



트레이드 렌즈

TRADE LENS

투자에 초점을 맞추다.

CRYPTO INSIGHT / No.03

디지털자산과 기업재무의 연결을 읽는 리서치

디지털자산 트레저리의 자본조달 메커니즘 mNAV 프리미엄과 희석, 레버리지의 역방향 효과

Strategy·Bitmine·Sharplink 사례로 분석하는
주당 익스포저와 달러 유동성의 조건

ASSET

총 코인 보유량

CLAIM

보통주에 남는 몫

CASH

현금 의무의 만기

프리미엄은 보유자산이 아니다.
유리한 조건으로 자금을 조달할 수 있는
여력이며, 시장과 계약에 따라 달라진다.

총보유량의 증가, 주당 경제적 몫, 현금 지급능력을 분리한다.



01 / RESEARCH VIEW

보유량보다 주당 청구권과 현금 여력이 중요하다

TradeLens 판단 | 디지털자산 트레저리(DAT)는 코인 가격에 더해 자본조달 조건과 선순위 청구권에 노출된다.

핵심 결론

보유 코인이 늘었다는 사실만으로 기존 보통주 주주의 경제적 몫이 커지지는 않는다. 증자 가격·발행비용·전환증권·우선주와 자금 사용처를 반영한 주당 몫이 개선되고, 달러 지급 의무를 감당할 유동성이 유지되어야 지속 가능한 축적이다.

무슨 변화인가

코인 축적에 쓰이던 발행 플랫폼이 재매입·현금 확보·자산 매각을 함께 선택하는 자본관리 구조로 확장된다. Strategy의 6월 정책과 9월 거래가 이를 보여준다. [2] [5]

왜 중요한가

같은 코인 상승에서도 보통주·전환사채·우선주의 몫은 다르다. 프리미엄이 줄면 동일한 조달금액에 필요한 신주 수가 증가한다.

누구에게 귀속되는가

비용과 선순위 청구권 이후 잔여 몫이 보통주에 귀속된다. ETH 보상도 기업 비용과 지급 의무를 거친 뒤 평가해야 한다.

무엇을 확인하는가

정의가 같은 주당 지표, 자금 사용처, 현금 소진 속도, 풋옵션·배당 일정이다. 시가배수 1배만으로 파산을 판정하지 않는다.

이번 보고서가 제시하는 판단 기준

DAT의 핵심 경쟁력은 매입량의 순위가 아니라 유리한 발행과 불리한 발행을 구별하고, 조달시장이 닫혀도 급한 자산 처분을 피할 수 있는 구조에 있다. 프리미엄 축소는 성장방식의 전환 압력이자 자동 청산 명령이 아니다.

검증할 명제

총량 증가 ≠ 주당 몫 증가 ≠ 현금 창출. 세 가지를 함께 통과하는 축적만 보통주 관점의 지속 가능한 성장으로 해석한다.

DAT(Digital Asset Treasury): 디지털자산을 주요 재무자산으로 보유·운용하는 기업. 사례는 서로 다른 날짜의 공시이며 전 업계 통계 표본이나 종목 우열 비교가 아니다.



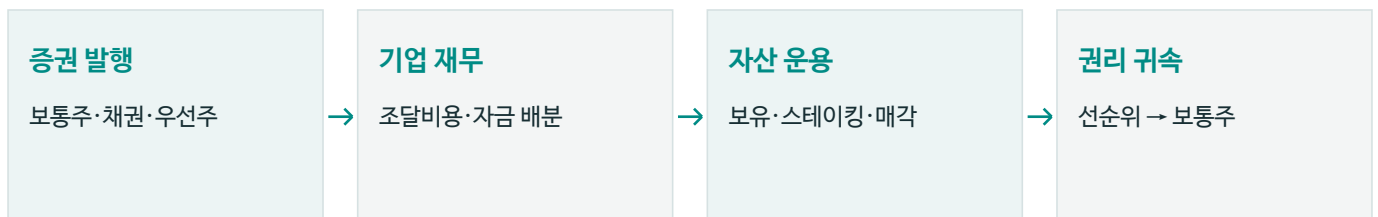
02 / CAPITAL TRANSMISSION

DAT 보통주는 코인의 단순 대체물이 아니다

코인 보유의 법적·경제적 경로가 다르면 같은 기초자산에도 손익과 유동성이 달라진다.

