

Elkrem

Investment Outlook

June 2022

A collage of cryptocurrency-related images including a gold Bitcoin, a silver Ethereum, and a gold coin with a bull head design, all overlapping a teal and white geometric background.

2022

MIDYEAR REPORT

Elkrem Investment Outlook Mid Year 2022

ในช่วงครึ่งปีที่ผ่านมาสถานการณ์ตลาดสินทรัพย์ดิจิทัลโดยรวมได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ไม่สงบระหว่างยูเครนและรัสเซีย และนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐที่ต้องการขึ้นดอกเบี้ย ทำให้ภาพรวมแล้วเม็ดเงินในตลาดมีแนวโน้มที่จะไหลกลับไปสู่สินทรัพย์ปลอดภัยหรือเงินของประเทศนั้นๆที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง จึงเป็นที่มาของสินทรัพย์ดิจิทัลทั้งหลายที่ผูกกับค่าเงินนั้นถูกเทขายออก เพื่อมาถือดอลลาร์สหรัฐทั้งสิ้น

อย่างไรก็ตามสำหรับนักลงทุนที่ลงทุนด้วย Stablecoin นั้น นอกจากจะไม่ได้รับผลกระทบในเรื่องความผันผวนของราคาสินทรัพย์ดิจิทัล ยังได้ผลประโยชน์เพิ่มขึ้นจากเงินดอลลาร์สหรัฐที่แข็งค่าขึ้นอีกด้วย

สำหรับนักลงทุนที่ต้องการรู้ความคืบหน้าของตลาด DeFi ในช่วงที่ผ่านมา และเหตุการณ์ต่างๆที่กำลังจะเกิดขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง บทความนี้จะนำเรื่องที่น่าสนใจมาสรุปและแล้ววิเคราะห์ให้ฟังแบบกระชับสำหรับ

เหตุการณ์สำคัญของ Stable Coins

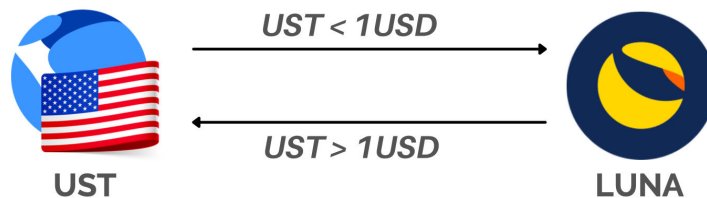
UST Depeg

ในช่วงที่ผ่านมาคงปฏิเสธไม่ได้ว่า Luna ของ Terra Chain เป็นเหรียญที่แข็งแกร่งที่สุดเหรียญหนึ่งในโลกคริปโต ซึ่งราคาเคยขึ้นไปทำ All time high อยู่ที่ 120 ดอลลาร์จนสามารถติด Top 10 Marketcap ในโลกคริปโตได้

โดยเหตุผลที่ทำให้ Luna ราคาขึ้นมาสูงขนาดนี้ได้ เพราะว่า Luna เป็นหนึ่งในตัวหลักที่สำคัญในการผลิตเหรียญ Algorithmic stable coin ที่มีชื่อว่า UST (Terra USD) โดยเหตุผลที่ UST มีความต้องการสูงนั้นมาจากแพลตฟอร์มที่มีชื่อว่า Anchor protocol ที่ดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาซื้อ UST แล้วนำไปฝากที่ Anchor Protocol ที่จะได้ออกเบี้ยแบบคงที่กว่า 20% ต่อปีในรูปของ UST

Tokenomic ของ Luna – UST

เนื่องจาก UST ไม่ใช่ Stable coin แบบ Asset Back แบบ USDT , BUSD หรือ USDC ดังนั้นการที่ UST จะสามารถรักษาราคาให้เท่ากับ 1 ดอลลาร์ได้นั้นต้องใช้การอาร์บิทราจกันระหว่างราคาตลาดกับ Algorithm ในการ mint-burn Luna



UST < 1 USD

หากราคาของ UST มีค่าต่ำกว่า 1 ดอลลาร์ จะสามารถทำการอาร์บิทราจได้โดยไปซื้อ UST จากตลาดไป Burn เป็น Luna ในมูลค่า 1 ดอลลาร์ แล้วนำ Luna ที่ได้ไปขายทำกำไรในตลาด

UST > 1 USD

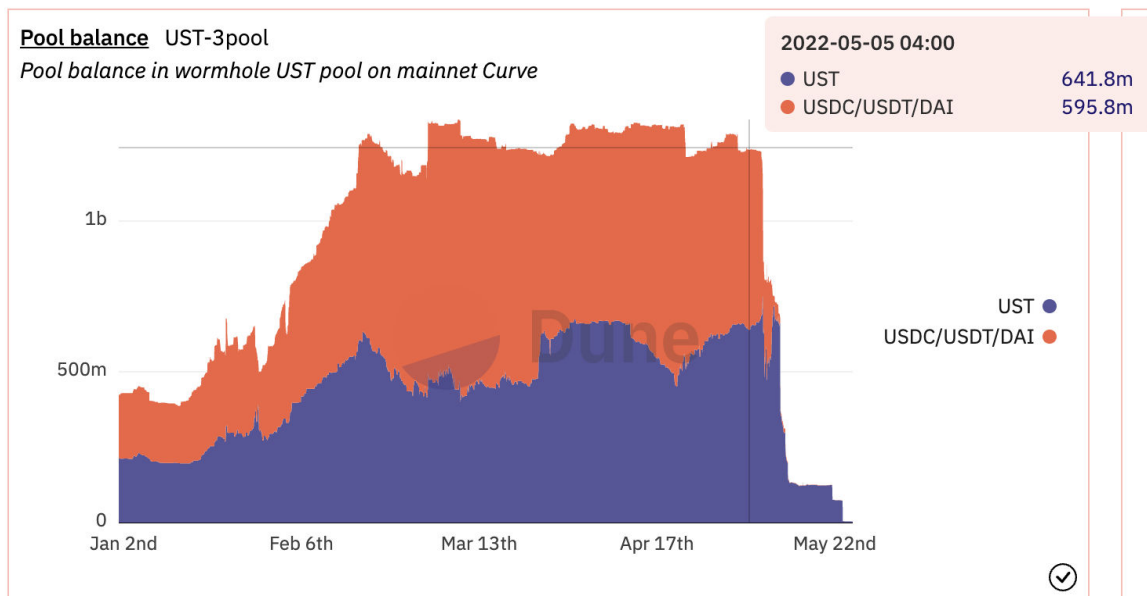
แต่หากราคาของ UST มีค่ามากกว่า 1 ดอลลาร์ จะสามารถทำการอาร์บิทราจได้โดยไปซื้อ Luna จากตลาดไป Burn เป็น 1 UST แล้วนำ UST ที่ได้ไปขายทำกำไรในตลาด

