

미국주식이야기

INSIGHT

CBOE Global Markets Inc - 시카고 증권거래소

*주당 최고 \$100 에 CBOE (BATS:CBOE) 주식 매수를 추천 드립니다.



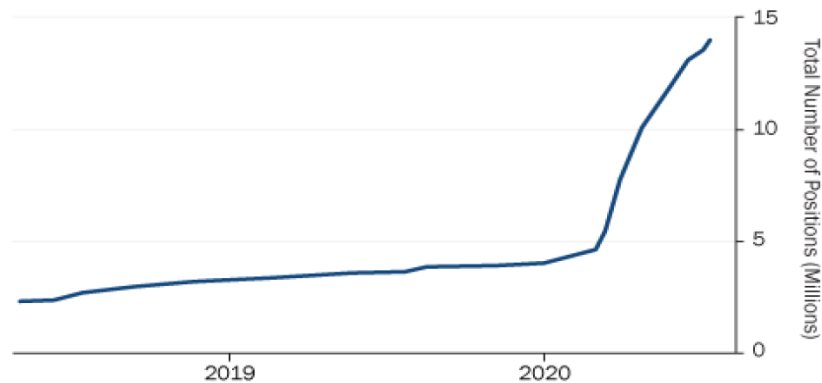
by 미국주식이야기 2020 년 10.08

현재 우리는 주식 시장에 개인 투자자들의 참여 증가로 촉발된 엄청난 거래 활황의 한 가운데에 있습니다.

로빈후드는 2015년에 출시되었으며 2017년까지 로빈후드의 플랫폼에 200만 명의 사용자가 가입했습니다.

이후 팬데믹이 전개된 2020년에 사용자는 폭증했습니다. 로빈후드 사용자가 보유한 주식 포지션의 총합계는 2월에 \$500만 달러 정도에서 \$1,400만 달러로 폭발적 증가를 기록했습니다. 로빈후드는 신규 고객의 평균 연령이 31세라고 밝혔습니다. 그리고 신규 사용자의 절반은 이전에 트레이딩을 해본 경험이 전혀 없다고 했습니다.

ROBINHOOD USER HOLDINGS



당연한 얘기지만, 이러한 활동의 증가는 거래량의 폭증을 유발했습니다...증권거래소에게는 좋은 일이죠.

일부 회의론자들은 시장에 새롭게 진입하는 트레이더들의 증가를 불길한 징조로 받아들입니다... 그러나, 미국인들 중 주식을 보유한 사람은 불과 55%밖에 되지 않습니다. 갈수록 심해지는 부의 불평등과 주식 소유 유무는 동전의 양면과도 같습니다. 장기적으로 개인 투자자의 시장 참여 증가는 좋은 일입니다.

말할 필요도 없이, 신규 진입 트레이더 중 성공적인 트레이더가 되는 경우는 드물 것입니다. 그러나 그들이 반드시 성공적인 트레이더가 될 필요는 없습니다. 현명한 투자자는 실수로부터 배웁니다. 새로운 개인투자자들은 경험을 쌓으면서 위험 관리와 분산투자 전략을 포용하고, 트레이딩을 줄이고 장기 투자자가 되는 법을 배울 것입니다.

많은 개인투자자들이 인기 있는 주식을 단타로 거래하는 동안 저희 구독자분들은 이를 이용해 수익을 얻으실 수 있습니다. 그것은 바로 증권거래소에 장기투자하는 것입니다.