현물 ETP는 기초자산 보유를 통한 가격 추종을 지향하는 반면, DAT 보통주는 회사의 자산·비용·자본배분에 대한 잔여 지분이다. SEC의 2024년 안내와 2025년 지정참가자 현물 설정·환매 허용은 ETP의 구조를 설명한다. 개별 투자자에게 회사 코인 환매권을 부여하는 제도는 아니다. [10] [11]

구조	가치가 전달되는 경로	별도로 부담하는 변수
코인 직접 보유	가격 변화·해당 프로토콜의 권리	수탁·키 관리·거래비용
현물 ETP	기초자산 가치에서 보수 등 차감	추적오차·시장가격 괴리·상품별 운영
DAT 보통주	선순위 청구권 이후 회사의 잔여 몫	발행·비용·레버리지·자본배분
DAT 우선주·채권	개별 계약이 정한 우선순위와 지급	지급 조건·신용위험·전환·상환



증자 때 들어오는 돈은 영업이익이 아니다

신주 매수자의 납입은 기업에 현금을 공급하지만 손익계산서의 매출을 만들지 않는다. 프리미엄 발행으로 기존 주주의 주당 자산이 늘 수 있는 것은 새 투자자가 자산의 비례 지분 이상을 지불하기 때문이다. 따라서 그 프리미엄을 매번 확보할 수 있는지가 축적 모델의 중요한 조건이다.

잔여 청구권의 원칙

코인 수량과 보통주 가치 사이에는 비용·부채·우선주·회석이 있다. 자산 규모를 보통주 주주가 나눌 수 있는 순자산이나 즉시 현금화 가능한 금액으로 바꾸어 읽지 않는다.



03 / mNAV DEFINITIONS

같은 회사도 분모에 따라 할인과 프리미엄이 바뀐다

mNAV를 비교하기 전에 기업가치·자산 범위·현금·선순위 청구권·주식수를 통일해야 한다.

Strategy는 2026년 7월 23일 전후 mNAV의 정의가 달라 직접 비교할 수 없다고 명시한다. 현재 정의는 $\text{주가} \div \text{Net BPS (달러)}$ 이며, 회사 정의의 선순위 청구권과 USD Reserve, 회식 주식수를 반영한다. 전통적 NAV나 코인 환매권을 뜻하지 않는다.

[1]

설명용 기호 — 실제 회사 가치평가가 아님

A=코인 시가, C=현금, D=부채 원금, P=우선주 기준 청구액, M=보통주 시가총액. 비교용 잔여자산 $E=A+C-D-P$. 사업가치·세금·리스·기타 부채와 옵션 가치는 제외한다.

비교 지표	산식	같은 가정에서의 값
총 코인자산 대비	M / A	0.84배
EV형 배수	$(M+D+P-C) / A$	1.14배
보통주 잔여자산 대비	M / E	1.20배

가정: $A=100, C=10, D=30, P=10, E=70, M=84$. 단위는 동일한 화폐 지수. 위 명칭은 비교를 위한 분석 정의이며 각 회사의 공식 mNAV와 동일하다고 가정하지 않는다.

정의 변경을 시장의 재평가로 오해하지 않는다

총자산에 비해 시가총액이 작아도 선순위 몫을 차감한 보통주 잔여자산에는 프리미엄일 수 있다. 서로 다른 배수를 연결한 시계열은 자금조달 여력의 개선·악화를 잘못 보여준다. 먼저 같은 시점·같은 자산 가격·같은 청구권과 주식수로 다시 계산해야 한다.

해석

mNAV 1배는 보편적 내재가치의 경계가 아니다. 어떤 분자와 분모의 1배인지가 먼저다.



04 / EQUITY ISSUANCE LAB

코인을 더 사도 주당 보유량은 줄어들 수 있다

모형 A | 무차입·우선주 없는 회사에서, 증자 가격과 발행비용만 바꾸어 비교한다.

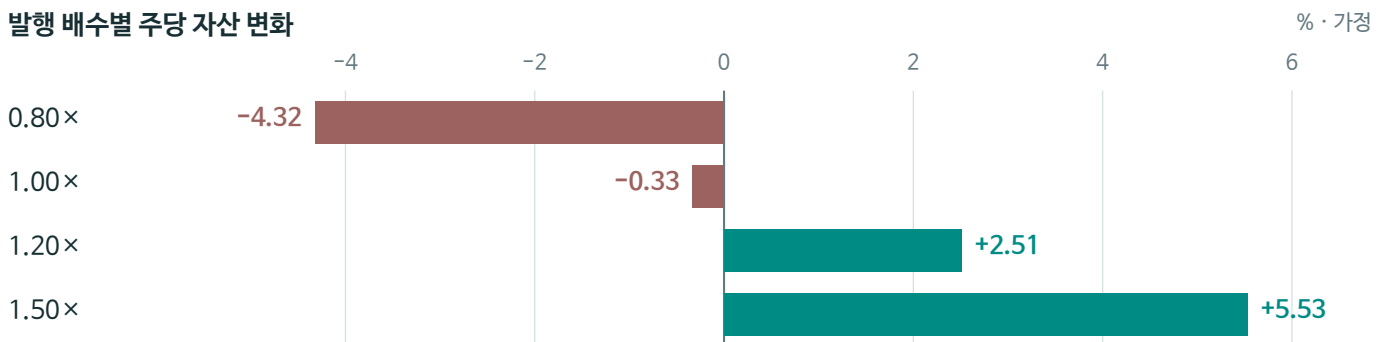
동일한 출발점과 동일한 조달금액

기존 코인자산 100, 주식수 10, 주당 자산 10. 총 20을 조달하고 발행비용 2%를 차감한 19.6 전액으로 코인을 산다. 코인 가격은 일정하며 다른 비용·세금은 없다.

