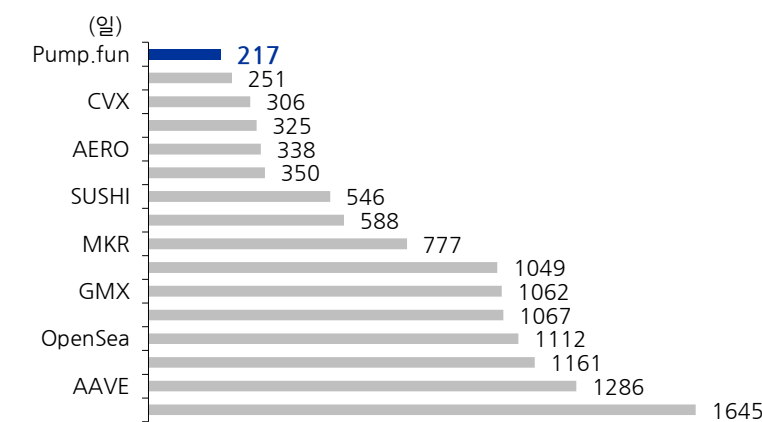
- 펌프닷컴은 일반인도 쉽게 접근할 수 있는 토큰 런치패드(no-code tool) 솔라나의 대표적 Dapp답게 빠른 거래 속도를 자랑함.
- 토큰이 민팅되면 프로토콜이 자동으로 거래 pair를 생성, 본딩 곡선에 기반한 가격 결정 방식으로, 수요가 늘면 자동적으로 가격이 상승하는 원리. 실시간 수요에 맞게 유동성을 조절하여 가격 조작을 최소화하기 위해 노력.
- '24년 1월 출시 이후 전체 블록체인 생태계 중 TOP10 프로토콜이 되었고, 블록체인 씬 역사상 최단기간 \$100M 수익을 달성. 지난 7월에는 펌프닷컴의 하루 거래 수익이 \$2M 달러로 급증하며, 이더리움의 수익(\$1.91M)을 넘어섬. 펌프닷컴의 기준 '24년 연간수익 전망치 약 \$70M는 쉽게 달성할 것으로 보임

Pump.fun revenue



자료: Dune, 유진투자증권

Pump.fun은 최단기간 내 \$100M 수익을 달성한 프로토콜



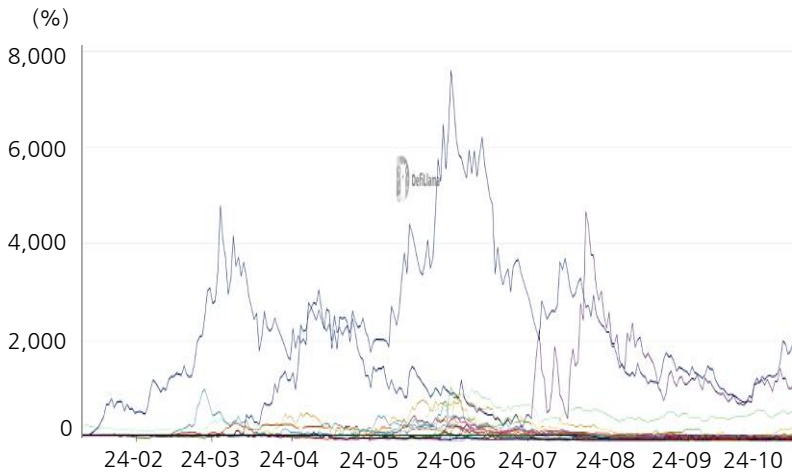
자료: X, 유진투자증권

투기적 수요, 그런데 이제 재미를 곁들인

میم코인의 확장: PolitiFi

- PolitiFi는 Politics와 Finance의 합성어로, 정치 성향이 가미된 밈토큰의 한 종류. MAGA(Make America Great Again, \$TRUMP) 토큰의 경우 트럼프의 정치적 지지층을 기반으로 시작했으며, 실제로 트럼프와 관련된 정치적 사업을 지원하기도 함.
- MAGA Again, Fight to MAGA, Deonald Tresp, Jeo Boden, Kamala Horris 등 다양한 정치색을 가진 토큰들이 출시 되었으며, 10월 기준 시장 전체 시가총액은 약 \$800M 수준.