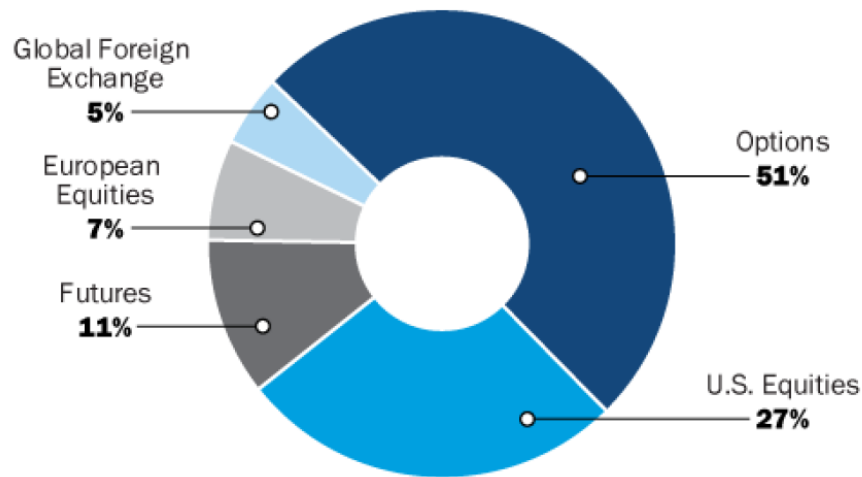
#CBOE 투자포인트:

1. 유럽 파생상품 거래 시장에서의 고성장 기회
2. VIX & S&P 500 지수에 대한 옵션거래 독점 지위
3. 자본 효율적인 기업 & 꾸준한 주주환원
4. 저평가된 주가

+ 사업 모델 (BM)

CBOE는 옵션, 선물, 미국 및 유럽 주식, ETFs 등, 다양한 상품의 거래를 성사시키고 수수료를 벌어들입니다.

CBOE NET REVENUE LAST 12 MONTHS



하지만 시장에서 가장 잘 알려져 있는 것은 CBOE의 변동성 지수 또는 VIX입니다.

거래소 운영 기업들은 보통 변동성이 많은 시기에 돈을 긁어모으는 한편 중장기적으로 경기를 잘 타지 않는 안정적인 비즈니스 모델을 유지합니다.

현재 미국에는 16개의 등록된 증권 거래소가 있고, NYSE, Nasdaq, CBOE가 그중 12개를 관리합니다. CBOE는 미국 증권 시장 수량의 약 15%를 담당합니다. NYSE와 Nasdaq이 각각 약 20%를 취급합니다.

CBOE의 수입은 거래 수입 (transactional; 57%)과 비거래 수입 (non-transactional; 43%)으로 구성됩니다. 거래 수입은 거래량을 기반으로 하므로 거래량이 많을수록 수입이 더 좋아집니다. 과거를 되돌아보면 개인 투자자들의 참여율이 높을 경우 거래량이 늘어나는 추세를 보였습니다.

비거래 수입에는 시장 데이터와 액세스 수수료 등이 있습니다. CBOE는 비거래 수입을 강화하기 위해 노력하고 있습니다. 왜냐하면 이러한 수입이 더 안정적이고 반복적이기 때문입니다.

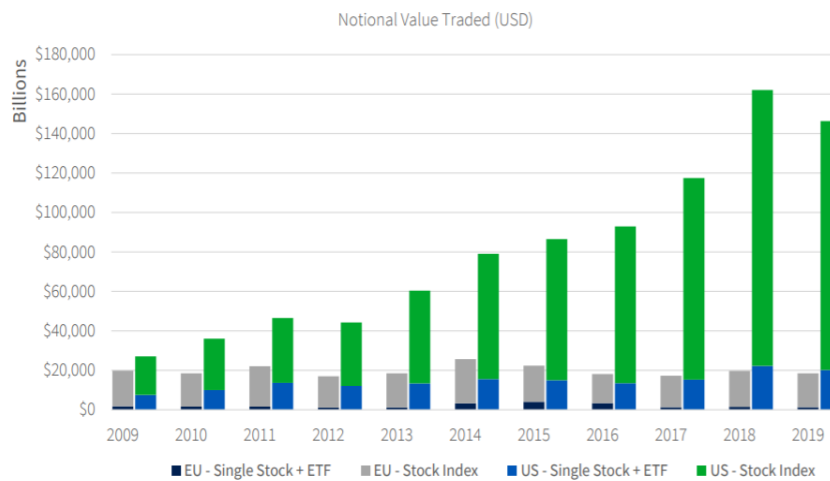
2017년 이전, CBOE는 옵션과 선물 시장에서만 수입을 창출했습니다. BATS 인수로 CBOE는 미국 주식, 유럽 주식 그리고 외국환과 연계된 수입을 얻음으로써 지리적 그리고 자산 클래스별 다각화를 이루었습니다. CBOE는 캐나다 최대의 대체 트레이딩 시스템이자 거래소 외 주식 거래 장인 MATCHNow의 인수도 막 완료했습니다.