ทำให้ในช่วงที่ผ่านมา ที่ UST มีความต้องการสูงจากคนที่ให้นำเงินไปฝากดอกเบี้ยคงที่ 20% บน Anchor Protocol UST จึงเกิดราคาพรีเมียมบ่อยครั้ง เป็นเหตุต้องทำให้ Luna ถูก Burn ไปอย่างมหาศาล ทำให้ Luna ราคาพุ่งสูงขึ้นจากความต้องการที่มากขึ้นและ Supply ที่น้อยลง

เมื่อถึงจุดหนึ่งที่ UST ได้เติบโตแบบก้าวกระโดด จนมี marketcap กว่า \$10B ทำให้ TFL (Terra Form Lab) จึงคิดอยากจะหาอะไรมา Back UST จากการเติบโตที่รวดเร็วนี้ จึงได้ตั้ง LFG (Luna Foundation Guard) ขึ้นมา

โดยทาง TFL ได้บริจาค Luna เป็นจำนวนมากให้กับ LFG เพื่อนำไปใช้ปกป้องราคาของ UST ไม่ให้หลุด Peg ซึ่งที่ผ่านมา LFG ได้นำ Luna ที่ได้จาก TFL ไป burn เป็น UST แล้วนำไปเติม Reserve ให้กับ Anchor Protocol เป็นจำนวน 500m UST และ อีกส่วนหนึ่งนำไปซื้อ BTC มาเป็น Asset back ให้กับ UST จนก่อนที่จะเกิดเหตุการณ์ขึ้น LFG มี BTC ใน Reserve กว่า 80,000 BTC

ดังนั้นในตอนนี้ UST จึงเปรียบเสมือนเหรียญ Stable coin ที่มี BTC มา back ไว้ใน Reserve จึงดูน่าเชื่อถือขึ้นมาระดับหนึ่ง แต่ก็ยังมีอีกปัญหาคือ ปัญหาเรื่องของ liquidity ของ UST โดยหากดู liquidity ของ UST ใน Curve.finance จะเห็นได้ว่าในวันที่ 5/05/2022 UST ที่มี Marketcap กว่า 18 billion แต่ใน Curve pool มี liquidity สำหรับการแลก UST เป็นเหรียญอื่นอยู่เพียง 595m USD หรือคิดเป็นเพียง 3.3% ของ UST marketcap

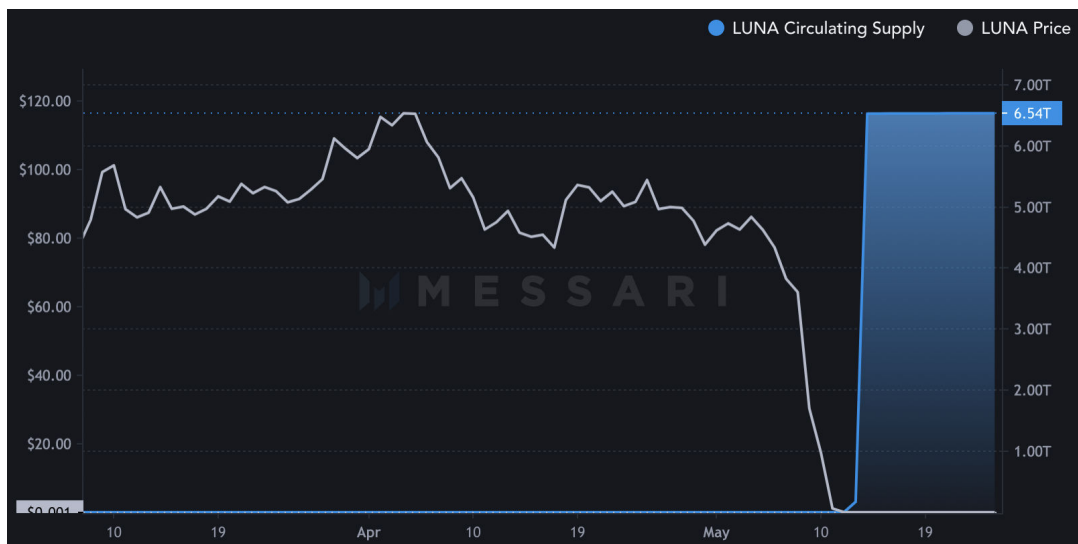


และในวันที่ 7/05/2022 ได้มีนักลงทุนรายใหญ่เทขาย UST ออกมาเป็นเหรียญ stable coin อื่นๆที่ Curve pool ทำให้ Liquidity สำหรับการแลก UST ลดลงเหลือเพียง 250m USD หรือคิดเป็นเพียง 1.3% ของ Marketcap ทำให้ในช่วงนั้น UST เปิดการหลุด peg เล็กน้อย (ราคาอยู่ระหว่าง 0.98-0.995)

แต่เมื่อเวลาผ่านไปเพียง 2 วัน ในวันที่ 9/05/2022 มีการเทขาย UST จากรายใหญ่เกิดขึ้นอีกครั้ง ทำให้ UST ราคาหล่นลงไปเหลือประมาณ 0.75 จึงได้มี VC ใหญ่ๆ เช่น Jump (ที่เคยช่วยตอน Wormhole โดนแฮค) ออกมาช่วยซื้อ UST ไปอาบิทราจเพื่อรักษาราคาของ UST และใน Address ที่เก็บ BTC ของ LFG ก็ได้มีการโอน BTC ออกไปยัง Exchange ต่างๆเพื่อนำไปซื้อ UST ให้ราคากลับขึ้นมา Peg ที่ 1 ดอลลาร์ให้ได้ ทำให้ในตอนนั้นราคาของ UST สามารถกลับไป 0.9 ได้ในเวลาไม่นาน

แต่การเทขายก็ยังไม่จบ ในวันต่อมาได้มีการเทขายเพิ่มมาอีกทำให้ UST จากที่คนคิดว่าจะกลับไป Peg ที่ 1 ดอลลาร์ได้นั้น ราคาร่วงลงมามากกว่า 0.7 ดอลลาร์ และ BTC ของ LFG ก็คาดว่าจะถูกนำไปเทขายเพื่อรักษาราคาในรอบก่อนจนหมดแล้ว จึงทำให้นักลงทุนรายย่อยเกิดการ Panic รับไปถอนเงินออกจาก Anchor Protocol แล้วรีบนำไปเทขายตามที่ต่างๆ