PolitiFi 토큰 수익률(Mcap-weighted)



자료: DefiLlama, 유진투자증권

PolitiFi 토큰 리스트

Coin	Return(%)	Market Cap(mil \$)
ConstitutionDAO	499	385.37
MAGA	1,944	210.22
MAGA Hat	45	76.39
Doland Tresp	160	38.92
Super Trump	-7	19.38
tookur kurlson	-21	17.9
Fight to MAGA	-73	11.08
MAGA: Fight for Trump	-42	8.56
Kamala Horris	1,055	7.94
Dark MAGA	-84	7.5
Jeo Boden	-71	5.67
MAGA Again	-80	5.01
4TRUMP	26	4.59
MAGA VP	-55	2.43
BABYTRUMP	-16	0.97
Pepe Trump	-90	0.72
MAGA Pepe	-78	0.70
dark maga	-50	0.67
DT Inu	-13	0.52
Chuan Pu	-83	0.36
FreeTrump	1	0.30
Trump Mania	-92	0.29

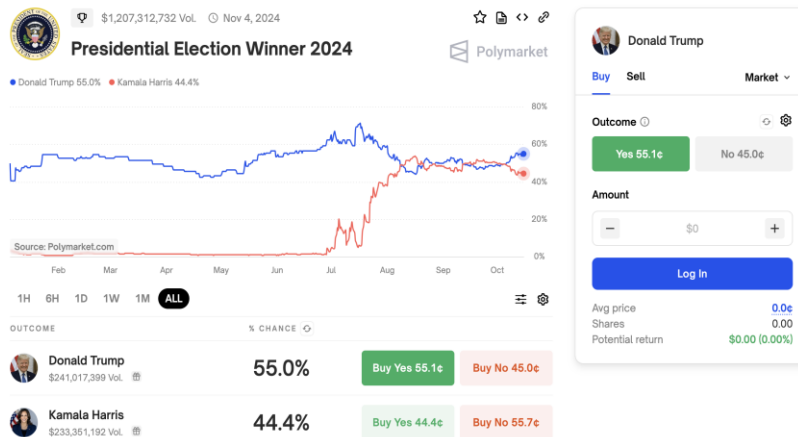
자료: DefiLlama, 유진투자증권

가치의 탄생 - ① Polymarket

효율적 시장가설에 기반한 예측 시장의 탄생

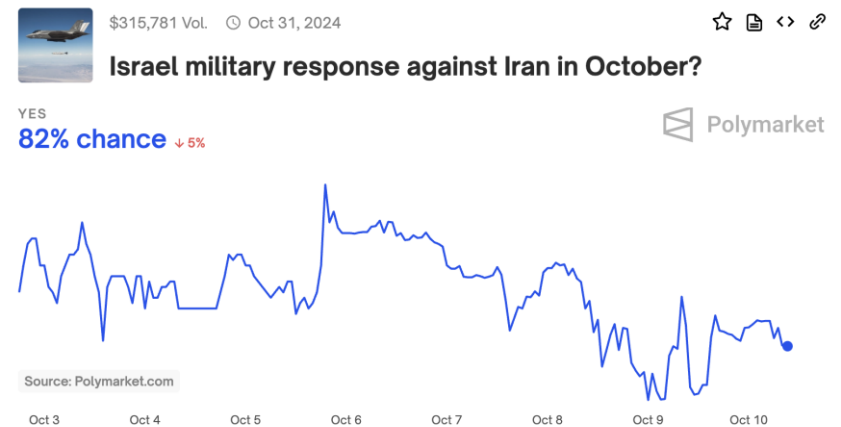
- 해프닝으로 끝날 것 같던 PolitiFi의 인기가 예상 외의(?) 가치를 창출하기 시작. 투기적 수요가 여론수집 도구로 발전.
- 폴리마켓의 구조: 참가자들이 특정 이벤트의 결과에 자산(USDC)을 베팅하고, 만기일에 베팅한 금액을 정산 받는 구조. 단순하고 직관적인 UX로 투기세력들이 폴리마켓으로 몰렸고, 여론 수집 정확도는 자동으로 높아짐.
- 실제로 Kamala Harris가 민주당 후보로 지명된 것, JD Vance가 부통령 후보가 된 것을 공식 발표 전에 포착함. 최근에는 정치, 스포츠 이외에도 Fed의 금리인하와 이스라엘-헤즈볼라 전쟁 등 다양한 주제가 등장하며, Wall Street Journal 같은 전통 미디어들도 폴리마켓을 주요 예측 플랫폼으로 이용하기 시작.

