MULTICOIN CAPITAL

후오비 토큰 ($HT)
분석 및 가치 평가

By Mable Jiang & Spencer Applebaum

멀티코인 캐피털은 세계 경제를 재편하는 토큰과 블록체인 프로젝트에 투자하는
철학을 토대로 활약하는 이론기반 크립토 펀드입니다. 자사는 블록체인 프로토콜,
프로젝트 팀, 시장 기회를 세밀하게 연구합니다. 이를 바탕으로 벤쳐캐피털식 투자를 진행하지만
시장의 특수성을 이용하여 유동성 역시 확보하고 있습니다,

고지사항

고지사항 : 본 보고서 발간 시점에 멀티코인 캐피털 매니지먼트 LLC 및 멀티코인 소속 직원들(이하 멀티코인), 본 보고서의 리서치에 기여하고 결과물을 공유받은 이들(이하 투자자) 모두 리포트 내에서 언급된 토큰을 매매하고자 하거나 이와 관련된 옵션을 보유하고 있을 수 있으며, 토큰 시세의 상승하락에 맞추어 이익을 실현하려는 입장을 취합니다. 본 보고서 발간 이후 투자자들은 다뤄졌던 프로젝트의 암호자산을 거래할 수 있습니다. 멀티코인은 본 보고서 내의 모든 정보를 정확하고 믿을만하다고 판단 정보원으로부터 확보합니다. 하지만 모든 정보는 있는 그대로 제시되어 어떤 형식으로도 - 직접적으로 혹은 암시적으로 - 보장될 수 없습니다.

본 문서의 유일한 목적은 정보 제공이며, 특정 거래에 대해 공식적으로 확인하지 않습니다. 모든 시장 가격, 시장 데이터 및 기타 정보에 대한 완벽성과 정확성은 보증되지 않으며, 선별된 공개시장 정보를 기반으로 합니다. 해당 정보는 현 시점까지의 멀티코인의 관점을 반영하며, 별도의 통보 없이 변경될 수 있습니다. 멀티코인은 본 보고서에서 다루는 프로젝트에 대해 지속적으로 리포트를 발간할 의무를 갖지 않습니다. 본 리포트는 명시된 일자를 기준으로 작성되었으며, 이후 시장 혹은 경제 상황의 변화로 인해 그 신뢰성이 저하될 수 있습니다.

모든 투자는 가격 변동성, 불충분한 유동성, 원금의 완전한 손실 가능성 등의 상당한 리스크를 내포합니다. 본 보고서에서 멀티코인이 평가한 기초가치는 특정 토큰의 잠재적 기초가치에 대한 최선의 예측만을 반영하며 투자자를 위한 토큰 품질평가, 실적 요약, 투자전략 등을 의미하거나 시사하지 않습니다.

본 문서는 내용에 담긴 토큰이나 투자에 대해서 매수 또는 매도에 대한 권유를 담고 있지 않습니다. 만약 특정 사법관할권에서 불법이라 규정한 토큰이거나 멀티코인 캐피털과의 관계가 있는 토큰에 대한 매수 또는 매도를 권하기 위해 쓰여진 문서가 아닙니다.

본 문서에 담겨진 정보는 향후 가능성을 예측하는 내용을 포함하고 있을 수 있으며 역사적인 사실을 다루는 것이 아님을 밝힙니다. 이와 같은 내용은 추후 잘못된 것으로 밝혀질 수 있으며, 부정확한 전제, 알려진 혹은 알려지지 않은 리스크, 불확실성 등을 포함하여 멀티코인이 통제할 수 없는 요인의 영향을 받을 수 있습니다. 투자자들은 본 문서에서 다루어지는 모든 암호자산에 대해서 금융, 법률 및 조세 전문가 등의 도움을 받아 독립적인 자가 실사를 수행해야 하며, 그 어떠한 투자 결정을 내리기 전에 앞서 관련 시장에 대한 독립적인 판단을 해야합니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

핵심내용 요약

거래소 토큰은 암호자산 업계에서 가장 주목을 받고 있는 분야입니다. 현재 수요가 있을 뿐만 아니라 미래의 가치 또한 보장되기 때문이죠. 멀티코인은 전에 거래소 토큰이 암호자산계를 오픈 파이낸스에 노출시킬 수 있는 최적의 수단일 뿐만 아니라 거대한 성장 가능성을 지녔다는 투자 이론을 펼친적이 있습니다. 현재로서는 확장성에 장벽이 크기 때문에 기존 플레이어들에게 명확한 경쟁우위가 주어집니다. 이는 최대 규모의 거래소들이 제품을 수평적으로 통합함으로써 입증된 바 있죠. 이전까지는 특정 파생상품을 거래하는데 특화된 BitMEX, Deribit, CME 등이 돋보였지만, 이제는 후오비, OKEx, 바이낸스 등 기존 거래소들이 성공적으로 선물거래를 도입하며 선물 시장에서 지배적인 점유율을 가졌던 BitMEX를 제치게 되었습니다.