#투자포인트 1: 유럽 파생상품 거래 시장에서의 고성장 기회

CBOE는 중장기적으로 유럽을 핵심 성장 지역으로 보고 있습니다. 2019년 말에 발표된 EuroCCP의 인수를 통해 유럽으로의 사업 확장에 박차를 가하기 시작했습니다. CBOE의 유럽 전략은 현재 미국에서 제공하는 것과 비슷하게 파생상품 거래 시장 구조를 개선하는 것입니다.

미국과 유럽은 경제규모가 대략 비슷합니다. 하지만, 두 지역의 옵션 시장의 상대적 규모를 살펴보면, 미국 옵션 시장이 EU보다 훨씬 더 큼니다. 따라서 CBOE는 유럽에서 옵션거래 시장 파이를 키우는 기회를 보고 있으며 유럽의 금융 시장의 개혁과 유동성이 늘어남에 따라 많은 혜택을 얻을 것으로 기대하고 있습니다.

Equity + Index Options Market Landscape - Europe vs U.S.

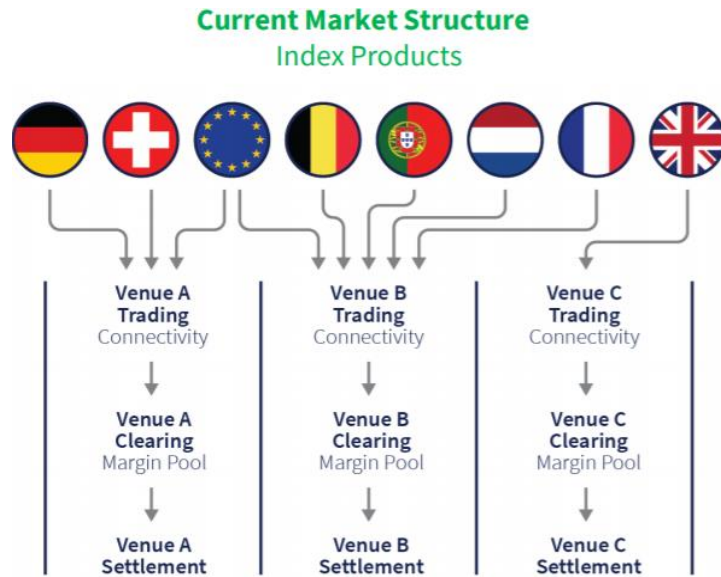


	U.S.	Europe*
GDP 2019E:	\$21.4 trillion	\$19.0 trillion

*Includes UK + EU

Source: WFE, FIA, OCC and Cboe market data

CBOE 는 투명성 부족 및 경쟁이 열악한 시장 구조로 인해 유럽의 파생상품 거래 시장의 성장이 가로막혀 있다고 생각합니다.



따라서, CBOE 는 2021 년 상반기에 범 유럽 파생상품 거래 및 결제를 위한 단일 액세스 포인트를 제공하는 플랫폼을 론칭할 계획입니다.

Pan-European Approach



+ 경제적 해자 (Economic Moat)

#투자포인트 2: VIX & S&P 500 지수에 대한 옵션거래 독점 지위

VIX는 CBOE의 지적 재산입니다. 그러므로 CBOE는 VIX 관련 옵션 및 선물에 독점적 상품을 가지고 있습니다. 이를 바탕으로 CBOE는 Standard & Poor's와 계약을 체결하여 S&P 500 지수에 대한 옵션을 독점적으로 제공할 수 있는 권리도 가지고 있습니다.