จากการ panic sell เทขาย UST เป็นจำนวนมากพร้อมๆกันทำให้เกิดการ mint Luna ออกมาขายเพื่อการทำอาบิทราจตลอด แต่พอถึงจุดหนึ่งที่ Marketcap ของ UST มากกว่า Marketcap ของ Luna ทำให้ Luna ไม่สามารถทนแรงเทขายจากการอาบิทราจ UST ได้ จึงเกิดเหตุการณ์ Death spiral ขึ้น Luna ได้ถูก Mint ออกมาเป็นจำนวนมหาศาลทำให้ราคาของ Luna ร่วงลงจากก่อนเกิดเหตุการณ์ที่ 60 ดอลลาร์ เหลือต่ำสุดเพียง 0.000002 ดอลลาร์ และ UST ราคาเหลือเพียง 0.1 ดอลลาร์ ในเวลาไม่กี่วัน



จากเหตุการณ์ Death Spiral ทำให้ตอนนี้ Supply ของ Luna มีอยู่ถึง 6.54 Trillion token (6.54 ล้านล้าน Luna) เทียบกับก่อนจะเกิดเหตุการณ์นี้ที่ Luna มี supply เพียง 377 ล้านโทเคนเท่านั้น หลายๆคนจึงคิดว่าด้วย Supply ขนาดนี้ Luna คงไปต่อไม่ไหว Do Kwon CEO ของ TFL จึงได้เสนอ Proposal 1623 ขึ้นมา

Proposal 1623 ถูกเสนอมาว่า จะทำการสร้างเป็นเชนใหม่ชื่อว่า Terra 2.0 ที่จะไม่มี Algorithmic stable coin หรือ UST แล้ว โดยเชนเก่าจะถูกเปลี่ยนชื่อเป็น Terra Classic ที่มีเหรียญ Luna Classic (LUNC) เป็นเหรียญประจำเชน ส่วนเชนใหม่ที่จะถูกสร้างขึ้นมาจะมีชื่อว่า Terra ที่มีเหรียญ Luna เป็นเหรียญประจำเชน และจะใช้ USDT หรือ USDC เป็น Stable coin แทน (ก็คือเปลี่ยนชื่อเชนเก่าจาก Terra -> Terra classic , และ เหรียญ LUNA -> LUNC แล้วสร้างเชนใหม่ที่ชื่อว่า Terra ที่มีเหรียญ Luna ขึ้นมา) ซึ่ง Proposal นี้ก็ได้ถูกโหวตผ่านแล้ว และเตรียมเปิดตัวเชน Terra 2.0 ในวันที่ 28/05/2022 และจะแจก Airdrop ให้กับคนที่ถือ Luna และ คนที่ฝาก UST ไว้ที่ Anchor protocol โดยมีการแบ่งสัดส่วนให้กับคนที่ถือก่อนเกิดเหตุและหลังเกิดเหตุ ซึ่งได้มีการ Snapshot ไปแล้วเมื่อวันที่ 27/05/2022 ที่ผ่านมา

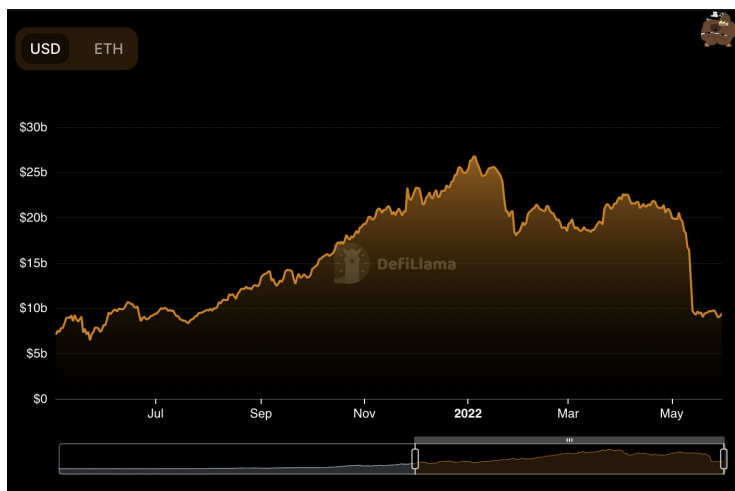
ล่าสุดวันที่ 28 พฤษภาคม 2565 เวลาประมาณ 13:00 Terra ได้ทำการเปิดเชนใหม่และแจกจ่าย Airdrop เป็นเหรียญ Luna ให้กับกระเป๋าต่างๆบนเชน Terra โดย Airdrop ที่ได้จะถูกปลดล็อกทันที 30% ส่วนอีก 70% จะค่อยๆปลดล็อกจนกระทั่งประมาณ 2 ปี (จนถึงวันที่ 11/13/2024) โดยในช่วงแรกตอนเปิดเชน Supply ของ Luna ในตลาดจะมีเพียงประมาณ 12% ของ Total Supply จึงอยากให้ระมัดระวังการเข้าไปลงทุนในเหรียญ Luna ใหม่ด้วย เพราะในอีก 2 ปีจะมีเหรียญ Luna ที่ถูกปลดล็อกจาก Airdrop ออกมาอีกจำนวนมากทำให้อาจจะเป็นปัจจัยที่คอยกดดันราคาของ Luna อยู่ก็เป็นไปได้

ในขณะนี้ Terra 2.0 ได้เปิดตัวอย่างเป็นทางการไปแล้ว แต่เวลานี้ยังไม่มี Protocol หรือ DApps อะไรเปิดตัวให้ใช้งานได้ แต่ก็มีการข่าวมาว่าหลายๆ DApps จะย้ายตามมาเปิดที่ Terra 2.0 เช่น Astroport, Mars protocol, RandomEarth, Prism Protocol, Terra Name Service, Leap Wallet, Coinhall, Phoenix Finance, Aperture Finance, Ape Board ซึ่งต้องติดตามกันต่อไปว่าจะมี DApps มาเปิดจริงมากแค่ไหน และ Terra 2.0 จะเติบโตอย่างไรต่อไป