$$\text{증자 후 주당 자산} = 119.6 \div [10 + 20 \div (10 \times m)]$$

발행배수 m	발행가격	증자 후 주당 자산	기존 대비
0.80배	8.00	9.568	-4.32%
1.00배	10.00	9.967	-0.33%
1.20배	12.00	10.251	+2.51%
1.50배	15.00	10.553	+5.53%

발행 배수별 주당 자산 변화



$m = \text{발행가격} \div \text{증자 전 주당 잔여자산}$. 모든 경우 총 코인 보유량은 19.6% 증가한다. 그림은 주당 변화율이며 추가수익률·기업 전망이 아니다.

발행비용이 있으면 손익분기 배수는 1배보다 높다

전액을 자산 매입에 쓰는 단순 모형에서 주당 증가 조건은 $m > 1/(1-f)$ 이다. 비용을 $f=2\%$ 이면 약 1.0204배를 넘어야 한다. 조달금 중 일부가 운영비·배당·다른 자산에 쓰이면 주당 코인 증가 조건은 더 달라진다.

판단

발행 규모보다 비용 차감 후 주당 몫을 본다. 기존 주주의 비례 지분이 개선될 만큼 충분한 발행가격이 필요하다.



05 / SHARE COUNT & DILUTION

주당 지표의 이름이 같아도 분모가 다를 수 있다

기본주식수, 전환 가정과 워런트의 잠재 주식수를 같은 기준으로 맞춘다.

Strategy의 Net BPS는 조건부 전환을 반영한 Fully Diluted Shares를 쓰며, 총 BPS에 쓰이는 Assumed Diluted Shares와 구분된다. 순지표는 외가격 전환채무 등을 차감하고 내가격 전환증권은 주식수에 반영한다. 회사가 말하는 BTC Yield도 주당 지표이지 네트워크 이자나 보통주 배당이 아니다. [1]

자본 항목	주식수에 반영할 내용	자산·청구권 측의 대응
기본 보통주	실제 유통주식·자사주 구분	결제 완료된 조달금만 반영
전환채권	전환 전 / 전환 가정 시나리오	전환 가정 시 해당 채무도 제거
워런트·옵션	행사 조건·가득·만기·주식수	현금행사 대금은 행사 가정 때 추가
우선주	전환 가능·비전환 종류 구분	동일 청구액을 부채와 주식에 중복 반영 금지

모형 B | 순지표 개선과 총 보유량 희석의 동시 발생

$A=100$, $D=20$, $E=80$, $N=10$. 순잔여자산의 1.2배인 주가 9.6에 총 20을 증자하고 비용 2% 후 19.6을 매입한다. 신주 포함 $N=12.0833$, $A=119.6$, $E=99.6$ 이다.

주당 기준	전	후	변화
총 코인자산 / 주식	10.000	9.898	-1.02%
잔여자산 / 주식	8.000	8.243	+3.03%

코인 가격 1로 고정된 설명용 지수. 단순 모형의 같은 N 을 사용하며 회사 KPI를 재현하지 않는다. 전환·워런트는 이 계산에서 제외했다.

판단

“주당 코인이 증가했다”는 문장에는 총량인지 순액인지, 어떤 주식수인지가 따라야 한다. 순지표 개선과 총 보유량 희석은 같은 거래에서 함께 발생할 수 있다.



06 / SENIOR CLAIMS

우선주 조달은 희석을 없애는 것이 아니다

보통주 수가 그대로여도 더 많은 자산 위에 더 많은 선순위 청구권이 생긴다.

우선주나 채권 조달은 신주 발행과 다른 경로로 보통주에 영향을 준다. 코인 수량은 늘어도 배당·이자·상환·청산 관련 권리가 새로 생긴다. 보통주 수가 늘지 않는다는 이유만으로 경제적 희석이나 비용이 없다고 해석할 수 없다.

