

디지털자산

디지털자산 김세희
6195 / say@eugenefn.com

밸류업 프로그램이 필요한 이더리움

“ 밸류업보다 스케일업 중인 이더리움

26년 상반기는 이더리움의 가격 및 수익성보다 네트워크의 구조적 스케일업이 먼저 확인됨. 1분기 기준 MAU, 거래 건수, TPS 모두 사상 최고치를 기록했고, L2의 일일 거래 건수는 약 2,800만 건(+75%yoy)으로 급증.

“ 특히 L2/L1 거래 비율이 약 16배까지 확대된 점은 사용량 증가가 L2 중심으로 구조화되고 있으며, 이더리움은 단기 수익성보다 사용자 기반 확장에 집중하고 있음을 시사함.

“ 동시에 이더리움 수요는 금융 인프라 중심으로 재편되고 있음. 상위 5개 체인 중 활성 DeFi 대출의 약 79%, 스테이블코인의 62%, 토큰화 상품의 약 84%를 차지하며 핵심 네트워크 지위를 유지 중.

“ 반면 완전 희석 시가총액, 거래대금, L1 수수료, 생태계 수수료 등 수익성 지표는 전분기, 전년 대비 크게 감소함. 이는 네트워크 외형 성장이 이더리움 가치 상승으로 이전되지 못하는 구조

“ 이는 Dencun, Fusaka 등 연속된 업그레이드를 통해 단기 수익을 희생하더라도 처리 용량과 네트워크 확장성을 극대화하는 방향을 의도함. 즉, 현재의 수익성 악화는 장기 네트워크 채택을 우선한 전략적 선택이자 구조적 전환 과정에서 발생한 “표준화 비용”으로 해석 가능.

“ 결국 이더리움의 남은 과제는 밸류업으로 판단됨. 지난 몇 년 간의 로드맵은 확장성과 사용자 경험 개선을 중심의 스케일업에 집중돼 왔고, 그 결과 네트워크 사용량과 생태계 규모는 크게 성장했음. 반면 이러한 성장이 이더리움 가격으로 얼마나 이전될지는 과제로 남아 있음.

“ 향후 이더리움의 리레이팅 시점은 시장에서 이더리움을 어떻게 정의하느냐에 따라 달라질 것으로 전망. 만일 기술 플랫폼처럼 해석될 경우, 아마존·쿠팡이 초기 단계에서 마진을 희생해 독점적인 점유율을 확보한 후 수익화한 경로와 유사하게 L2 트래픽 증가가 이더리움(L1) 수수료, 이더리움(ETH) 가치로 환류되는 구조가 확인되는 시점이 핵심 트리거가 될 것으로 예상.

“ 반면 통신망 같은 ‘중립 인프라’로 정의된다면, 리레이팅 기준은 수수료 회복보다 스테이블코인이 구조적으로 성장하는 구간에서 이더리움이 글로벌 정산 표준으로 볼 수 있는지 여부임. 이 경우 토큰화 자산 및 AI 에이전트 결제 등 핵심 데이터가 임계점을 넘는 구간에서 통합 프리미엄 혹은 금융 인프라 멀티플이 새롭게 적용될 가능성이 높음.

업종투자 의견

NETUERAL

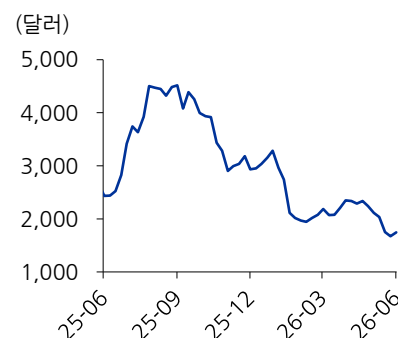
주요 용어 설명

구분	내용의미
Ethereum	스마트컨트랙트가 실행되는 글로벌 블록체인 네트워크, 온체인 활동이 돌아가는 기본 인프라
ETH	이더리움 네트워크의 기본 자산. 거래 수수료 지불, 스테이킹, 담보, 정산 등에 활용
L1 (Layer1)	기본 블록체인 본체. 최종 거래 기록과 정산이 이루어지는 메인 체인
L2 (Layer2)	L1 위에 올라간 확장 네트워크. Base, Arbitrum, Optimism, Unichain 등이 대표적. L2 에서 싸고 빠르게 거래를 처리 가능