ผลกระทบต่อ Stable coin ตัวอื่นๆ

จากเหตุการณ์ล่มสลายของ UST

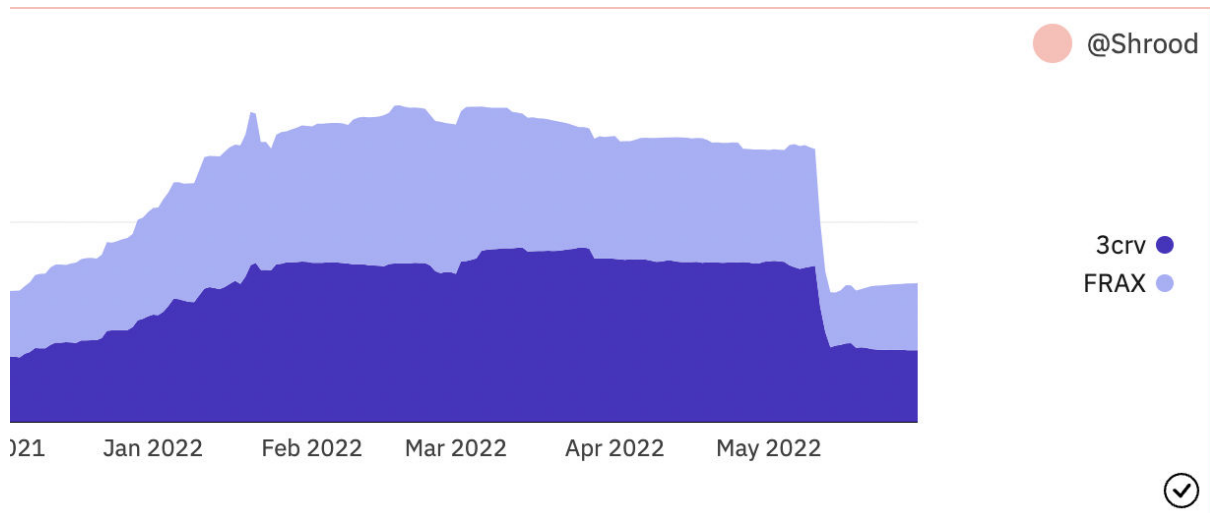
หลังจากเหตุการณ์ที่ UST Algorithmic Stable Coin ที่ใหญ่ที่สุดในโลก Defi ขณะนั้นที่เคยมี Market cap สูงกว่า 18 billion ดอลลาร์ เกิดการ Depeg และล่มสลายลงไปในที่สุด ก็ส่งผลกระทบต่อ Stable Coin ตัวอื่นๆที่ถูกสร้างขึ้นมาด้วยวิธีต่างๆที่ไม่ใช่ Asset-Backed Stable coin ด้วย เช่น Frax , USDD หรือ USN ที่เพิ่งถูกสร้างขึ้นมานับไม่ถ้วน ซึ่งเหตุการณ์นี้สามารถสังเกตได้จาก การที่ TVL บน Curve ซึ่งเป็น Stable Coin AMM ที่ใหญ่ที่สุดในโลก Defi TVL หายไปเกินกว่า 50 %



โดยก่อนเหตุการณ์ล่มสลายของ UST Curve ที่เป็น Stable coin AMM ที่มี TVL สูงกว่า 22 billion ดอลลาร์ แต่พอหลังจากเหตุการณ์ UST ล่มสลาย TVL บน Curve ก็เหลือเพียง 9.41 billion ดอลลาร์ (ลดลงกว่า 57% ในเวลาไม่กี่วัน) ซึ่งเหตุการณ์นี้นับบอกถึง Liquidity สำหรับ Stable coin ต่างๆที่น้อยลง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพที่ลดลง และ ความน่าเชื่อถือที่น้อยลงของ Stable Coin ต่างๆ

Fraxกราฟราคา (FRAX)





ตัวอย่างเช่น FRAX ที่เป็น Fractional Stable coin ที่ใช้ USDC เป็น Collateral ส่วนหนึ่งและส่วนที่เหลือใช้ Algorithm ในการ Mint/Burn FXS Governance Token ของทางแพลตฟอร์ม ในช่วงที่ผ่านมา Frax มี Marketcap ลดลงจาก 2.7 billion ดอลลาร์ เหลือเพียง 1.4 billion ดอลลาร์ในปัจจุบัน (ลดลงไปเกือบ 50% ในช่วงเวลาไม่กี่วัน) เช่นเดียวกับ Liquidity สำหรับการแลก Frax เป็นเหรียญ Stable coin อื่นๆ บน Curve pool ที่เคยมีสูงถึง 1.5 billion แต่ปัจจุบันเหลือเพียง 770 ล้านเหรียญ (ลดลงกว่าครึ่งหนึ่งเหมือนกัน)



Tetherกราฟราคา (USDT)



สิ่งนี้แสดงให้เห็นถึงความน่าเชื่อถือของนักลงทุนที่มีต่อ Stable coin ต่างๆหลังจากการล่มสลายของ UST แม้แต่ USDT ที่เป็น Stable coin ประเภท Asset-backed ที่ใหญ่ที่สุดในโลก Crypto ก็เกิดการหลุด peg ลงมาช่วงหนึ่งจากการเทขายของนักลงทุนที่มีข้อสงสัยกับ Asset ที่มา Back ของเหรียญ USDT ว่ามีอยู่ตามจำนวนจริงหรือเปล่า และถ้าหากเกิดเหตุการณ์การเทขายเหมือนของ UST จะรองรับการ Redeem กันหรือไม่ ถึงแม้จะสามารถกลับมา Peg ที่ 1 ดอลลาร์ได้ แต่ Marketcap ของ USDT ก็ลดลงจาก 82 billion USD เหลือ 72 billion USD ในปัจจุบัน

ในทางกลับกันหากมองที่ USDC ที่เป็น Stable Coin แบบ Asset-backed เช่นเดียวกับ USDT แต่บริษัทที่ออกเหรียญ USDC นั้นอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ กลต. สหรัฐ และมี Asset ที่เป็นเงินสดที่พร้อมสำหรับการ Redeem อยู่เป็นส่วนใหญ่ ทำให้นักลงทุนหลายคนหันมาถือ USDC แทน ทำให้ Marketcap ของ USDC เพิ่มขึ้นจาก 43 billion เป็น 52 billion USD ในช่วงที่ผ่านมา

USD Coinกราฟราคา (USDC)



ดังนั้นในฐานะนักลงทุนเราควรกระจายการลงทุนไปในหลายๆเหรียญ แม้ว่าจะเป็น Stable coin และควรถือ Stable Coin หลายรูปแบบเพื่อป้องกันความเสี่ยง เพราะอย่างในกรณีของ UST ซึ่งก่อนที่จะล่มสลายก็เป็น Decentralized Stable Coin อันดับ 1 และ เป็นอันดับ 3 ในหมวดหมู่ Stable coin ทั้งหมด และ Luna ก็เป็นหนึ่งในเหรียญที่ได้รับความนิยมสูงสุดในขณะนั้น จนมี Market cap ติด Top10 ในโลกคริปโต แต่ UST และ Luna ก็สามารถล่มสลายได้ภายในเวลาไม่กี่วัน ดังนั้นการกระจายการลงทุนไปในหลายๆสินทรัพย์จึงเป็นสิ่งที่จำเป็นอย่างยิ่งในการลงทุนทุกรูปแบบ