자산 풀	코인 + 현금 + 기타 사업자산
선순위 청구권	부채·우선주의 계약 조건
보통주 잔여 몫	비용과 선순위 몫 이후의 변동분

모형 C | 기준액보다 낮은 가격의 우선주 발행

기준 A=100, D=20, E=80. 청구 기준액 20의 비전환 우선주를 18에 발행해 전액 코인을 산다. 비용·세금은 제외하고 청구액은 기준액으로 고정한다. 발행 후 A=118, D=20, P=20, E=78이다.

평가 항목	설명용 결과
코인 보유량	+18.0%
보통주 잔여자산	80 → 78, 주식수 고정 시 -2.5%
기준액 대비 연 12% 배당 가정	연 2.4 / 조달현금 18 = 13.33%

13.33%는 연간 배당 가정액/유입현금의 단순 비율이며 만기수익률·IRR이 아니다. 실제 우선주의 배당·누적·청산·전환·상환 조건은 각 계약에 따른다.

영구 만기와 무비용 조달을 구분한다

정해진 원금 만기가 없더라도 배당 부담과 가격 유지에 필요한 자본 배분은 남는다. Strategy의 6월 정책 역시 STRC 가격 범위를 보장하지 않고 배당은 이사회 등의 선언에 따르며 보장되지 않는다고 명시한다. [2]

판단

우선주로 늘어난 코인을 먼저 세기보다, 받은 현금과 새로 부여한 청구권·지급 조건을 대조해야 한다.



07 / DOWNSIDE CONVEXITY

자산 하락과 프리미엄 축소는 서로 다른 충격이다

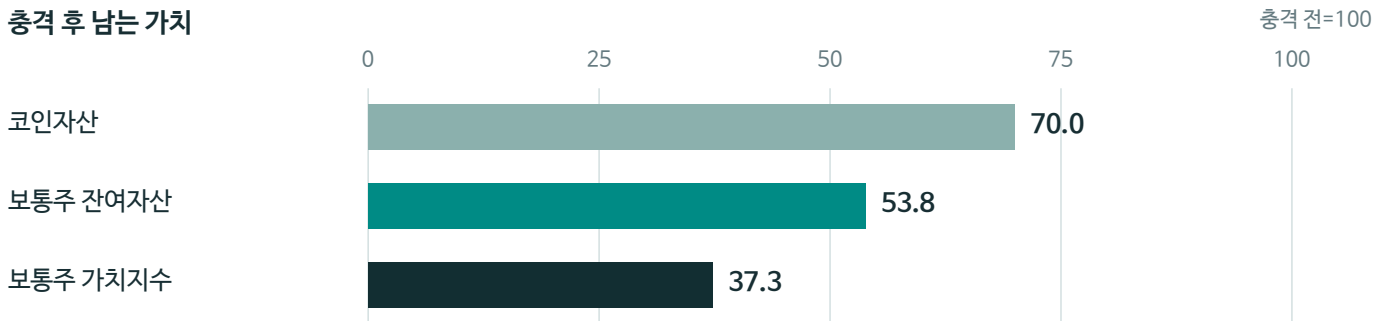
모형 D | 선순위 청구권이 고정되면 보통주 잔여자산의 변동폭이 더 커진다.

설명용 스트레스 — 실제 종목 가격 전망이 아님

$A=100$, $C=5$, $D=20$, $P=20$ 이므로 $E=65$. 최초 보통주 배수 $m=1.30$ 이면 $M=84.5$ 다. 코인 가격이 30% 하락하고 동시에 m 이 0.90으로 낮아지는 상황을 가정한다. 주식수와 현금·청구액은 일정하다.

항목	충격 전	충격 후	변화
코인자산 A	100.0	70.0	-30.0%
보통주 잔여자산 E	65.0	35.0	-46.2%
보통주 배수 m	1.30배	0.90배	별도 시장 가정
보통주 가치지수 M	84.5	31.5	-62.7%

충격 후 남는 가치



각 막대는 최초 값을 100으로 정규화한 잔존비율이다. $M=mE$. 순부채·우선주 비중이 달라지면 결과도 달라진다. 특정 기업의 주가·목표가·발생확률을 추정하지 않는다.

배수 1배 미만이 자동 마진콜은 아니다

할인 거래는 유리한 보통주 조달을 어렵게 만들 수 있지만 자산 매각을 직접 명령하는 계약은 아니다. 강제 처분 위험은 담보비율·약정 위반·풋옵션·지급 의무와 실제 현금 부족에서 생긴다. 조달 중단과 지급불능을 같은 사건으로 취급하면 위험의 시점과 강도를 잘못 판단한다.

판단

코인 가격, 자산 대비 선순위 청구권, 보통주 프리미엄을 각각 분해한다. 세 충격을 한 번의 코인 하락률로 설명할 수 없다.