Polymarket '24 미 대선 베팅



자료: Polymarket, 유진투자증권

이스라엘 전쟁 관련 베팅



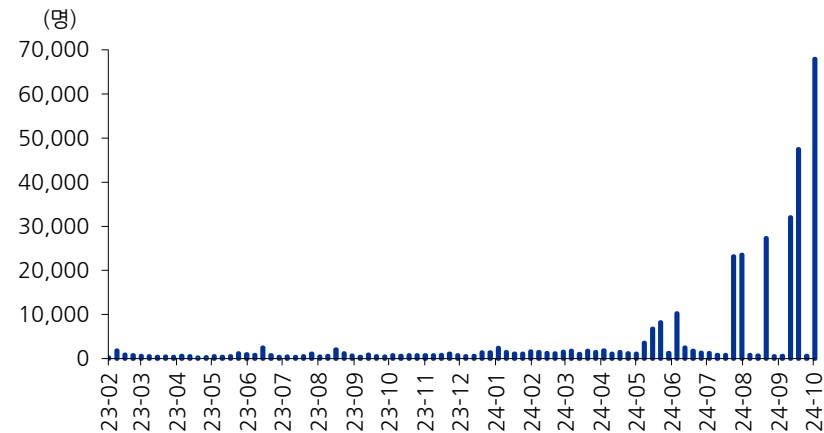
자료: Polymarket, 유진투자증권

가치의 탄생 - ① Polymarket

성공적인 Consumer App으로 안착

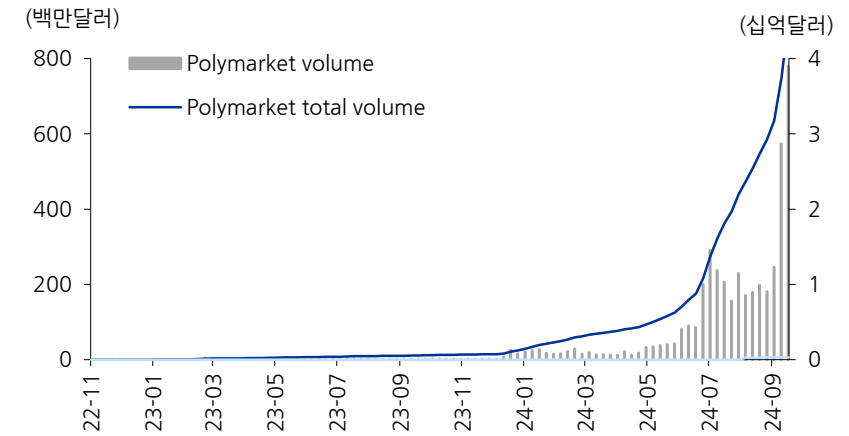
- 블록체인 기반의 킬러앱에 대한 필요성이 대두되고 있는 시점에 폴리마켓의 성공은 매우 중요했다고 봄. 블록체인 기술 특성상 백엔드 개발에 리소스가 치중될 수 있어, 실제로 대중이 쉽게 다가갈 수 있는 서비스(컨슈머앱)의 등장이 필요했던 시기.
- '24년 10월 기준 폴리마켓의 전체거래액은 \$4.5B로, 미대선을 앞두고 연일 사상최고치를 갱신 중. 전체 bettor는 약 7만명으로 기존 이용자수와 신규 이용자가 동반 상승세를 유지. 베팅 옵션의 대부분이 정치 테마이지만, 점차 다양한 영역으로 확대되고 있다는 점에서는 긍정적. 대선 이후 이용자수 급감에 대한 우려 역시 잔존.
- Series B 라운드 \$45M raise 에 성공. 주요 투자자는 Founders Fund(피터 틸), 비탈릭 부테린, 1confirmation 등으로 폴리마켓이 블록체인 씬에서 가장 핫한 투자처임은 분명함