DeFi Trends 2022

Decentralized Exchanges (DEXs) and Lending Protocols

ในปี 2021 ที่ผ่านมามีเรียกได้ว่าเป็นปีทองของ DeFi เลยก็ว่าได้ ซึ่งมีจุดเริ่มต้นในช่วงปลายปี 2020 ที่เรียกว่า DeFi Summer โดย Total Value Locked (TVL) บน DeFi Platform ต่างๆ ในทุกเชนรวมกันพุ่งขึ้นไปทำจุดสูงสุดที่ประมาณ \$250B (Fig.1) ตั้งแต่ช่วง Q4 2021 DeFi ก็ได้ลดความร้อนแรงลงบ้าง โดยในปัจจุบัน TVL บน DeFi ก็ได้ลดลงไปอยู่ที่ \$109B (ณ วันที่ 6/6/2022) จากการที่เข้าสู่ภาวะตลาดขาลงและการล่มสลายของ Luna-UST (Fig.1)

อย่างไรก็ตาม DeFi ก็ยังคงเป็นตัวขับเคลื่อนหลักของวงการคริปโตฯ ทั้งในแง่ของการพัฒนาและจำนวนผู้ใช้งาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วน of Decentralized Exchanges (DEXs) ที่เป็นที่มาของ Revenue เกิน 40% ของ DeFi ทั้งหมด และ Lending protocol ที่ครอง TVL สูงสุด จึงเป็นที่น่าจับตามองว่า DEX และ Lending protocol มีสถานการณ์เป็นอย่างไรบ้างกับภาพรวมของตลาดคริปโตฯ ในปี 2022



Figure 1. Total value locked บน DeFi ตั้งแต่พฤษภาคม 2021-มิถุนายน 2022

(Source: <https://www.defipulse.com/>)

Decentralized Exchanges (DEXs)

เนื่องจากการเทรดเหรียญต่างๆ เพื่อการเก็งกำไรยังคงเป็นกระแสหลักในโลกคริปโตฯ ดังนั้น DEX ยังคงเป็นตัวหลักที่จะ Capture value ในส่วนนี้อยู่เสมอ โดย DEXs มีรายได้จาก Trading fee ที่คิดอยู่ที่ 0.03%-0.1% ของจำนวนที่ทำการ Swap ซึ่ง Trading fee ที่ DEXs เก็บได้ถือว่าเป็นรายได้ที่เกิดขึ้นจากการใช้งานจริง ซึ่งรายได้ของ DEXs คิดเป็นสัดส่วนที่สูงที่สุดเทียบกับ DeFi ทุกประเภท ซึ่ง Trading fee จะจ่ายให้กับผู้วางสภาพคล่อง (Liquidity provider) บนโปรโตคอล

จาก Figure 2 จะเห็นได้ว่า DEXs มี TVL น้อยกว่า Lending Protocols เพียงประมาณหนึ่งในสาม แต่มี Revenue มากกว่า Lending Protocols ถึงสี่เท่า (แสดงว่ามีสัดส่วน Revenue/TVL สูง)

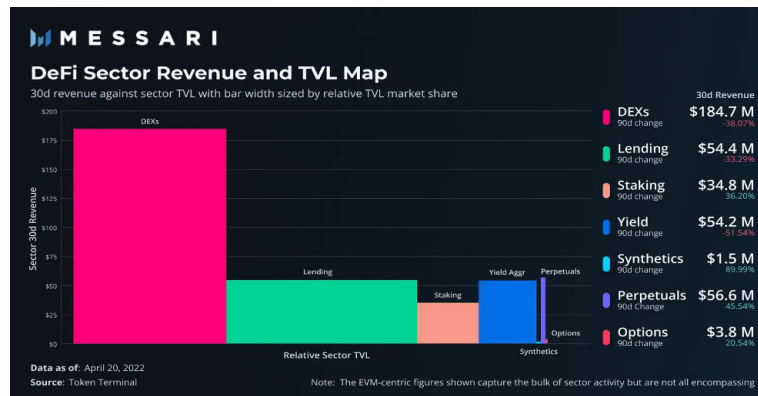


Figure 2. กราฟแสดง Revenue และ TVL ของ DeFi แต่ละประเภท ใน Q1 2022 (Source: Messari)

ตั้งแต่ในช่วง Q4 2022 ที่ผ่านมามี Volume การเทรดบน DEXs และ TVL ลดลงอย่างมีนัยสำคัญซึ่งสอดคล้องกับสภาวะตลาดที่เข้าสู่ภาวะตลาดหมีทำให้แรงซื้อขายเก็งกำไรลดน้อยลงด้วย จาก Figure 3 จะเห็นได้ว่ายอดการเทรดบน Uniswap, Curve, SushiSwap ซึ่งเป็น DEXs ที่ใหญ่ที่สุดบน Ethereum ลดลงเกินครึ่งเทียบกับเดือนพฤศจิกายน 2021 ที่ผ่านมามี ซึ่งทำให้ Revenue ของ DEXs ต่างๆลดลงตามไปด้วย (Fig.4)

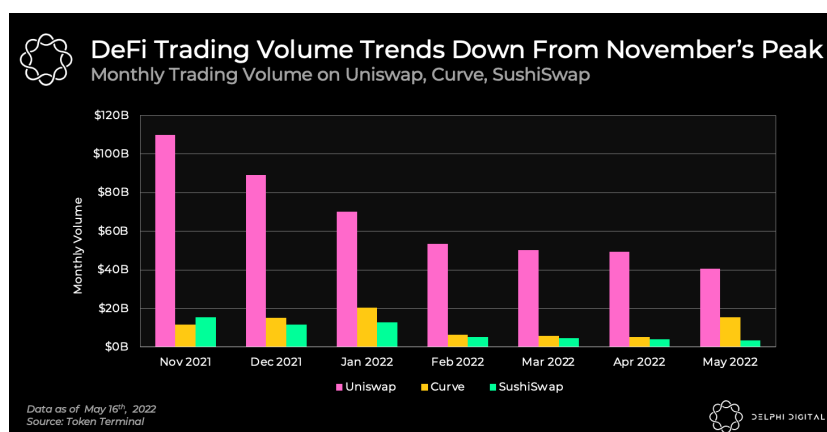


Figure 3. DeFi Trading volume จากเดือนพฤศจิกายน 2021-พฤษภาคม 2022 (Source: Delphi)