명목 만기보다 먼저 현금이 필요할 수 있다

Strategy 사례 | 2026년 6월 말 공시의 채권자 풋옵션과 현금 용도를 분리해 읽는다.

Strategy의 6월 말 전환사채 원금은 약 67.14억달러였다. 아래 세 채권은 계약상 만기보다 채권자 현금 재매입 청구일이 앞선다. 회사는 같은 기준일에 보유 BTC를 미상환 채무의 담보로 사용하지 않았다고 공시했다. 이는 향후 조달조건까지 보장하는 문장이 아니다. [4]

채권	6월 말 원금	계약 만기	채권자 풋옵션
2028 전환사채	10.10억달러	2028.09.15	2027.09.15
2029 전환사채	15.00억달러	2029.12.01	2028.06.01
2030B 전환사채	20.00억달러	2030.03.01	2028.03.01

전체 채권 중 세 종류만 발체. 조건 충족 시 원금과 미지급 이자의 현금 재매입 청구가 가능하다. 이후 상환·전환·재매입은 최신 공시로 갱신해야 한다. [4]

자금은 잔액보다 사용 가능한 시점과 용도가 중요하다

자금·수치	현금 평가에서의 취급
결제 완료된 현금	실제 지출 가능액에서 용도 제한·운전자금 차감
미결제 증자 대금	결제 전까지 사용 가능한 현금과 구분
BTC 매각 권한	잠재 조달 경로이며 이미 보유한 달러가 아님
스테이킹 ETH	출금·매각·정산을 거쳐야 달러 지급에 사용
ATM 발행 한도	판매할 수 있는 법적 여지이며 확약 자금이 아님

모형 E | 현금 런웨이의 단순 계산

사용 가능 현금 6, 연 현금유출 4, 내부 현금유입 0이면 18개월이다. 반복 순현금유입이 연 0.8이면 22.5개월로 늘어난다. 원금 만기·세금·일시 지출은 별도 반영해야 하며 두 값 모두 예측이 아니다.

판단

자산 대비 채무가 낮아도 현금 지급일이 앞서면 조달 압력이 생긴다. 준비금·자산 매각·미결제 대금을 중복 합산한 “지급 여력”은 피해야 한다.



09 / STRATEGY CASE

같은 증자대금이 코인 매입과 우선주 재매입으로 나뉜다

2026.09.21 - 27 거래 | 매입량 뉴스보다 자금 배분을 먼저 본다.

Strategy의 9월 28일 공시는 MSTR 보통주 순조달금 2억4,620만달러 중 1억4,270만달러를 1,665 BTC 매입에, 1억350만달러를 STRC 재매입에 사용했다고 설명한다. 신규 보통주 발행이 곧바로 같은 금액의 코인 수요가 되는 것은 아니다. [5]

MSTR 순조달금의 배분

USD m



단위: 백만달러. 순조달금 $246.2 = 142.7 + 103.5$. 비율은 각각 58.0%, 42.0%로 반올림. 전체 STRC 재매입 지출과 이 조달금의 배분액은 다른 숫자다. [5]

일방향 매입에서 양방향 자본관리로

6월 발표된 자본관리 정책은 증권 재매입과 BTC 현금화를 허용했다. 권한만으로 실행을 단정할 수는 없지만, 위 주간 공시는 자금 배분의 실제 사례다. 보고서의 분석 초점은 회사가 코인을 계속 사는지보다 어떤 청구권을 늘리고 줄이는지에 있다. [2] [5]

공개된 항목	보고서의 해석
9월 27일 USD Reserve 50.2억달러	배당·이자 목적 자금과 다른 용도 자금을 구분
같은 날 USD Cash 10.0억달러	같은 기준일의 별도 현금 항목
2분기 영업손실 83.3억달러	디지털자산 미실현손실 83.2억달러 포함
2분기 우선주 배당 4.007억달러	보통주 귀속 순손익에 별도로 반영

현금 항목 [5], 2분기 손익·배당 [3]. 보고일이 다른 숫자를 같은 현금흐름으로 더하지 않는다.

판단

평가손실은 즉시 같은 금액의 현금 유출이 아니다. 그러나 우선주 배당 등 현금 의무는 별개다. 자산 가격과 지급 능력을 따로 보아야 한다.



10 / ETH TREASURY ECONOMICS

스테이킹 보상은 조달비용을 자동으로 상쇄하지 않는다

Bitmine 사례 | 프로토콜의 ETH 보상과 보통주에 남는 달러 현금은 다른 수치다.