Polymarket 이용자 수 추이



자료: Dune, 유진투자증권

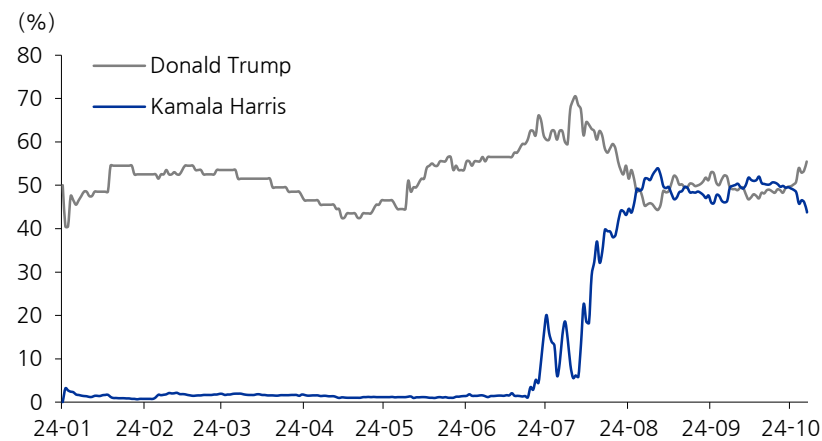
On-chain 예측시장 거래 볼륨 추이



자료: Dune, 유진투자증권

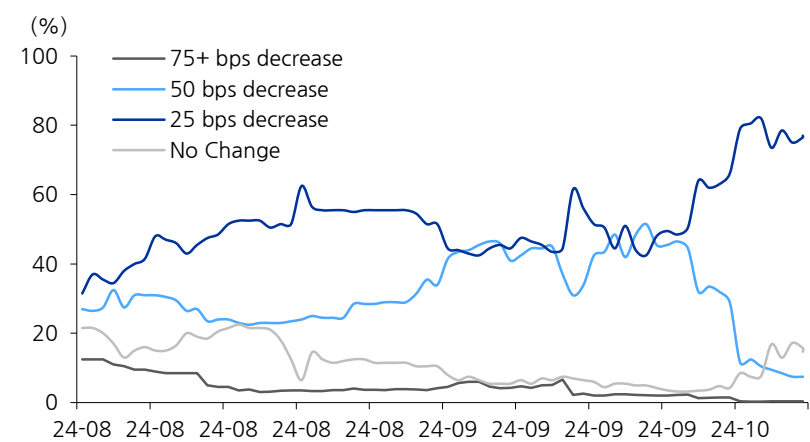
가치의 탄생 - ① Polymarket

Polymarket 미국 대선 후보자 베팅



자료: Polymarket, 유진투자증권

Polymarket Fed rate 시나리오 베팅



자료: Polymarket, 유진투자증권

Polymarket 카테고리별 베팅액

Category	Bet Volume (\$ mil.)	Bet Number	Number of Bettors
Presidential Election Winner 2024	1,170.00	779,017	167,417
Democratic Nominee 2024	327.87	121,698	30,400
Presidential Election Popular Vote Winner 2024	256.12	296,689	91,233
Democratic VP nominee	128.50	148,108	21,226
Republican VP nominee	92.57	100,003	14,741
Super Bowl Champion 2025	77.52	235,370	74,893
Fed Interest Rates: September 2024	58.69	49,714	14,156
Presidential Election Margin of Victory 2024	45.14	133,547	27,757
Democratic VP nominee on election day	24.77	89,580	32,326
Biden D-Nom replacement	22.56	10,991	5,141
Sao Paulo mayoral election 2024	21.30	7,364	2,451
Balance of Power: 2024 Election	19.68	66,302	20,737
Premier League Winner	19.59	20,698	8,638