ข้อมูลวันที่ 7/6/2022

ข้อมูลวันที่ 9/11/2021

Name	▼ 1 Day Fees	7 Day Avg. Fees
Uniswap	\$1,019,609.68	\$1,666,688.13 ✓
Synthetix	\$111,816.07	\$55,224.02 ✓
SushiSwap	\$98,997.76	\$174,021.06 ✓
Trader Joe	\$81,396.08	\$130,717.61 ✓
Curve	\$57,466.13	\$43,761.72 ✓
Osmosis	\$30,135.75	\$45,090.46 ✓

Name	▼ 1 Day Fees	7 Day Avg. Fees
Uniswap	\$10,648,416.65	\$8,260,856.85 ✓
SushiSwap	\$1,770,823.56	\$1,760,132.58 ✓
Trader Joe	\$1,305,765.51	\$1,135,821.92 ✓
SpookySwap	\$344,418.62	\$366,292.21 ✓
Terraswap	\$310,438.96	\$304,824.27 ✓
Quickswap	\$232,798.26	\$304,022.09 ✓
Pangolin	\$154,546.27	\$164,460.33 ✓

Figure 4. การเปลี่ยนแปลงของ Revenue ของ DEXs ต่างๆ เทียบวันที่ 7/6/2022 และ 9/11/2022 (Source: <https://cryptofees.info/>)

อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่าภาพรวมของ DEXs จะมี Trading volume และ Revenue ที่ลดลงไปค่อนข้างมาก โปรโตคอลต่างๆก็ยังมีพัฒนาต่างๆออกมาตลอด อย่างเช่น UniSwap ที่ได้เปิดตัวบน Ethereum Layer 2 เช่น Polygon, Optimism, Arbitrum ซึ่งได้เริ่มเห็นการเติบโตของ Liquidity โดยเฉพาะอย่างยิ่งบน Polygon ในช่วง Q1 2022 (Fig.5)

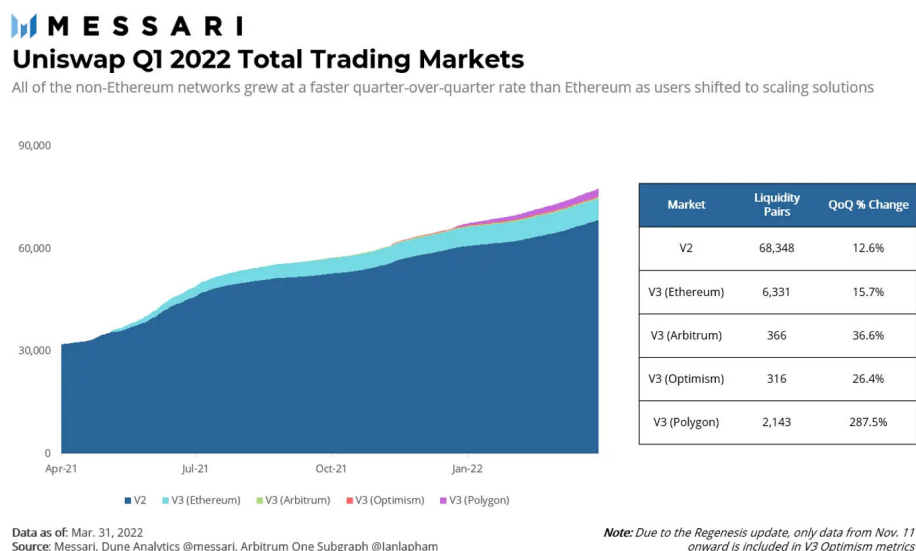


Figure 5. Liquidity ของ UniSwap V2, V3 (Ethereum), V3 (Arbitrum), V3 (Optimism), V3 (polygon) ตั้งแต่ Q2 2021-Q1 2022

อีกหนึ่งตัวอย่างคือ Balancer ที่เพิ่งเปิดตัว veBAL escrow tokenomics ไปในช่วง Q1 2022 ที่จะเป็นการเพิ่ม Utility ของเหรียญ BAL ซึ่งเป็น Governance token ของโปรโตคอล โดยสามารถให้ผู้ใช้งานมา Lock เหรียญ veBAL ในการ Boost voting power และโครงการแจก reward ให้กับ Liquidity pools ต่างๆ ได้คล้ายๆกับโมเดลของ veCRV ของ Curve finance

กล่าวโดยสรุปคือถึงแม้ว่า DEXs จะสามารถสร้าง Revenue ในระดับสูง แต่ Revenue เหล่านี้ก็ขึ้นกับสภาวะตลาดโดยตรง กล่าวคือในช่วงตลาดกระทิงที่ราคาเหรียญต่างๆพากันขึ้นอย่างร้อนแรง TVL รวมถึงยอดการเทรดและ Revenue ก็จะเพิ่มขึ้นตาม ในทางตรงกันข้ามในช่วงตลาดหมี TVL และยอดการเทรดและ Revenue ก็จะลดลงตามไปด้วยนั่นเอง

อย่างไรก็ตาม ท่ามกลางสภาวะตลาดที่ไม่เป็นใจ การพัฒนาของโปรโตคอลต่างๆก็ยังคงเดินหน้าต่อไป ดังนั้นการที่ DEXs ต่างๆมียอด TVL และ Revenue ที่ลดลงก็เกิดจากภาพรวมของตลาดที่โดนกดดันในระยะสั้น ในระยะยาวเชื่อว่า DEXs ก็ยังต้องคงความเป็นแกนหลักของ DeFi ต่อไปและโปรโตคอลที่มีความแข็งแกร่งและมีการพัฒนาอย่างต่อเนื่องก็จะกลับมาเติบโตได้

Lending Protocols

Lending protocols ถือได้ว่ามี TVL สูงที่สุดเทียบกับ DeFi ทั้งหมดโดยคิดเป็นประมาณ 44% ซึ่งมีโปรโตคอลที่ชื่อว่า MakerDAO ครองอันดับ TVL สูงสุดที่ \$9.7B อย่างไรก็ตาม Lending protocols มี Revenue เพียงประมาณหนึ่งในสามของ DEXs (Fig.2)

สาเหตุที่ Lending protocols มี Revenue ต่ำมาหลักการทำงานคือผู้ใช้งานต้องนำสินทรัพย์ค้ำประกันไปวางแบบ Overcollateral เพื่อการกู้ยืม ซึ่งค่า Fee ที่ทาง Lending protocols สามารถเก็บได้จะคำนวณมาจากในส่วนที่กู้เท่านั้นซึ่งจำนวนนี้จะน้อยกว่าในส่วนของสินทรัพย์ที่วางค้ำประกันเสมอ ซึ่งถ้า Lending protocols จะสามารถมี Revenue ได้เทียบเท่ากับ DEXs จะต้องมียอดฝากมากกว่า DEXs ถึงสี่เท่า (Fig.2)