Bitmine은 9월 27일 기준 6,001,302 ETH 중 5,067,309 ETH를 스테이킹했다고 발표했다. 계산상 약 84.4%다. 회사의 약 3.58억달러 연율화 스테이킹 매출 추정은 최근 수익률과 가격에 기초한 환산치로, 이미 실현된 연간 이익이 아니다. [6]

구분	판단할 의미
총 ETH와 스테이킹 ETH	물량과 참여 비중. 곧바로 현금화 가능한 금액은 아님
현금·유가증권 6.72억달러	회사 발표의 묶음 항목. 현금만으로 치환하지 않음
총자산 성격의 보유 합계 172억달러	기업의 보유자산 합계이지 보통주 순잔여자산은 아님

회사 발표 기준 2026.09.27, ETH 환산가격 2,698달러. 같은 발표에 BMNP 우선주가 별도로 기재된다. 실제 청구권을 차감하지 않은 보유 합계를 mNAV의 순분모로 쓰지 않는다. [6]

모형 F | ETH 운용에서 기업 현금으로

자산 100, 스테이킹 비중 80%, 연 보상률 3%, 제공업체 비용은 보상의 10%, 연 운영비 0.8을 가정한다. 가격 일정 시 총보상 2.40 → 업체비 차감 2.16 → 운영비 차감 1.36. 금융비용·세금·설비투자는 아직 차감하지 않았다.

가격과 출금의 시간차도 남는다

ETH 수량이 보상으로 3% 늘어도 가격이 30% 하락하면 그 자산의 달러 가치는 27.9% 감소한다. 또한 검증자 이탈 대기는 동시 출금 수요에 따라 달라진다. 유동 스테이킹 토큰의 시장 매도와 기초 ETH의 프로토콜 출금을 같은 현금화 경로로 취급하지 않는다. [9]

판단

ETH 트레저리에는 운용 보상이 있지만, 그 보상은 보통주 배당이나 달러 무위험수익률이 아니다. 운용 원가·선순위 지급·출금 조건을 함께 차감해야 한다.



11 / SHARPLINK CASE

실현 수익·회계손실·잠재 희석을 분리한다

스테이킹을 수행하는 기업도 손익과 현금, 보통주 수량은 서로 다르게 움직인다.

Sharplink 2026년 2분기	금액	수치의 성격
스테이킹 매출	1,116.1만달러	기간 매출
판매관리비	906.0만달러	기업 운영 관련 회계비용
순손실	3억9,427.4만달러	평가·손상 등을 포함
6월 말 현금	5,619.5만달러	기말 잔액; 순손익과 구분

Sharplink 공시 첨부 재무표 [7]. 표의 항목은 서로 다른 손익·재무상태 단계이며 합산하지 않는다.

회사 발표는 순손실에 비현금 ETH 평가손실과 유동 스테이킹 토큰 손상이 포함됐다고 설명한다. 반대로 스테이킹 매출에서 판매관리비만 빼는 것도 자유현금흐름 계산은 아니다. 현금회수·토큰 매각·세금·투자·조달을 별도로 대조해야 한다. [7]

“프리미엄 발행”에는 워런트 가격이 포함될 수 있다

6월 23일 종결된 자금조달의 계약 구조

총 7,500만달러 조달에서 보통주 10,013,351주와 같은 수의 워런트가 함께 발행됐다. 결합가격은 7.49달러, 워런트 행사 가격은 8.15달러이며 존속기간은 4년이다. 전액 현금행사 시 약 8,160만달러 추가 조달 가능성은 실제 유입액과 다르다. [8]

독자가 확인할 항목	분석상 처리
결합가격과 단독 주가	워런트 권리의 가치를 분리하지 않고 비교하지 않음
잠재 신주와 행사대금	행사 시나리오의 주식수·현금을 함께 반영
기존 현금과 조달 계획	계획액·약정액·결제액을 구분
자사주 재매입	주식수 감소와 현금·코인 감소를 동시에 추적

판단

워런트가 붙은 단위증권을 보통주 한 주와 같은 가격으로 비교하면 조달의 경제성을 과대평가할 수 있다. 잠재 희석과 조건부 현금유입을 한 쌍으로 본다.



12 / CAPITAL ALLOCATION

할인 국면의 선택지는 매각과 증자만이 아니다

자산 매입·지급 여력·증권 재매입을 동일한 보통주 잔여 몫의 기준으로 비교한다.

프리미엄 축소가 곧바로 강제 코인 매각으로 이어진다고 가정하면 기업의 재량을 지운다. 매입 속도를 낮추거나 현금을 확보하고, 자사주·우선주를 재매입하거나 부채 만기를 조정하는 경로도 있다. 어떤 선택이 유효한지는 지급 일정과 거래비용에 달려 있다.