뿐만 아니라, 거래소들은 시간적 여유를 가지고 각 거래소 토큰에 대한 토큰 이코노미를 구상할 수 있고 새로운 활용사례를 만들어나갈 수 있습니다. 지금까지 거의 모든 거래소들은 거래소 토큰 홀더들에게 타 홀더들보다 상대적인 이점을 제공하기 위한 신규 상품과 통합 상품을 제공해왔습니다. 그 예로 바이낸스 런치패드(Launchpad) 제품과 후오비의 토큰 잠금 및 채굴(Lock & Mining) 프로그램 등이 있죠.

멀티코인은 거래소 토큰 시장을 예의 주시하고 있습니다. 자사가 이전에 바이낸스 토큰에 대해 분석한 이 보고서와 이 보고서에서 언급한 바와 같이 멀티코인은 현재까지도 BNB에 대한 롱 포지션을 고수하고 있습니다. 이어 후오비에 대해 분석하면서 후오비 토큰($HT)의 펀더멘털과 현재의 가치평가에 괴리가 있다는 것을 인지하게 되었습니다. 이를 심층적으로 분석한 결과 동양 및 서양 국가간에 존재하는 정보의 비대칭성으로 인해 시장이 후오비의 가치를 올바르게 이해하지 못했으며 $HT의 현 가격이 본가치의 저평가를 반영한다고 판단합니다.

우리는 다음과 같은 강력한 기폭제들로 인해 가까운 미래에 $HT 가격이 상승할 것으로 생각합니다:

1. 후오비는 블록체인 및 암호자산에 대해 대중적인 흥미를 유발할 수 있도록 다가갈 수 있는 최적의 수단입니다. 이미 해당 분야는 중국이 정부차원에서 우선순위에 포함시킨 바 있죠. 후오비 OTC는 모든 위안화 기반 온램프/오프램프 거래소 중 가장 유동성이 높으며, 중국의 신규 사용자들이 비트코인 등 주요 암호화폐에 노출될 수 있는 가장 인지도 높은 브랜드입니다.

2. 서구권에서는 후오비의 거래 규모가 허위라고 생각하는 경우가 많지만, 사실 후오비의 거래량이 매우 실질적이며, 코인베이스를 제외하고는 가장 많은 BTC를 수탁합니다. 또한 후오비는 현물 거래량이 세계에서 바이낸스에 이어 두 번째로 높으며, 선물 거래량도 OKEx에 이어 두번째로 높습니다.

3. 후오비는 투명성을 제고하기 위한 노력을 경주하고 있습니다. 이는 동서양간의 정보격차를 줄이는 데 도움이 될 것입니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

4. 후오비는 지난 2년 간 제공되는 제품의 종류를 크게 확장하였습니다. 특히, 이러한 확장은 파생상품 거래 측면에서 많이 이루어졌고 자세한 사항은 리포트 내 섹션을 참고하시기 바랍니다. 멀티코인은 후오비가 계속해서 혁신적인 신규 금융 상품을 추가할 것이라 예상하고 있고, 이는 스테이킹이나 옵션 등을 포함할 것입니다.

5. 최근 후오비는 후오비 체인 코드를 오픈소스를 통해 공개했습니다. 이는 Nervos의 세계적인 팀이 지원하는 이니셔티브이자, 세계 최초의 첫 "규정 준수" 거래소 체인입니다.

6. $HT의 바이백 비율은 17.8%로 업계에서 가장 높으며, 업계 평균 (BNB, LEO, FTT, OKB, KCS)에 비해 4.2배나 높습니다. 멀티코인은 $HT가 저평가 되어 있으며 바이백 비율이 다른 경쟁사와 비슷한 정도로 가격에 반영되어야 한다고 판단합니다. 예를 들어 LTM 소각 지표를 사용했을때 $HT의 가치는 43억불로 유추되며, 이는 현재 가치와 비교하면 345%까지의 상승 여력을 나타낸다고 볼 수 있습니다.

이번 리포트는 후오비의 현황, 상품들과 운영의 역사, 정부와의 밀접한 관계, P2P OTC 거래와 만기 및 영구 계약 위주의 거래량을 살펴봅니다. 나아가 중국의 금융 인프라 제공자가 되기 위해 후오비가 최근 추진하고 있는 후오비 체인(Nervos Muta SDK를 기술 제공자로 활용)에 대해서도 알아봅니다. 점진적으로 증가하는 거래량, 매력적인 토큰 이코노믹스, 시장 가격 간 상대적인 괴리, 관측되고 있는 중국 정부의 지원 등에 입각하여 멀티코인은 $HT가 암호화폐 업계에서 위험이 가장 준수하게 조정되어 있는 자산인 것으로 판단합니다.

후오비 개요

후오비의 역사

후오비는 중국에서 가장 초기에 설립된 암호자산 거래소 중 하나입니다. 후오비의 첫 음절 '후오'는 중국어로 불을 의미하며, '비'는 토큰을 뜻합니다.