자료: Dune, 유진투자증권

가치의 탄생 - ② BONK

솔라나의 긴 겨울 끝에 피어난 꽃

- 솔라나의 본격적인 하락은 '22년 bear마켓과 함께 시작. '22년 1월 약 30시간의 네트워크 다운, 같은 해 4월 LUNA-UST 디페깅, 11월 FTX 파산으로 SOL 가격은 최고점대비 약 98% 하락. 돌아올 수 없는 강을 건너는 것처럼 보였으나 '24년 4월 다시 전고점에 근접하는 폭발적 상승을 기록.
- 솔라나는 긴 겨울동안 기술적 문제들의 수정 작업을 거침. 구글의 QUIC와 Weighted QoS 도입으로 네트워크 효율성을 향상시키고, Localized Fee Market을 도입하여 한 구역의 트랜잭션 과부하가 전체 네트워크에 영향을 미치지 않도록 설계.
- BONK는 도지와 시바의 또 다른 아류작으로 남을 것이라 예상했지만, 강력한 커뮤니티와 친숙한 마케팅을 기반으로 대중의 관심을 이끌어 내는 데 성공. 이전에는 네트워크 생태계 참여자들 제 1의 목적이 '가격 상승' 그 자체였다면, 최근에는 가격 상승을 염원하는 '동지 의식'이 생태계를 성장시키는 또 다른 원동력이 됨.

BONK



자료: BONK, 유진투자증권

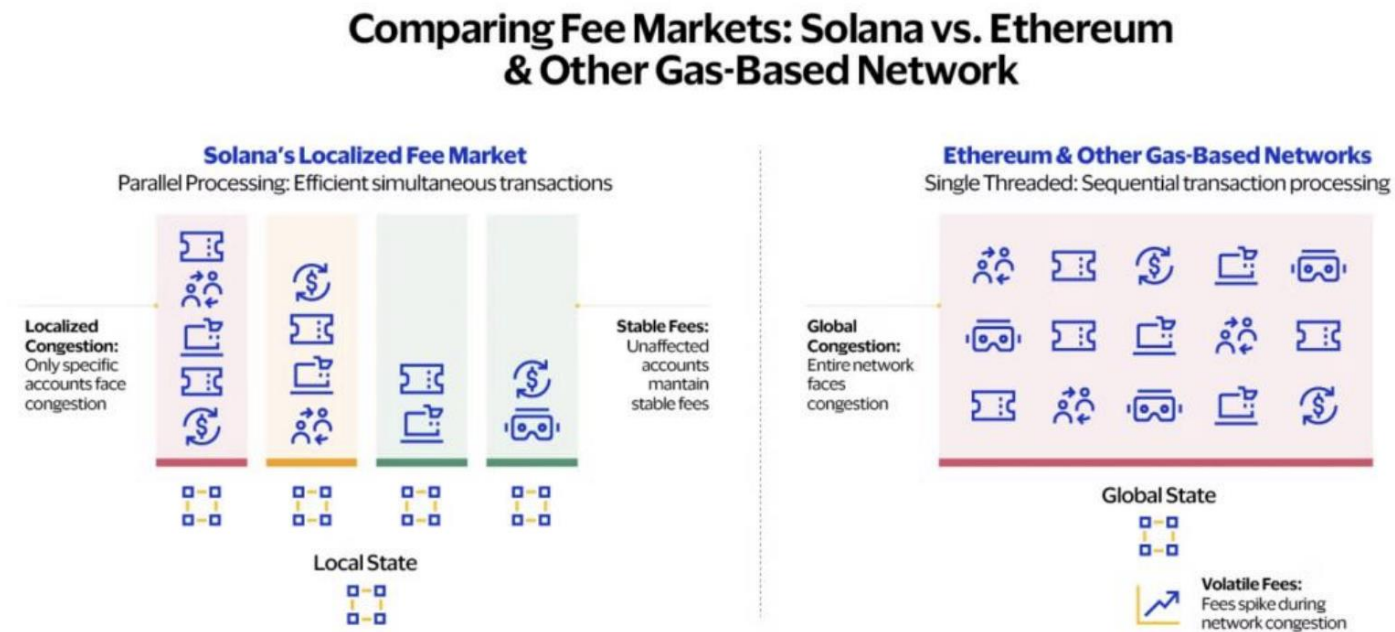
솔라나, \$BONK 가격 추이 + History



자료: CoinMarketCap, 유진투자증권

(참고) 솔라나와 이더리움 Fee Market 비교

솔라나와 이더리움 Fee market 비교



Solana's localized fee market offers predictability and efficiency by isolating congestion. In contrast, for Ethereum and other gas based networks, global congestion leads to volatile fees.