자본 배분	개선될 수 있는 항목	함께 줄거나 늘 수 있는 항목
코인 추가 매입	총 보유량·향후 기초자산 노출	현금 감소·선순위 청구권 증가
현금 확보	단기 지급 여력·급매 회피	코인 노출·기대 수익의 기회비용
보통주 재매입	주식수 감소·주당 잔여자산	현금·보유 코인 감소
우선주·부채 재매입	선순위 청구액·향후 지급 부담 축소	현금 감소·거래 및 세금 비용

모형 G | 보유량 감소와 주당 증가의 동시 발생

무차입 회사 $E=100$, $N=10$, 주가 8에서 자산 10을 매각해 보통주를 재매입한다고 가정한다. 주식수는 8.75, 잔여자산은 90, 주당 자산은 10에서 10.286으로 2.86% 증가한다. 총 코인 보유량은 10% 감소한다.

설명용 계산. 가격 일정·세금·슬리피지·운영비·최소현금·규제 제약을 제외한다. 실제 회사의 재매입 권고나 투자전략이 아니다.

프리미엄을 자산처럼 이중으로 세지 않는다

향후 프리미엄 발행이 가능할 것이라는 기대가 오늘의 프리미엄을 지지할 수는 있다. 그러나 그 기대를 이미 확보한 현금이나 확정 매입 여력으로 계산하면 순환논리가 된다. 거래 상대방의 수요, 발행 조건과 실제 결제대금이 나올 때만 자금조달을 실행으로 인정한다.

판단

좋은 자본배분은 매번 코인 수량을 최대화하는 것과 다를 수 있다. 핵심은 비용 차감 후 주당 잔여 몫과 지급 여력을 함께 보존하는가다.



13 / OUTLOOK & MONITORING

발행 프리미엄보다 자본관리의 지속성을 평가한다

기본 판단 | DAT는 소멸 여부보다, 순매입 중심에서 주당 몫·현금 중심으로 선별되는 구조다.

국면	먼저 확인할 증거	경제적 의미
프리미엄 유지	동일 정의 배수·비용 후 주당 증가·결제대금	증자 기반 축적 가능; 실행가격이 조건
프리미엄 축소	발행 감소·유동성·선순위 지급일	매입 둔화 또는 자본배분 전환
할인과 현금 부족의 중첩	조기상환·담보약정·출금 지연·현금 공백	불리한 발행·자산 처분 압력 확대
내부 수익·현금 개선	비용 후 반복 현금·부채 부담 감소	외부 조달 의존도 완화 가능

현재 판단을 바꿀 증거

BTC·ETH 상승에 기대지 않고도 운영·스테이킹의 순현금이 지급 부담을 지속해서 충당하고, 비용 후 주당 잔여자산이 개선된다면 프리미엄 의존성은 낮아질 수 있다. 반대로 총보유량은 늘어도 선순위 청구액·완전희석 주식수·달러 지급 의무가 더 빨리 늘면 축적의 질은 약해진다.

최종 답 1 · 구조

DAT는 디지털자산 노출과 기업의 자본조달·운용을 결합한다. 현물 코인·ETP와 동일한 권리가 아니다.

최종 답 2 · 핵심 변수

mNAV의 정의, 비용 후 발행가격, 전환·워런트, 자금 사용처가 주당 경제성을 결정한다.

최종 답 3 · 귀속

코인 보상·평가이익보다 기업 비용과 선순위 몫을 차감한 잔여가 보통주에 중요하다.

최종 답 4 · 확인 지표

같은 기준의 주당 순익스포저와 현금 런웨이, 조기상환·배당 일정을 함께 추적한다.

TradeLens 결론

DAT의 프리미엄은 조건부 자본조달 여력이다. 그 여력이 약해질 때 지속가능성을 가르는 기준은 보유량 순위가 아니라 희석을 통제하며 현금 의무를 관리하는 능력이다.



14 / SOURCE REGISTER

핵심 사실과 원문을 연결한다

본문의 청록색 출처번호, 아래 자료명 또는 '원문 열기'를 누르면 해당 원문으로 이동한다.