후오비는 특별한 역사를 가지고있지만 많이 알려지지는 않았습니다. 후오비는 마치 불사조처럼 화염 속에서 힘겨운 싸움을 지속했고 잿더미에서 더욱 강하게 성장했습니다. 후오비는 그 악명높은 2017년 '9월 4일 사건'이라고 불리우는 중국 정부의 규제 탄압과 중국인민은행이 중국 내 암호자산 거래소를 대상으로 2019년 11월 22일 진행한 엄중한 단속 등 수차례의 규제 조치에서 생존했습니다.

이후 후오비는 전세계에서 가장 규모가 큰 암호자산 거래소 중 하나로 꼽히며, 대다수 사용자는 중국에 위치합니다. 후오비에서 트레이더들은 디지털 자산을 쉽게 교환하고, 암호자산 파생상품을 거래할 수 있습니다.

후오비 그룹은 CEO인 Leon Li에 의해 2013년초 설립되었으며, 동년 9월 1일에 트레이딩 플랫폼의 최초 버전을 출시했습니다. 이후 빠른 성장을 거듭하여 2013년 12월 기준 중국 최대 디지털 화폐 거래소로 자리잡았고,

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

마운트 곡스가 해킹으로 인해 붕괴된 시점인 2014년 중반에 이르러서는 비트코인 거래량에서 글로벌 시장 점유율의 60% 이상을 차지하였습니다(차트 2 참조). 한동안 후오비는 세계에서 가장 큰 유동성을 보유한 거래소였습니다.

후오비가 폭발적으로 성장하던 2013년 11월에 Dai Zhikang과 Zhen Fund로 부터 엔젤 투자를 유치했습니다. 그리고, 2014년 3월에는 Sequoia China로부터 1천만 달러 규모의 Series A 투자를 유치하였습니다. 후오비는 계속 확장을 거듭하여, 2017년에는 300여명의 직원을 보유하게 되었습니다.

2017년 1월, 중국의 암호자산 거래량이 폭발적으로 늘어나자 중국 정부는 거래소들을 대상으로 엄중한 단속을 시작했습니다. 2016년 기준, 글로벌 BTC 거래량의 98%가 중국 위안화였던 시기가 있었습니다. 중국인민은행 관계자들은 중국의 주요 거래소 경영진과 회동을 가지고, 빅2 거래소로 꼽히던 OKCoin과 후오비에 보다 엄격한 돈세탁 방지 규제를 도입할 것을 주문하였습니다. 이하 차트 1을 통해 위안화가 글로벌 거래량 대부분을 차지하던 시기를 확인하실 수 있습니다.

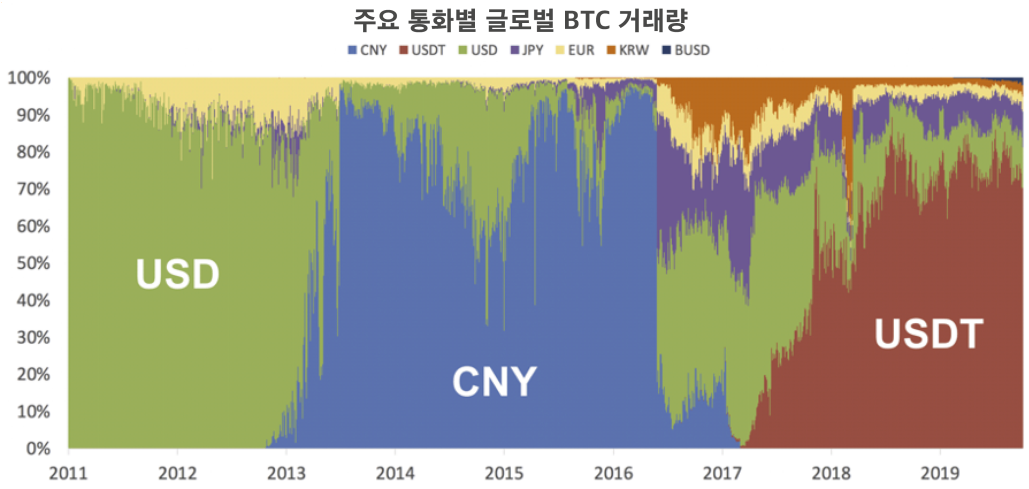

차트 1: 출처 - CryptoCompare

중국 정부의 경고에 이어 OKCoin과 후오비는 출금 서비스를 중단했고, 당시 3위 규모 거래소였던 BTC China는 모든 출금 서비스에 대한 72시간 검토 기간 정책을 도입한다고 발표했습니다. 아래의 차트 2를 보시면 정부의 개입으로 중국 거래소들이 어떤 영향을 받았는지 명확하게 확인할 수 있습니다. 위안화 기반 거래소의 글로벌 시장 점유율은 2017년 1월 96%에서 2017년 2월 24%로 크게 하락했습니다.