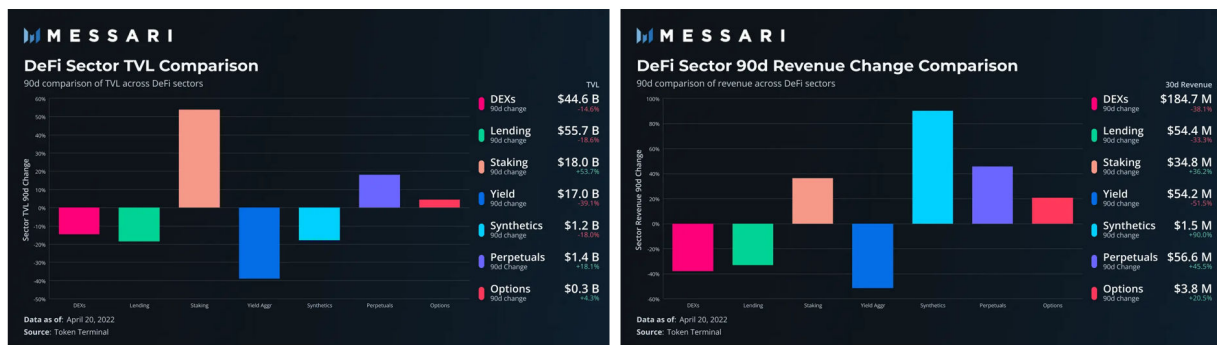


Figure 6. เปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงของ TVL และ Revenue ของ DeFi ในแต่ละ Sector (เทียบย้อน 90 วัน) ใน Q1 2022 (Source: Messari)

ข้อมูลวันที่ 7/6/2022

Name	▼ 1 Day Fees	7 Day Avg. Fees
Aave	\$525,254.28	\$549,894.33
MakerDAO	\$94,890.74	\$95,074.82
Compound	\$59,529.69	\$51,175.54
Abracadabra.money	\$24,160.76	\$13,973.51
Liquity	\$11,784.73	\$7,083.80

ข้อมูลวันที่ 9/11/2021

Name	▼ 1 Day Fees	7 Day Avg. Fees
Aave	\$2,233,247.99	\$2,065,011.67
Compound	\$1,195,440.63	\$778,001.91
MakerDAO	\$277,871.04	\$254,968.70
Abracadabra.money	\$83,991.94	\$243,433.67
Liquity	\$26,059.84	\$105,709.21

Figure 7. การเปลี่ยนแปลงของ Revenue ของ Lending protocols ต่างๆ เทียบวันที่ 7/6/2022 และ 9/11/2022 (Source: <https://cryptofees.info/>)

นอกจากนี้ หากพิจารณาจาก Figure 6 และ Figure 7 จะเห็นได้ว่า TVL ของ Lending protocols ลดลงอย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกับ Revenue ที่ลดลง ซึ่งสอดคล้องกับความต้องการกู้ที่น้อยลงซึ่งสะท้อนมาจาก Lending yield ที่ค่อนข้างต่ำ ณ วันที่ 6/6/2022 (Fig.8)

	Compound v2	Aave
DAI	1.2%	1.64%
USDC	0.76%	1.03%
ETH	0.06%	–
BTC	–	–
WBTC	–	0.02%
USDT	2.15%	1.79%

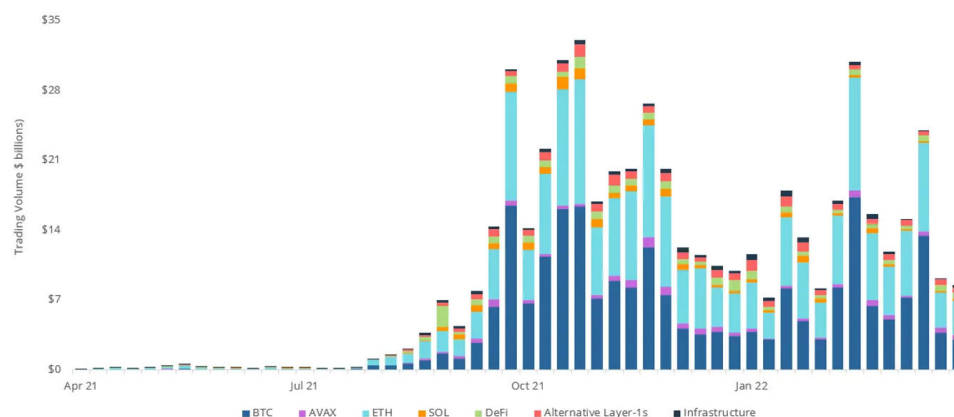
Figure 8. เปรียบเทียบ Lending yield ของเหรียญต่างๆ บน Compound V2 และ AAVE ณ วันที่ 6/6/2022
(Source: <https://defirate.com/lend/>)

อย่างไรก็ตาม เป็นที่น่าสังเกตว่า TVL และ Revenue ของ Perpetual exchanges นั้นเติบโตสวนทางกับ Lending protocols โดยตั้งแต่ Q3 2021 เป็นต้นมา Transaction volume บน Perpetual protocol อย่างเช่น dYdX ก็แสดงการเติบโตต่อเนื่อง ถึงแม้จะลดลงบ้างใน Q1 2022 (Fig. 9) ตามสภาวะตลาด แต่ได้แสดงให้เห็นว่าผู้ใช้งานมาใช้บริการกู้ยืม Leverage ผ่านทาง Perpetual มากขึ้น ซึ่งอาจหมายความว่า Perpetual เป็นตัวดึง Market share บางส่วนมาจาก Lending protocols

MESSARI

dYdX Q1 2022 Weekly Transaction Volume

Weekly trading volume can vary on both macroeconomic and geopolitical factors, as well as dYdX's own internal trading rewards



Data as of: Mar. 31, 2022
Source: dYdX

Figure 9. dYdX Weekly transaction volume ตั้งแต่ Q2 2021-Q1 2022

เช่นเดียวกับ DEXs ทาง Lending protocols ก็ยังมีพัฒนาการต่อเนื่อง อย่างเช่น AAVE ที่เป็นหนึ่งในผู้นำตลาด Lending ที่ได้เปิดตัว AAVE V.3 ไปเมื่อ Q1 2022 ที่ผ่านมา สำหรับใน V.3 นี้ ทาง AAVE ก็ได้ไปเปิดตัวโปรโตคอลบนเชนต่างๆ รวมถึง Ethereum Layer 2 เช่น Avalanche, Fantom, Arbitrum, Optimism, Polygon และ Harmony ที่มาพร้อมกับการปรับปรุงในด้านต่างๆเช่น การ Optimize ค่า gas ในการทำธุรกรรม, การเพิ่ม Risk management เพื่อช่วยจัดการความเสี่ยงในการกู้, การปรับพารามิเตอร์ในการกู้เพื่อเพิ่ม Capital efficiency เป็นต้น