01. Strategy | Notes — mNAV, Net BTC, Net BPS and BTC Yield

원문 열기

2026.10.04 기준 · 지표 정의 · 2026.07.23 변경 · 청구권 · 회석 주식수

02. Strategy | Digital Credit Capital Framework

원문 열기

2026.06.29 · 회사 정책 · 준비금 용도 · 증권 매매입 · BTC 현금화 권한

03. Strategy | Second Quarter 2026 Financial Results

원문 열기

2026.07.30 · 실적 발표 · 평가손익 · 배당 · BTC 매각 · 자본관리 실행

04. Strategy | Form 10-Q — Quarter Ended 30 June 2026

원문 열기

2026.08.03 제출 · 공시 · 본문 14·50·73쪽: 원금 · 풋옵션 · BTC 담보

05. Strategy | Form 8-K — ATM, Bitcoin and Repurchase Updates

원문 열기

2026.09.28 제출 / 09.21 - 27 거래 · 공시 Item 8.01 · 조달자금 용도 · 현금 구분

06. Bitmine | ETH Holdings Reach over 6 Million Tokens

원문 열기

2026.09.28 / 09.27 보유 기준 · 회사 배포자료 · ETH · 스테이킹 · 연율화 추정 · 현금

07. Sharplink | Q2 2026 Results — Form 8-K, Exhibit 99.1

원문 열기

2026.08.10 · 공시 첨부 · 스테이킹 매출 · 비현금 손실 · 현금

08. Sharplink | Form 8-K — Registered Direct Offering

원문 열기

2026.06.23 제출 · 종결 · 공시 · 주식 · 워런트 · 행사가격 · 행사 시 조달 · 수수료

09. Ethereum.org | Staking Withdrawals

원문 열기

2026.10.04 기준 · 프로토콜 설명 · 출금 · 검증자 이탈 대기

10. SEC · Investor.gov | ETPs Providing Exposure to Bitcoin and Ether

원문 열기

2024.09.09 · 직원 투자자 안내 · 보유 구조 · 가격 괴리 · 보수

11. SEC | In-Kind Creations and Redemptions for Crypto ETPs

원문 열기

2025.07.29 · 공식 발표 · 지정참가자의 현물 설정 · 환매 경로

자료 적용: 회사 공시는 해당 보고일의 사실·계약을, 회사 전망은 계획·연율화 추정을 나타낸다. 회사별 서로 다른 기준일의 자산을 합산하지 않는다. 모형 A - G는 TradeLens의 설명용 계산이며 실적 추정이 아니다.



15 / METHODOLOGY & USE

작성 기준·면책고지·보고서 이용 안내

확인된 사실, 회사 계획, TradeLens의 판단과 설명용 계산을 구분한다.

항목	적용 기준
자료·분석 시점	분석·게시용 기준일 2026.10.04. 6월 말 재무, 6~8월 발표와 9월 27일 보유·주간 거래를 각각 표시한다. 서로 다른 날짜의 수치를 현재 하나의 재무상태로 합치지 않는다.
분석 범위	상장 DAT의 자본조달·주당 경제성·현금 유동성. Strategy·Bitmine·Sharplink는 구조 비교 사례이며 전 업계 표본 또는 종목 순위가 아니다.
배수와 권리	$E=A+C-D-P$ 는 비교용 단순 잔여자산이다. 기업가치·청산가치·실제 상황액을 추정하지 않는다. 회사의 공식 KPI와 모형 지표는 구분한다.
모형 A - D · 5~8쪽	발행비용·가격·주식수·선순위 청구액을 선택적으로 고정한 산술. 코인 가격·주가·내재가치·부도확률 전망 이 아니다.
모형 E - G · 9·11·13쪽	현금 런웨이, ETH 보상에서 비용 차감, 할인 재매입의 설명용 예시. 실제 배당·이자·세금·출금조건은 계약·상품마다 다르다.
단위·반올림	USD m=백만달러, USD bn=10억달러. BTC·ETH는 코인 수량, 잔여자산은 화폐가치다. 계산은 원값으로 하고 표시 단계에서 반올림한다.

면책고지

본 보고서는 디지털자산·시장구조 및 관련 사업의 성장성·수익성에 관한 일반적인 정보 제공을 목적으로 합니다. 매수·매도 의견·시점, 적정가격·목표 가격 및 이용자별 투자자문은 제공하지 않습니다. 수록 정보와 분석은 작성일 기준이며 정확성·완전성·최신성을 보장하지 않습니다. 전망·가정 및 예시 계산에는 불확실성이 있으며 원금이나 투자수익을 보장하지 않습니다. 투자판단은 이용자의 책임으로 이루어져야 합니다. 관계 법령상 책임이 인정되는 경우를 제외하고, 트레이드렌즈는 본 보고서 이용에 따른 투자손실에 책임을 지지 않습니다.

저작권 및 이용 제한

본 보고서의 서술·도표·디자인·편집 및 구성 중 트레이드렌즈가 권리를 보유한 부분은 관계 법령에 따라 보호됩니다. 개인 열람·보관 외에 사전 서면 동의 없이 전부 또는 일부를 수정·편집·번역·재가공하거나 복제·전송·재게시·재배포·판매할 수 없습니다. 유료·무료 제공 및 파일·화면 캡처 등 형태를 불문하며 로고·출처·권리표시를 제거하거나 제3자 명의로 배포하는 행위도 금지합니다. 다만 관계 법령상 허용되는 이용과 제3자 자료의 개별 이용약관조건은 그에 따릅니다. 공유는 트레이드렌즈 공식 게시페이지의 원문 링크를 이용해 주시기 바랍니다.