중국 정부는 ICO 전면 금지령을 내리고, 이어서 2017년 9월 4일자로 비트코인 거래소를 금지하겠다는 발표를 냈습니다. 해당 발표가 있은지 3일이 지나자 BTC China는 9월 말까지 영업을 중단하겠다고 밝혔고, 후오비와 OKCoin 역시 10월 말까지 거래를 중단하겠다고 발표했습니다. 이를 "9월 4일 사건"으로 일컫기도 합니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

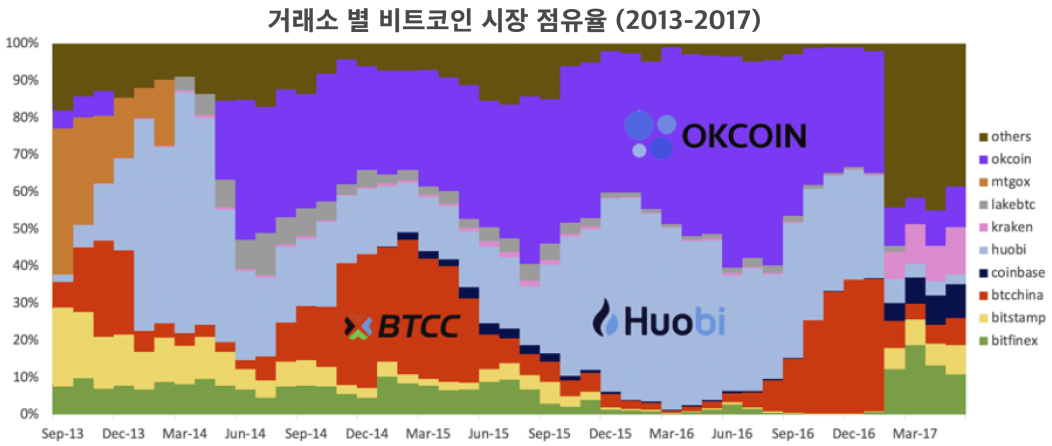

차트 2: 출처 - Bitcoinity Data

"9월 4일 사건"이 있기 전까지 후오비는 오로지 위안화(법정화폐)-암호자산 간 거래 서비스만 제공했었지만, 정부 발표 이후 사업 전략을 "디지털 자산과 금융기술을 선도하는 글로벌 기업"으로 수정하였습니다. 물론 당시 후오비 내 전략에 대한 체계적인 접근은 부족했지만, 후오비 그룹의 CEO인 Leon Li가 직접 나서서 제시한 비전이었다는 점을 눈여겨보아야 합니다. 2017년 11월 후오비는 거래소 자체에서 법정화폐-암호자산 거래 서비스를 제공하는 대신, 독자적인 P2P, OTC 거래 플랫폼을 런칭했습니다. P2P OTC 플랫폼과 암호자산 간 현물 거래 플랫폼은 현재 후오비 글로벌로 알려져 있는 후오비 프로의 산하에서 운영되고 있습니다.

차트 3: 출처 - 후오비 그룹

중국 내 전략 수정과 동시에 후오비는 적극적으로 눈을 돌려 일본, 지브롤터, 태국 등 다양한 관할권에서 운영 허가를 받기 시작했고, 합법적으로 여러 지역에서 운영할 수 있도록 홍콩에 위치한 역외 법인을 인수했습니다. 후오비 글로벌은 중국 내에서 기술적으로 확장하진 못했지만, 2017년 말까지 서울, 싱가포르, 도쿄에 지사를 설립하는데 성공했습니다. 이후 3년간 후오비는 글로벌 유통망을 가진 7개 신규 비즈니스 라인을 개설했습니다. 정부 정책으로 운영을 포기하고 사업을 접는 대신에, 새로운 기회의 문을 여는 쪽을 선택한 것입니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

하지만, 여전히 후오비에게 중국은 주요 시장이기에 중국 내 각 관할권의 규제 당국자와 긴밀한 관계를 유지해야함을 인지하고 있습니다. 2018년 9월, 후오비 글로벌에서 파생된 후오비 차이나는 본사를 "하이난 리조트 소프트웨어 커뮤니티"로 이전했는데, 이후 중국 정부는 이곳을 "하이난 경제자유구역의 블록체인 실험지구"로 지정했습니다. 하이난 경제자유구역의 창립 공동 주최자로서 후오비 그룹은 후오비 체인과 후오비 차이나를 통해 중국이 "블록체인과 디지털 금융으로 글로벌 금융 인프라를 구축할 수 있도록" 도울 것이라고 밝혔습니다. 후오비 체인과 후오비 차이나는 중국 기업과 지방정부에게 블록체인 컨설팅과 트레이닝 서비스를 제공하는 원스탑 플랫폼으로 기능하는 자회사입니다.

후오비의 정부 관계 유지에 대한 노력은 분명한 성과가 있었습니다. 중국인민은행은 2019년 금융안정성 보고서에서 "*총 173개의 가상화폐 거래 및 토큰 발행 플랫폼은 모두 리스크 없이 시장에서 엑싯했다*"고 밝혔습니다. 이런 상황 속에서도 후오비는 계속해서 중국인을 포함한 트레이더들에게 서비스를 제공했습니다.