L1의 수수료 매출 구조

가스비 (Gas Fee)	거래를 처리하기 위해 사용자가 지불하는 수수료 총액(수수료 단가)
기본 수수료 (Base Fee)	가스비 중 네트워크 규칙에 의해 강제로 소각되는 기본 단가(자사주 매입의 재원)
우선 수수료 (Priority Fee)	거래를 더 빠르게 처리하기 위해 검증인에게 추가로 지급하는 팁 성격의 수수료로 소각되지 않음
Blob Fee	L2 가 거래 데이터를 이더리움에 올릴 때 사용하는 별도 데이터 공간인 blob 에 지불하는 수수료(대여료 개념)
MEV	검증인이 거래 순서를 바꾸거나 차익거래를 통해 얻는 추가 수익
REV(Real Economic Value)	Base Fee, Priority Fee, MEV, blob Fee 를 모두 합산한 실질 네트워크 총매출

이더리움 26년도 가격 추이(YTD)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

주요 데이터

분기별 이더리움 주요 펀더멘탈 데이터

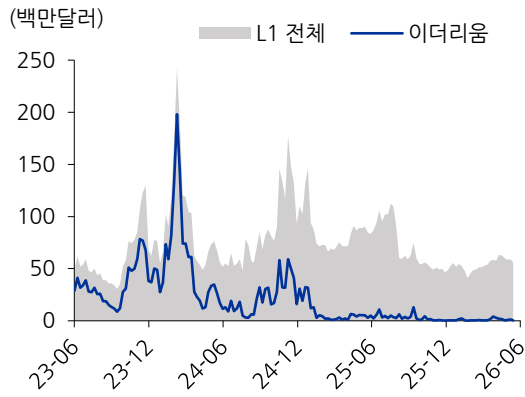
(백만달러)	2Q26	1Q26	4Q25	3Q25	2Q25	1Q25
Fees	49.3	39.9	76.6	125.3	103.3	220.8
Supply-side fees	33.06	31.82	48.09	69.05	52.99	69.16
Revenue	16.25	8.07	28.47	56.29	50.31	151.65
Fully diluted market cap	254,166	289,981	415,870	475,066	264,917	321,992
MAU(백만명)	9.4	13.2	8.6	8.6	6.8	7.2

자료: Token terminal, 유진투자증권

	1Q26	QoQ(%)	YoY(%)
가격(백만달러)			
L1 수수료(Fees)	39.9	-47.9	-81.9
완전 회석 시가총액	290	-30.3	-9.9
스테이킹 참여도(Staking ratio)	0.31		
네트워크 사용량 지표			
월간 활성 유저(MAU, 백만명)	13.2	53.5	85.9
거래 건수	200.4	38	81.5
TPS	25.78	41.2	81.7
ETH 보유자 수	292.8	8.1	24.9
토큰화			
스테이블코인	178.9	-2.3	37.6
토큰화 펀드 규모	19.4	4.9	73.1
원자재 토큰화	4.7	60	325.9
주식 토큰화	365.1	16.5	-
토큰화된 자산 전체 시가총액	203.4	-0.7	42.9
생태계 지표(십억달러)			
생태계 TVL	316.2	-11	22.8
대출 수요(active loans)	21.8	-16.6	39
거래대금	134.5	-24	-31.2
생태계 수수료	2	-16.9	-7.8

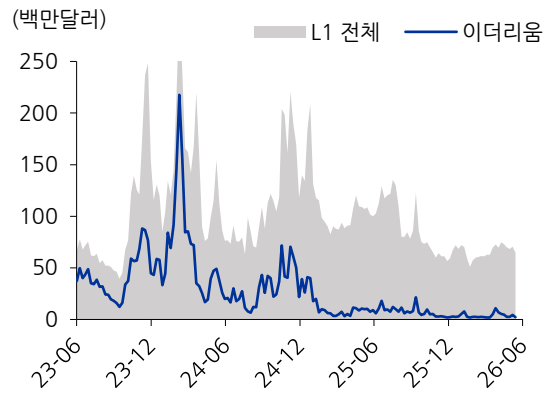
자료: Token terminal, 유진투자증권

이더리움 매출 추이



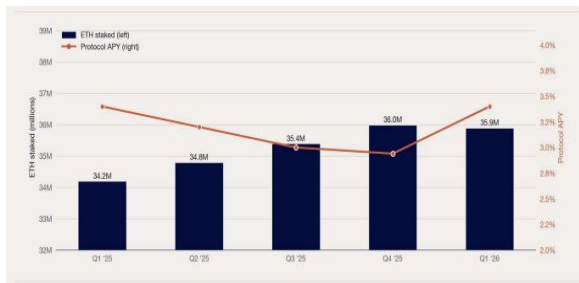
자료: Token terminal, 유진투자증권
*Revenue= Base Fee+Blob Fee