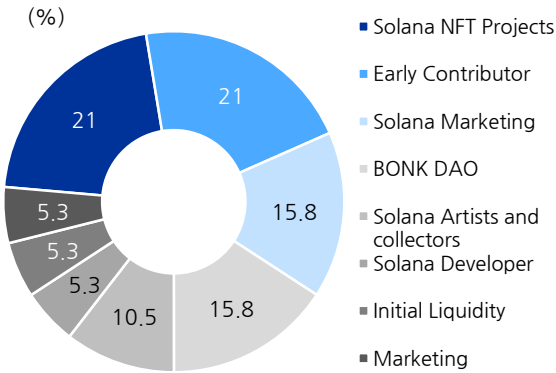
자료: VISA, 유진투자증권

가치의 탄생 - ② BONK

NEW Go to market Strategy

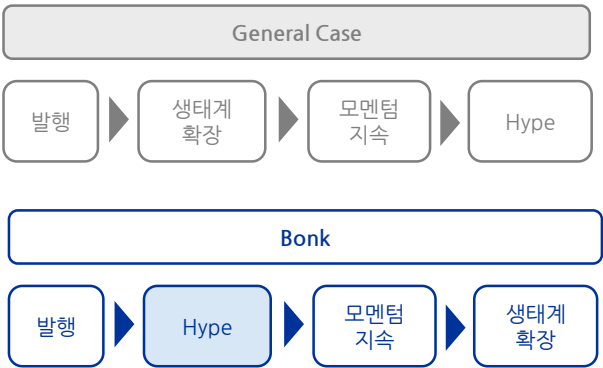
- Bonk 성장요인 중 하나는 토크노믹스. 전체 토큰 공급량 절반이 솔라나의 NFT 프로젝트와 개발자 등 솔라나의 생태계를 부흥시키기 위해 사용.
- NFT 프로젝트에 공급량의 21%, 개발자와 아티스트, 초기 멤버에게 37% 이상을 배분.
- 일반적으로는 토큰을 발행하고 생태계를 확장하며 Hype을 만들어가지만, Bonk는 Hype을 먼저 만들고 생태계를 확장하는 새로운 방식의 전략을 채택. 강력한 스토리텔링과 커뮤니티를 기반으로 \$BONK는 SOL, USDC에 이어 3번째로 높은 거래량을 기록. 솔라나 생태계 토큰 거래는 21년 전성기를 뛰어넘는 기록을 세움.
- 판매가 부진했던 Saga(솔라나 모바일) 가격이 Bonk의 Hype으로 ebay에서 \$5,000을 기록할 만큼 급속도로 인기(출시가격은 \$599). 텔레그램 트레이딩봇인 bonkbot 역시 '24년 10월 기준 일거래량(7D Ma) \$20M, 전체 유저 41만명을 기록하며 성공적으로 안착.