자사가 후오비의 이러한 경험을 강조하는 이유는 후오비가 어려운 상황에 처해있음에도 이에 유연하게 대처할 수 있으며 회복탄력성을 가졌음을 보여주기 때문입니다. 덧붙여, 마치 알리페이가 공식 운영 허가를 받지 못했으면서도 8년동안 생존했듯이, 후오비는 규제 당국자들이 법적으로 사업체를 인정해 주기 전까지 사업을 성공적으로 유지했음을 여실히 증명합니다.

오늘날 후오비 그룹은 아래와 같은 다양한 글로벌 비즈니스를 운영하고 있습니다:

1. **후오비 글로벌** - 현물/마진/후오비 파생상품 시장/OTC
2. **후오비 풀** - 해시 마켓/PoW 풀/스테이킹 서비스
3. **후오비 OTC** - 중국의 최대 P2P OTC 온보딩 어플리케이션
4. **후오비 체인** - 후오비 토큰을 네이티브 스테이킹 자산으로 사용하는 레이어-1 체인
5. **후오비 클라우드** - 아르헨티나, 러시아, 태국 등에서 전세계의 지역화된 거래소를 런칭할 수 있도록 돕는 화이트라벨 기술 솔루션
6. **후오비 캐피털** - 후오비 그룹의 투자 기구
7. **후오비 차이나** - 중국 기업에 블록체인 기술 서비스를 제공하는 R&D 그룹

후오비 토큰($HT) 개요

2018년 2월, 후오비는 후오비 토큰($HT)을 런칭했습니다.

초기에 3억 $HT가 후오비 내에서 할인가로 거래할 수 있는 선불 카드인 '후오비 포인트 카드'로 거래되었습니다. 후오비 경영진은 $HT를 활용해 거래소의 성장과 그 과실을 사용자들과 나누고자 했습니다. 토큰 런칭 후 2분기 연속으로 후오비는 후오비 글로벌 운영 수익의 20%를 $HT 환매에 사용했고, 이렇게 매입한 $HT는 비상사태를 대비하는 보험 펀드에 투입되었습니다. 2018년 3분기에 이르러 해당 보험 펀드의 규모는 거의 5천만 $HT에 달했습니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

2018년 3분기에 후오비는 정책을 변경해 분기별 수익의 20% 어치의 $HT를 재매입하고, 기존 보유자들에게 이 $HT를 에어드랍하여 구매자들에게 토큰당 잠재적 가격을 낮추어 주었습니다. 2018년 4분기, 후오비 커뮤니티는 $HT 관련 규정을 에어드롭에서 소각으로 변경하겠다고 밝혔습니다. 커뮤니티 투표 결과에 따라 2019년 1분기부터 후오비는 운영 정책을 변경하여, 선물 거래 수익이 더해져 높아진 분기별 수익으로 $HT를 환매하고 소각했습니다. 이러한 '바이백 후 소각' 규정은 디플레이션 압력을 만들어내기에 긍정적인 평가를 받았습니다. 또한, 후오비 팀은 베스팅된 $HT가 락업이 풀리면서 야기될 수 있는 잠재적인 가격 하락 압력 리스크를 방지하기 위해 2020년 1분기 내규를 변경했습니다. 후오비는 자체 수익의 15%를 바이백 및 소각에 사용하여 $HT 순환을 돕고, 팀의 베스팅 되었던 $HT를 통해 나머지 5%어치를 환매에 사용하였습니다. 기타 베스팅되지 않은 토큰은 세컨더리 마켓으로 유입되지 않을 것입니다.

$HT는 후오비 글로벌 서비스 사용 시 디스카운트, 신규 프로젝트 상장 관련 투표 등의 다양한 목적으로 활용될 수 있습니다. 또한, 후오비는 곧 $HT를 이더리움 네트워크에서 후오비 체인으로 이전할 예정입니다.

1. **토큰 소각** - 후오비와 후오비 파생 플랫폼에서 발생된 모든 수익의 20%는 매달 $HT 소각에 사용됩니다. 소각되는 수익의 20% 중 15%는 바이백에서, 5%는 후오비가 보유하고 있는 토큰에서 나옵니다. 현재까지 후오비는 환매 프로그램 런칭 이후 8분기에 걸쳐 총 5,290만 $HT를 매입 및 소각했습니다. 또한 추가적으로 패스트트랙 프로그램을 통해 160만 $HT를, 프라임 프로그램을 통해 27만 4천 $HT를 소각했습니다.

2. **수수료 할인** - 일정 수준의 $HT를 보유하고 있는 고객들은 후오비 거래소에서 마진 대출 이자와 현물 및 파생상품 수수료를 할인받을 수 있습니다. 투자자가 $HT를 더 많이 보유하고 있을수록, 할인율도 높아집니다. 이는 후오비 토큰에 대한 더 높은 수요로 이어지고, 토큰 유통속도를 낮추는 역할을 수행합니다.