กล่าวโดยสรุป Lending protocol ก็มี TVL และ Revenue ที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญสอดคล้องกับสภาวะตลาดคริปโทฯโดยรวมที่ลดความร้อนแรงลง และอีกปัจจัยหนึ่งคืออาจมีผู้ใช้งานบางส่วนย้ายไปใช้ Leverage ผ่าน Perpetuals

อีกหนึ่งประเด็นของ Lending protocols คือถึงจะมี TVL สูงแต่ก็มี Revenue ที่ต่ำ เหตุผลมาจากการที่ต้องวางสินทรัพย์เป็นแบบ Overcollateral อย่างไรก็ตามเรายังคงเห็นพัฒนาการของ Lending protocols อย่างต่อเนื่อง เช่นตัวอย่างการพัฒนาของ AAVE V.3 ที่จะเข้ามาเพิ่ม Risk management และ Capital efficiency ที่จะช่วยให้โปรโตคอลสามารถมี Revenue ที่เพิ่มขึ้นในอนาคตได้ และยังรวมไปถึงการพัฒนาอื่นๆที่จะทำให้ Lending protocols ที่มีความแข็งแกร่งและพัฒนาต่อเนื่องยังคงเติบโตต่อไปได้

Summary & Outlook

จะเห็นได้ว่า DEXs และ Lending protocols ยังคงเป็นผู้นำของ DeFi ในด้านของ Revenue และ TVL ตามลำดับ ซึ่งขณะนี้อยู่ในช่วงตลาดหมีที่มีแรงเก็งกำไรลดลงทำให้ DEXs และ Lending protocols ประสบปัญหาเดียวกันคือผู้ใช้งานลดลง ทำให้ TVL และ Revenue ลดลงตามไปด้วย

สิ่งหนึ่งที่น่าสนใจคือจะเห็นได้ว่าท่ามกลางตลาดหมี กลุ่ม Perpetual exchanges และ Options มี TVL ที่สูงขึ้น และ Derivative protocols, Perpetual exchanges และ Options มี Revenue ที่เพิ่มขึ้น สอดคล้องกับ DEXs และ Lending protocols ซึ่งในปีนี้อาจจะได้เห็นการเติบโตของ DeFi ใน Sector เหล่านี้มากขึ้น ซึ่งอาจจะมากขึ้น Market share ของ Lending protocols ไปบางส่วน

อย่างไรก็ตาม แม้ว่าภาพรวมของตลาดคริปโทจะยังคงกดดัน DeFi ในเวลานี้ ปัจจัยอื่นๆที่น่าจับตามองสำหรับ DeFi คือพัฒนาการของโปรเจกต์ และ Trend ของ Ethereum Layer 2 ต่างๆ เช่น Arbitrum, Optimism, StarkWare, ZkSync ที่จะทำให้ค่าธรรมเนียมถูกลงและมีความรวดเร็วมากขึ้น ซึ่งก็ได้เริ่มเห็น DEXs และ Lending protocols ไปเปิดตัวบน Layer 2 เหล่านี้บ้างแล้ว ซึ่งปัจจัยเหล่านี้อาจเป็นแรงผลักดันสำหรับการเติบโตของ DEXs และ Lending protocols ในปี 2022 ต่อไปได้

Elkrem Research Team

กุลจิรา อธิธอมรกุล
Senior Analyst

อฤศวรรณ นิลพานิช
Research Analyst

Disclaimer

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยทีมงานบริษัท เอลเคม แคปปิตอล จำกัด (“บริษัท”) ข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ จัดทำโดยอาศัยข้อมูลที่จัดหาจากแหล่งที่เชื่อถือ และ/หรือถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่ยืนยัน และไม่รับรองถึงความครบถ้วนสมบูรณ์หรือถูกต้องของข้อมูลดังกล่าว และไม่ได้ประกันราคาหรือผลตอบแทนของการลงทุนที่ปรากฏข้างต้น แม้ว่าข้อมูลดังกล่าวจะปรากฏข้อความที่อาจเป็นหรือตีความว่าเป็นเช่นนั้นได้ บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อการนำเอาข้อมูล ข้อความ ความเห็น และหรือบทสรุปที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดๆ บริษัทรวมทั้งบริษัทที่เกี่ยวข้อง ลูกค้า ผู้บริหารและพนักงานของบริษัทต่างๆ อาจจะมีการลงทุนใน DeFi platforms หรือสินทรัพย์ดิจิทัลใดๆ ที่ปรากฏในเอกสารฉบับนี้ และข้อมูลอาจมีการแก้ไขเพิ่มเติมเปลี่ยนแปลงโดยมีต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า ผู้ลงทุนควรใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการลงทุน บริษัทสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลที่ปรากฏในเอกสารนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดใช้ประโยชน์ ทำซ้ำ ดัดแปลง นำแสดงออก ทำให้ปรากฏหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชน ไม่ว่าด้วยประการใดๆ รวมถึงกระทำการใด ๆ อันเป็นการละเมิดลิขสิทธิ์ในเอกสารฉบับนี้ ซึ่งข้อมูลในเอกสารนี้ ไม่ว่าในบทความ บทวิเคราะห์ บทวิจัย หรือในเอกสาร หรือการสื่อสารอื่นใด จะต้องกระทำโดยถูกต้อง และไม่เป็นการก่อให้เกิดการเข้าใจผิดหรือความเสียหายแก่บริษัท ต้องรับรู้ถึงความ เป็นเจ้าของลิขสิทธิ์ในข้อมูลของบริษัท และต้องอ้างอิงถึงฉบับที่และวันที่ในเอกสารฉบับนี้ของบริษัทโดยชัดแจ้งการลงทุนใน DeFi platforms มีความเสี่ยงสูง อาจสูญเสียเงินลงทุนผู้ลงทุนควรทำความเข้าใจและศึกษาข้อมูลรวมทั้งลงทุนให้เหมาะสมกับระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้

เพียง Add Line  @elkrem.capital

ลงทุน Defi อย่างอุ่นใจกับ



 www.elkrem.capital  @elkrem.capital

 Elkrem Capital  Cryptomind Group