BONK 토크노믹스 - 에어드랍이 50%



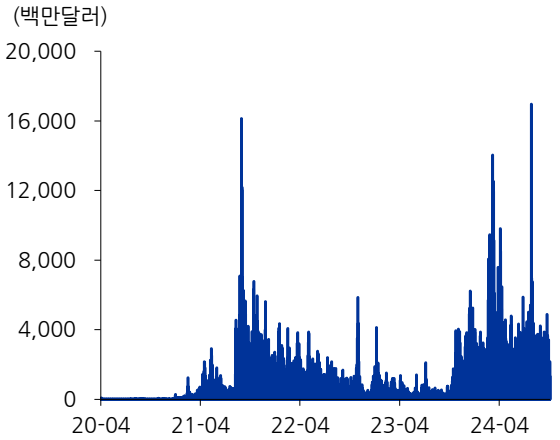
자료: TokenUnlocks, 유진투자증권

Bonk의 GTM 전략



자료: 유진투자증권

솔라나 생태계 토큰 거래 볼륨

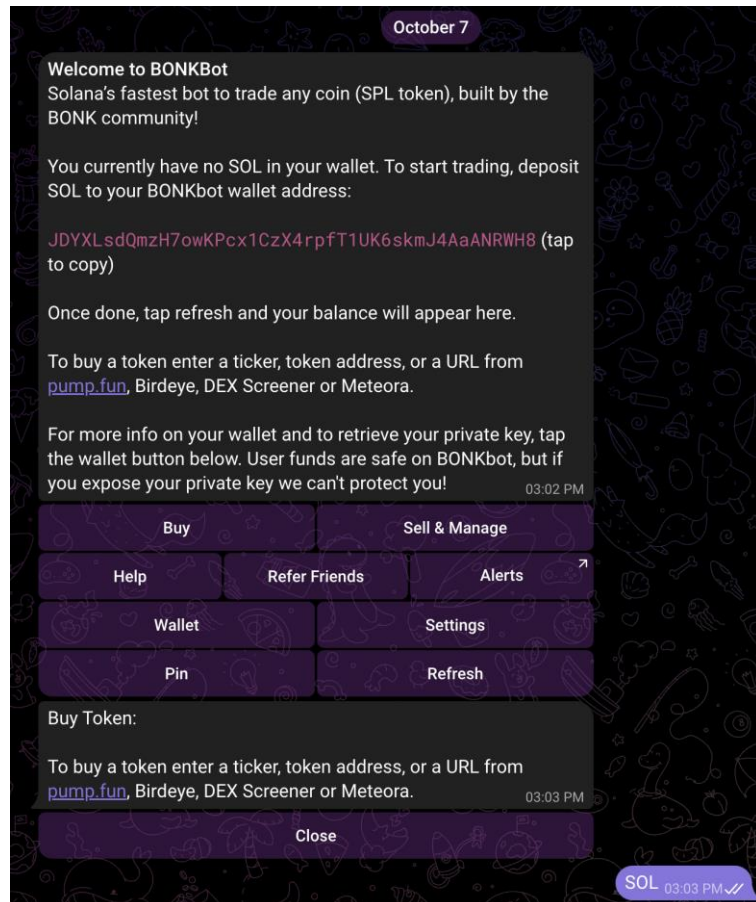


자료: DefiLlama, 유진투자증권

가치의 탄생 - ② BONK

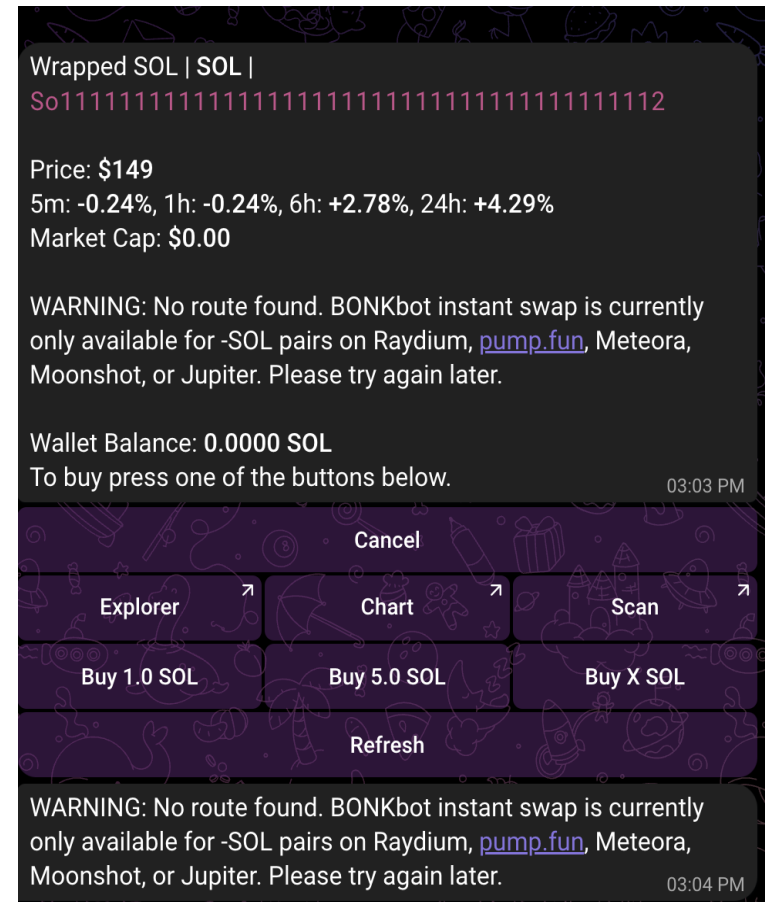
텔레그램 기반 트레이딩 봇 Bonkbot 화면 예시

Bonkbot 거래화면 1



자료: Bonkbot, 유진투자증권

Bonkbot 거래화면 2



자료: Bonkbot, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%
(2024.09.30 기준)		