3. **후오비 프라임** - 후오비는 $HT를 사용하는 플랫폼인 '후오비 프라임'을 보유했었습니다. 모든 프로젝트 토큰은 $HT를 사용하여 구매되었습니다. 일반적으로 완전히 검증된 후오비 글로벌 계정과, 출시까지 30일간의 기간 동안 최소 500개 이상의 후오비 토큰을 보유한 모든 사용자는 서비스를 이용할 수 있습니다.

4. **토큰 잠금 및 채굴** - $HT 토큰을 잠금하는 사용자들은 매일 후오비 풀 토큰 (HPT) 에어드랍을 받습니다. HPT를 보유한 사용자들은 EOS, TRX, ATOM 등의 토큰을 포함해 후오비 풀 PoS 상의 실제 현금 흐름을 얻을 수 있습니다. 구체적인 에어드롭 수량은 선택한 잠금 옵션 기간, 잠금 수량, 후오비 풀의 채굴 연산 능력 및 일일 거래량에 따라 달라집니다.

   현재 후오비 풀은 비트코인 채굴 글로벌 시장 점유율의 5%를 차지하고 있습니다. 게다가 후오비 풀의 전년 대비 수익은 2018년 250만 달러에서 2019년 630만 달러로 무려 218% 증가했습니다. 이는 대부분 후오비 거래소 보유액을 활용한 PoS 및 DPoS 운영의 결과일 가능성이 높습니다.

5. **담보** - 사용자들은 마진 및 선물 거래에서 $HT를 담보로 설정할 수 있습니다. 뿐만 아니라 OTC 판매자들은 후오비 플랫폼에서 P2P OTC 서비스를 제공하기 위해서 $HT를 마진으로 예치할 수 있습니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

6. **거버넌스** - 토큰 보유자들은 보유 중인 $HT를 활용하여 패스트트랙을 통해 프로젝트에 투표할 수 있습니다.

7. **후오비 체인 가스** - 후오비의 신규 스마트 컨트랙트 블록체인을 구동하는데 사용될 것입니다.

8. **기타 외부 활용 방안** - 상술한 플랫폼 내부 활용사례 이외에도, 사용자들은 외부 파트너와도 $HT를 활용해 거래할 수 있습니다. 이는 다른 거래소 토큰 기능과 비슷합니다. 아래 예시를 참고하시기 바랍니다.

    a. Travala.com: 여행 예약 사이트

    b. FomoHunt: NFT 예술, 행사 티켓, 의류, 하드웨어 등을 구매할 수 있는 전자상거래 및 암호자산 관련 뉴스 플랫폼

    c. C5game: 게임 내부 자산 거래 플랫폼

중국 내 후오비의 입지

중국은 현재 2019년 10월에 시진핑 주석 연설에서 드러난 부분들부터 최근에 발표된 '블록체인 서비스 네트워크'와 향후 도입될 DC/EP 시스템(아래에서 더 자세하게 다뤄질 예정)까지 블록체인을 국가 차원에서 우선순위에 두고 적극적으로 도입하고 있습니다. 후오비는 이러한 중국에서 OKEx와 더불어 지배적인 지위를 가지고 있는 거래소입니다. 중국에서 거래소의 지위를 결정 짓는 요소들은 정부 자원, 실행력, 현물 및 파생상품 거래량, BTC/ETH 보유량, 경영진 비전과 기업 전략 등 다양합니다. 아래에서 더 자세하게 다뤄질 후오비의 거래량, 사용자 분포 데이터는 후오비의 중국 시장에서의 지배적인 지위를 명확하게 시사하고 있습니다.

중국에서 사업을 해본 사람이라면 정부 정책의 공식 입장과 실제 시행 행태 간에는 상상을 초월하는 이슈들과 뉘앙스 차이가 발생한다는 점을 알고 있을 것입니다. 덩샤오핑 전 주석이 '개혁개방' 정책을 펼친 이후 중국 정부는 공공, 민간 분야 관리에 '꽌시(关系)' 문화를 활용해왔습니다. 한 마디로, 중국 민간 기업들의 목표는 산업 초기에는 회색 지대에서 조심스레 운영하며 최대한 오래 생존하여, 산업이 성숙해감에 따라 규제권의 가호를 받는 것이라는 점입니다.

Alipay가 대표적인 사례입니다. Alipay는 정부 라이선스를 취득하기까지 수 년 동안 회색 지대에서 운영됐습니다. 현재는 중국 정부의 지원을 받아 세계 최대 규모의 결제 플랫폼 중 하나입니다.

오늘날 후오비도 같은 상황에 처해 있습니다. 중국 정부는 블록체인 기술 도입에 대한 관심을 공개적으로 표출했으나, 암호화폐 관련해서는 아직까지 모호합니다(참고: 중국 정부는 "크립토를 제외한 블록체인"을 추구한다고 발표했으나, 실제 시행단에서는 암호화폐를 엄격하게 규제하고 있지는 않음).