이러한 경제적 해자로 인해 CBOE는 미국 옵션 시장에서 선두 자리를 오랫동안 유지하고 있습니다. CBOE의 VIX나 S&P 500지수 관련 옵션 상품들은 CBOE 거래소에서만 거래가 가능하고 그로 인해 많은 파생상품 투자자들이 CBOE 거래소로 몰려들면서 자연스럽게 파생상품 투자자가 많은 CBOE 거래소에서 다른 옵션 들도 거래되고 있습니다.

일일거래량 (천)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020- June (상반기)
SPX options	708	615	696	784	698	823	888	939	1,024	1,164	1,479	1,266	1,436
VIX options	103	132	248	389	443	567	632	573	588	722	667	503	578
Other index options	n.a	n.a	n.a	n.a	76	89	93	108	108	91	85	114	108
VIX futures	5	5	17	48	95	159	201	205	239	294	295	248	236
Total					1,312	1,638	1,814	1,825	1,959	2,271	2,526	2,131	2,358

또한 VIX는 세계적으로 많은 투자자들이 사용하는 변동성 지표이고 많은 파생상품 거래를 유발합니다. 저희는 CBOE가 유럽에서도 이런 경제적 해자를 통해 옵션 거래 시장에서의 독보적인 지위를 구현해 나갈 것이라고 생각합니다.

+ Financial Analysis

#투자포인트 3: 자본 효율적인 기업 & 꾸준한 주주환원

CBOE의 영업마진은 높습니다. 다시 말해서, 영업비용이 크지 않습니다. 또한, CBOE는 사업을 유지하고 확장하는 데 필요한 CAPEX도 많이 필요하지 않습니다. 따라서, CBOE는 건실한 현금흐름 (FCF)을 창출하고 있습니다.

저희는 이런 기업을 자본 효율적 (capital efficient)이고 높은 수익을 유지하면서 확장 (scalable) 가능한 사업이라고 부릅니다.

USD (m)	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020 Est	FY 2021 Est
Revenue	572	617	562	566	996	1,217	1,137	1,242	1,237
EBITDA	321	359	367	349	653	838	800	836	788
FCF	196	213	206	185	337	498	598	581	551
FCF Margin	34%	34%	37%	33%	34%	41%	53%	47%	44%
배당	58	111	73	79	118	130	150	160	-
자사주매입	45	168	132	61	-	141	157	355	-

*EST: Bloomberg 컨센서스

CBOE의 FCF 마진은 지난 3년간 평균 43%였습니다. 그리고 이전 4분기 동안 (LTM), FCF 마진은 놀랍게도 63%였습니다. 이에 반해, S&P 500의 중간 FCF 마진은 13% 정도입니다.

FCF가 충분하기 때문에 CBOE는 지나친 레버리지를 사용하지 않고도 다른 기업 인수가 가능합니다. CBOE는 과거에도 여러 인수합병을 성공적으로 성사시켰습니다.

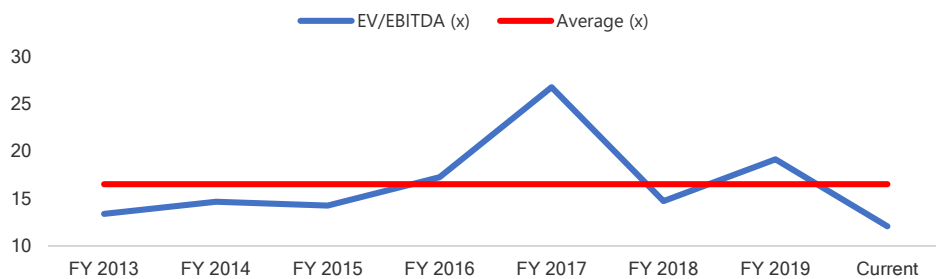
또한 배당과 자사주 매입을 통해 주주들에게 자본을 꾸준히 환원하고 있습니다.

저희는 이 기업의 보수적인 대차대조표(레버리지 비율 1x), 증가하는 배당성향, 자사주 매입으로 인해 장기적으로 엄청난 주주 가치를 창출할 것이라고 생각합니다.