이더리움 네트워크 수수료 추이



자료: Token terminal, 유진투자증권
*Fee= Base Fee +Priority Fee

분기 별 이더리움 스테이킹 지표



자료: Teroxx Research, 유진투자증권

- 이더리움 가격이 하락했음에도 전체 스테이킹 규모는 높은 수준을 유지하였고 프로토콜 APY는 오히려 상승.
- 공급량 대비 스테이킹 비중은 29.2%에서 29.1%로 거의 변화가 없었으나 프로토콜 APY는 2.94% → 3.4%으로 상승
- 즉, 이더리움 가격은 Q1에 크게 빠졌으나 스테이킹 이탈율은 적었음. 스테이킹된 이더리움이 많으면 단기 매도 가능 물량이 줄어들 것으로 예상 가능

Appendix. 이더리움 기초

이더리움을 이해하기 위해서는 먼저 L1 과 L2 의 관계를 이해할 필요가 있다. L1 은 블록 체인의 가장 기초가 되는 네트워크이다. 이더리움 공식 설명에 따르면, 전 세계 노드가 함께 운영하는 글로벌 디지털 인프라로, 거래의 최종 기록, 정산, 보안, 데이터 검증을 담당하는 기반 네트워크다. 반면 L2 는 이더리움 L1 위에 구축된 확장 네트워크로, 쉽게 말하면 이더리움 위에 올라간 보조 처리망이라 할 수 있다. 사용자 거래를 더 빠르고 저렴하게 처리한 뒤 그 결과를 묶어 L1 에 제출한다. 그 결과 L2 는 이더리움의 보안을 빌려 쓰면서도 더 많은 거래를 처리할 수 있다. 사용자는 저렴한 수수료를 얻고, 이더리움 네트워크는(L1) 모든 거래를 직접 처리하는 대신 최종 정산과 보안의 기준점 역할만 수행하게 된다.

낮아진 이더리움 메인넷 수수료

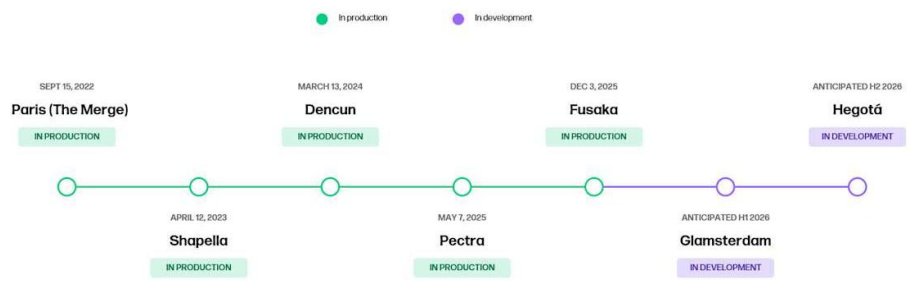
Operation	Gas Used	Illustrative Cost
ETH transfer	21,000	\$0.025
ERC-20 transfer	~65,000	\$0.076
ERC-20 approve	~46,000	\$0.054
Swap	~180,000	\$0.21
ERC-20 deploy	~1,200,000	\$1.41

자료: Tteroxx, 유진투자증권

이 구조가 등장한 이유는 블록체인의 근본적 한계 때문이다. 블록체인은 트릴레마상 탈중앙성, 보안성, 확장성을 동시에 극대화하기 어렵다. 이더리움은 탈중앙성과 보안성을 유지하기 위해 L1 을 무리하게 키우기 보다, L2 를 통해 확장성을 확보하는 전략을 선택했다. 2020~2021 년 DeFi 와 NFT 수요가 급증했을 때 이더리움 네트워크 수수료가 크게 상승했던 것은 L1 이 모든 거래를 직접 처리하는 구조의 한계를 보여준 사례다. 이후 이더리움은 L2 중심 확장 전략, 즉 rollup-centric roadmap 을 통해 “실행은 L2, 정산은 L1” 구조로 전환해 왔다.