후오비가 당국의 "가호"를 받았다는 점은 현지 사용자와 관심 있는 대중들 입장에서 쉽게 추론할 수 있는 부분입니다. 또한, 중국 정부가 시진핑 주석의 2019년 10월 연설 이후 블록체인과 암호화폐 관련 입장을 우호적으로 진전시켰다는 점도 명확합니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

1. 중국 채굴 중심지인 쓰촨성의 당국 관계자들은 이전에는 회색지대였던 채굴의 합법화를 가속화했으며, 이후 해당 산업은 중국의 금융 당국인 SRC 전 위원장의 지지를 받기까지 했습니다.

   국가발전개혁위원회 산하 정부기관인 국가정보센터가 주도하는 컨소시엄 블록체인 프로젝트인 블록체인 서비스 네트워크도 최근 출범했습니다.

2. 중국의 디지털 법정화폐 프로젝트인 디지털 화폐 전자결제 ("DC/EP") 사업도 가속화됐습니다. 최근에는 해당 어플리케이션의 베타 버전 스크린샷이 매체들에게 발견되어 취재됐었습니다.

3. 중국 교육부는 최근 청두 과학기술대학교의 중국 최초 블록체인 공학 전공 설립을 허가했습니다.

시진핑 주석의 연설은 블록체인을 둘러싼 인식, 투자, 교육에 대한 물꼬를 텄습니다. 세계의 제 2 경제대국이자 10억명이 넘는 인구를 가진 중국에서 이러한 청신호가 나온 것은 크립토 산업 전반적으로 굉장히 긍정적인 신호이며, 시장도 이에 따라 반응했습니다. 연설 이후 중국 크립토 업계에 대한 시장의 긍정적인 시각과 이러한 추세를 함께하고자 하는 움직임이 명확하게 드러났습니다(중국의 블록체인 관련 주들의 퍼포먼스와 FTX의 드래곤 인덱의 출시 등). 중국의 블록체인 이니셔티브에 대해서는 본 리포트에서 추후 더 자세하게 다루겠습니다.

후오비의 거래 규모와 시장 점유율

2019년 3월, Bitwise는 증권거래위원회와 자사의 주요 시장 인프라 보고서를 공유하면서, 10개의 암호화폐 거래소만 실질적인 거래량을 가지고 있다고 주장했습니다. 후오비는 해당 명단에서 제외되었습니다. 그 이후로, 우리는 상당수의 서양 펀드가 후오비의 거래량이 가짜라고 생각하여 거래소와 $HT가 완전히 실패했다고 판단한다는 점을 알게 되었습니다.

하지만 최근의 시장 활동은 이러한 믿음과는 다르게 드러나고 있습니다. 우리의 생각을 확인하기 위해 몇몇 신뢰할 수 있는 파트너들과 협의한 결과, 모든 파트너는 각기 독립적으로 후오비가 암호자산 시장에서 가장 유동적인 거래소 중 하나라는 것을 확인해 주었습니다. 해당 시장 참여자들과 논의한 후, 우리는 아래와 같은 주장을 검증하기 위해 추가적으로 리서치와 조사를 실시했습니다.

1. 아래 차트 4에 나타난 바와 같이 후오비의 BTC 예치금(수탁 중인 BTC)의 시장 점유율을 분석했습니다(실제 거래량, 최소한 실제로 운영되고 있다는 것을 시사함). 코인베이스가 가장 많은 BTC를 보유하고 있지만(후오비는 전 세계에서 2번째로 많은 BTC를 보유 중입니다) 코인베이스는 그래프의 단위에 맞지 않아 포함되지 않았습니다.

2. 후오비 및 기타 주요 암호자산 거래소의 현물 및 파생상품의 과거 거래 주문 내역의 깊이와 선물 미결제약정을 검토했습니다.

3. 다양한 시장조성자 및 Three Arrows와 Kronos Research 등 OTC 데스크와 관련 사안을 논의했습니다.

4. 후오비의 임직원이 1,100명이 넘는다는 사실을 확인했습니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

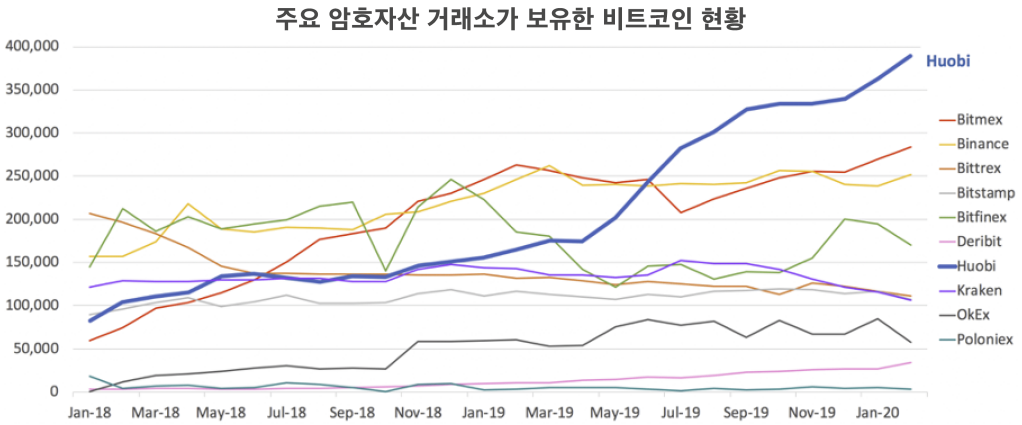

차트 4: 출처 - TokenAnalyst(코인베이스 제외)