+ 밸류에이션

#투자포인트 4: 저평가된 주가

지난 7년여간 기록적 성장을 보여준 뛰어난 사업을 보유하고 있음에도 불구하고, CBOE의 주가는 2018년 초 고점을 찍은 후 35% 이상 하락했습니다. 다르게 말하면 저희에게는 좋은 매수 기회입니다.



Source: Bloomberg

CBOE vs Peers				
	CBOE	CME	ICE	Nasdaq
Market Cap (billion)	9.6	59.8	57.1	20.5
FCF Margin	43%	50%	43%	34%
EV/EBITDA	11.6x	18.4x	18.7x	16.8x

잠재적 위험으로는 다른 변동성 관련 지수의 경쟁 증가, 거래 수입 감소 및 규제 증가 등이 포함됩니다. 그러나, 현재의 주가는 이러한 위험에 대해 상당한 안전 마진을 제공합니다.

+ CBOE 주가는 왜 저평가 되었나요?

보통의 경우라면, CBOE 에 대한 투자 포인트는 명확합니다. 시장의 변동성으로부터 혜택을 받는 고마진 거래 사업, 시장 데이터 및 반복 매출의 점진적인 증가 그리고 유럽으로 사업 확장 등, 중장기적으로 엄청난 수익의 가능성을 보여주고 있습니다.

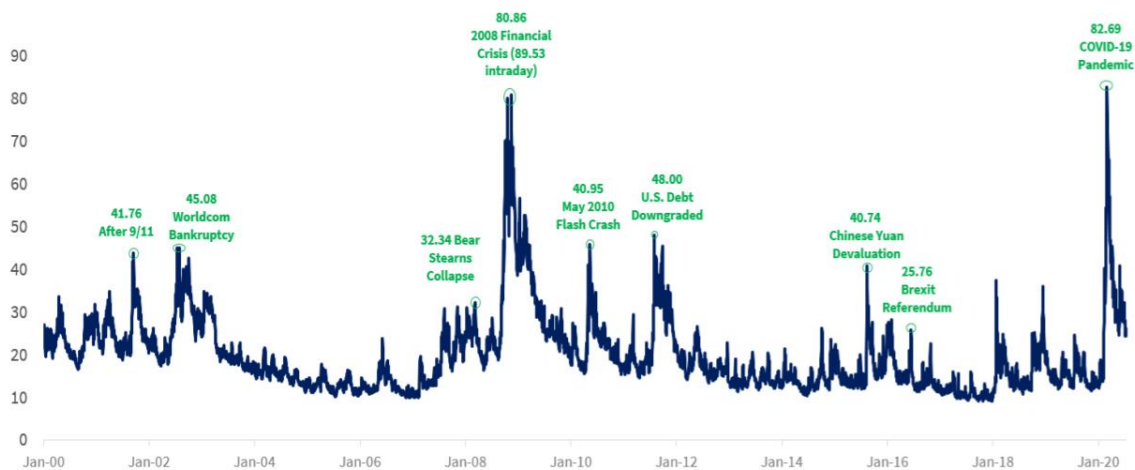
그러나, 시장에서는 CBOE의 사업이 어느 정도의 변동성이 있는 시장에서는 성과가 좋지만, 변동성이 극도로 높아지게 되면, 동사의 고객사, 특히 레버리지 상품(즉, 옵션, 선물 및 일반적인 파생상품)을 이용하는 투자회사들이 파산하거나 규모가 상당히 축소되어, CBOE의 상품 수요가 타격을 입을 거라고 보고 있습니다. 또한, Covid-19으로 인한 극단적인 거시적 불안정성으로 인해 기관들의 대규모 자산을 현금으로 전환하여 단기적으로 거래량이 감소할 것이라는 전망입니다.

따라서, 시장에서는 CBOE의 성장 전망을 부정적으로 예측하고 있고 그 결과 멀티플이 축소되었습니다.