최근 Vitalik Buterin 이 집중해 온 방향도 이와 일치한다. 핵심은 Ethereum L1 을 단순히 더 빠른 단일 체인으로 만드는 것이 아니라, 수많은 L2 가 안전하게 올라올 수 있는 중립 정산 인프라로 만드는 데 있다. Dencun 업그레이드의 EIP-4844 는 blob transaction 을 도입해 L2 가 데이터를 더 저렴하게 L1 에 게시할 수 있도록 했고, Fusaka 이후 blob 용량 확대는 L2 가 더 많은 거래를 처리할 수 있는 데이터 공간을 넓히는 방향으로 작동했다. 즉 최근 업데이트의 방향성은 L2 의 비용을 낮춰 이더리움 생태계 전체의 처리 용량을 키우는 데 있었다고 해석할 수 있다.

이더리움 업그레이드 타임라인



자료: galaxy research, 유진투자증권

따라서 이더리움이 추구하는 방향은 “전 세계의 애플리케이션, 스테이블코인, 토큰화 자산, AI 에이전트 결제가 L2에서 저렴하게 실행되고, 그 최종 정산과 보안은 L1이 제공하는 구조”에 가깝다. 특히 Optimism, Arbitrum, ZKsync, Base 등 주요 L2 는 이더리움의 확장성을 높이는 핵심 인프라로 자리 잡고 있으며, 기업들도 대량 거래와 결제 서비스에 L2 를 활용하기 시작했다. 이는 이더리움의 역할이 모든 거래를 직접 처리하는 실행 레이어에서, L2 생태계 전체의 보안·정산·데이터 가용성을 제공하는 기반 인프라로 이동하고 있음을 보여준다.

문제는 이 과정에서 이더리움의 수수료 구조가 과거와 달라졌다는 점이다. 과거에는 사용자가 L1 에서 직접 거래했기 때문에 네트워크 사용량 증가가 곧바로 가스비 상승, base fee 소각, REV 증가로 연결됐다. 그러나 Dencun 이후 L2 는 blob 이라는 별도 데이터 공간을 활용해 거래 데이터를 더 저렴하게 L1 에 게시할 수 있게 됐다. 이에 따라 사용자는 낮은 수수료와 빠른 속도를 얻었지만, L1 이 거래당 확보하는 수수료와 ETH 소각 규모는 악화될 수 있다.

Blob 은 L2 거래 데이터를 담는 별도 데이터 공간으로, 일반 L1 거래 수수료와 분리된 별도 fee market 에서 가격이 결정된다. L2 들이 blob 공간을 많이 사용할수록 blob fee 는 상승하고, 사용이 적거나 blob 용량이 충분하면 blob fee 는 낮게 유지된다. 즉 업그레이드 이후 이더리움의 수익 구조는 L2 가 거래 데이터를 L1 에 게시할 때 지불하는 blob fee 와 최종 정산 과정에서 발생하는 각종 수수료 중심으로 변하고 있다.

이러한 변화 속에서 앞으로 이더리움을 분석할 때는 단순히 L1 수수료나 ETH 소각 규모만 보는 접근보다, 이더리움이 L2 생태계 전체의 기반 인프라로서 얼마나 중요한 역할을 수행하고 있는지를 함께 살펴볼 필요가 있다. 구체적으로는 L2 거래량과 활성 사용자 수, L2 가 L1 에 게시하는 데이터 규모, blob 사용량, 스테이블코인 및 실물자산 토큰화 (RWA) 활동, 기업 및 기관의 온체인 활용 확대 등이 주요 관찰 지표가 될 수 있다. 또한 로빈후드, 코인베이스처럼 주요 플랫폼들이 자체 서비스와 결제·거래 인프라를 이더리움 기반 L2 위에서 구축하는 흐름이 업계 표준으로 자리 잡는지도 중요하다. 기업들이 온체인 비즈니스를 위해 L2 채택을 고려하는 선택지가 하나의 컨센서스로 굳어질 경우, 이더리움은 개별 애플리케이션을 넘어 디지털 자산 생태계 전반의 정산·데이터 인프라로서 입지를 더욱 강화할 수 있기 때문이다.

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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 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	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)