+ 시장과는 다른 관점 (Variant Perception)

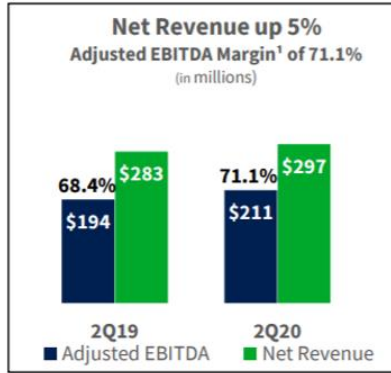
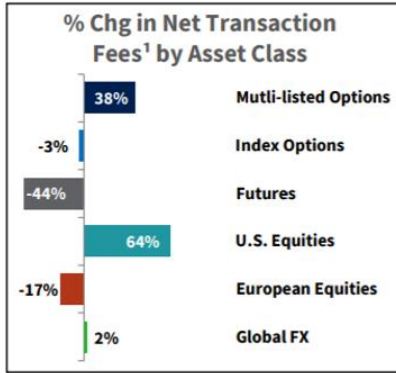
그러나, 과거의 실적을 돌아보면, 현재 시장의 전망은 근거가 없습니다. VIX의 커다란 진폭에도 불구하고 지난 10년 동안 CBOE의 일일 거래량은 2019년을 제외하고는 꾸준히 증가했습니다. 또한, 당사는 비거래 수입의 비중을 늘림으로써 낮은 거래량으로부터 수입을 어느 정도 보완할 수 있게 되었습니다. 또한 2021년 중순에는 유럽으로의 사업 확장을 계획하고 있습니다.

The VIX® Index is used as a barometer for market uncertainty



일일거래량 (천)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020- June (상반기)
SPX options	708	615	696	784	698	823	888	939	1,024	1,164	1,479	1,266	1,436
VIX options	103	132	248	389	443	567	632	573	588	722	667	503	578
Other index options	n.a	n.a	n.a	n.a	76	89	93	108	108	91	85	114	108
VIX futures	5	5	17	48	95	159	201	205	239	294	295	248	236
Total					1,312	1,638	1,814	1,825	1,959	2,271	2,526	2,131	2,358

2020년 2분기에는 CBOE의 다각화된 사업 모델을 바탕으로 동기 대비 견고한 실적을 기록할 수 있었습니다. 독점적 옵션 및 선물 상품의 둔화된 성과에도 불구하고 말이죠.



개인투자자의 시장 참여 증가와 CBOE의 유럽으로의 사업 확장은 중장기적으로 거래량을 더욱 높여줄 것입니다. 또한, 거래량의 증가는 거래소 데이터의 증가로 이어지므로 동사의 비거래 수입 또한 늘려줄 것입니다.

시장에서는 CBOE의 유럽 파생상품 시장 진출과 다각화된 수입 흐름 그리고 지난 수년간 견고한 성장세를 보여준 동사의 실적을 완전히 무시하고 있습니다.

저희는 시장이 단기 실적에 과도하게 초점을 두고 테크(Tech) 관련 주식으로 투자자들의 쏠림 현상으로 인해 이러한 우량 기업의 주가가 저평가 되었다고 생각합니다.

CBOE는 미국 대선 관련 주식시장의 변동성 증가와 늘어나는 개인투자자들의 주식시장 참여를 통해 거래량을 유지해 나갈 것으로 보입니다. 또한 CBOE는 매우 자본 효율적인 기업이며 견실한 현금 흐름을 바탕으로 꾸준히 주주환원을 하고 있습니다. 그러므로 구독자분들께 주당 최대 \$100까지 CBOE 주식 매수를 추천드립니다.

#3 줄 요약:

- 자본 효율적인 거래소 & 개인투자자들의 시장 참여 및 유럽 진출로 거래량 증가 예상.
- 시장의 과도한 단기 실적 집착 및 투자자들의 테크 관련 주식로의 쏠림 현상이 CBOE의 주가 저평가로 이어짐.
- 2020년 10월 기준 \$100 아래에 거래될 때 매수 추천.