거래소 플랫폼에서 워시 트레이딩의 가능성을 완전히 배제하는 것은 불가능하지만, 후오비의 유동성이 여타 상위 거래소만큼 높다는 사실을 보여주는 증거는 충분합니다. 예를 들어, 후오비는 BTC 선물 거래소 중 세 번째로 높은 미결제약정을 보유하고 있습니다. 매우 신뢰도 높은 출처에서 이미 언급된 것처럼, 미결제약정은 거래 규모보다 위조하기가 더 어렵습니다.

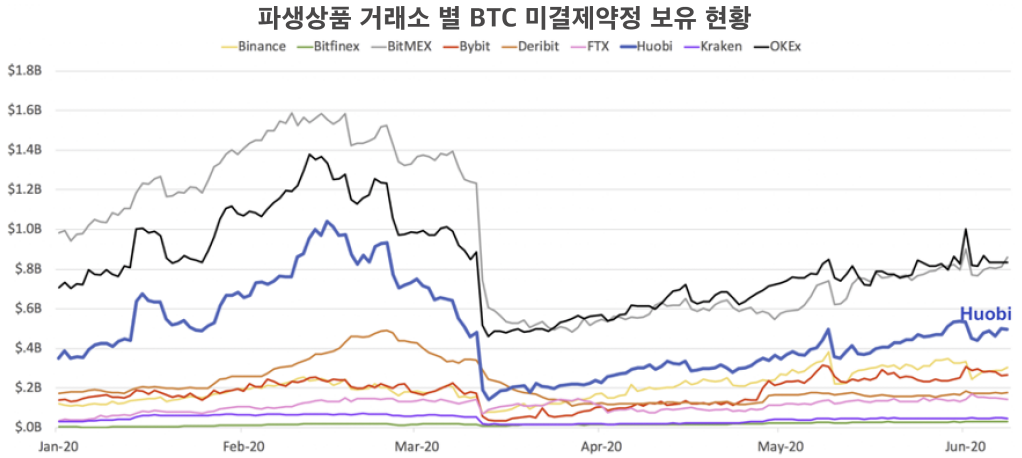

차트 5: 출처 - Skew

후오비는 중국에서 가장 신뢰받는 거래소 브랜드이며, 사용자들은 기꺼이 본인의 자산을 거래하고 보관하기 위해 더 많은 비용을 지불할 의사가 있습니다. 2017년의 이른바 "9월 4일 사건" 이후 거래가 위축되거나 금지된 것은 사실이지만, 중국의 개인 및 기관 투자자들은 여전히 암호자산에 깊게 관여하고 있습니다. 2017년 중국 공산당의 단속 이후 공식적인 암호화폐-위안화 거래소가 없기 때문에, 대부분의 트레이더들은 기꺼이 후오비 OTC를 활용해 현금과 암호자산을 교환하고 있습니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

후오비의 거래 규모가 진짜라면, 그들의 시장 점유율이 Bitwise Real 10에 포함된 다른 거래와 비교해서 어떤 수준인지를 파악해야 할 것입니다. 아래에 색상으로 표기된 차트를 참고하면 이 질문에 대한 답을 알 수 있습니다.

후오비 및 Real 10 거래소의 현물 거래 규모

Volumes (blns)	Binance	Bitfinex	BitFlyer	Bitstamp	Bittrex	Coinbase	Gemini	Huobi Pro	itBit	Kraken	Poloniex
1월 19일	$ 38.48	$ 9.68	$ 1.13	$ 2.91	$ 1.69	$ 4.89	$ 0.92	$ 19.39	$ 0.61	$ 5.50	$ 0.42
2월 19일	$ 41.51	$ 9.11	$ 0.87	$ 3.06	$ 1.52	$ 4.66	$ 0.71	$ 22.97	$ 0.47	$ 4.67	$ 0.34
3월 19일	$ 53.22	$ 6.53	$ 0.65	$ 2.48	$ 2.97	$ 4.16	$ 0.56	$ 34.98	$ 0.36	$ 3.72	$ 0.34
4월 19일	$ 69.66	$ 13.94	$ 1.61	$ 5.80	$ 3.67	$ 10.41	$ 1.25	$ 55.25	$ 0.83	$ 8.17	$ 0.75
5월 19일	$ 117.79	$ 19.49	$ 3.71	$ 10.62	$ 4.54	$ 23.43	$ 2.09	$ 84.61	$ 1.22	$ 16.79	$ 1.29
6월 19일	$ 135.45	$ 23.45	$ 5.27	$ 11.62	$ 4.76	$ 28.21	$ 2.27	$ 98.79	$ 1.14	$ 20.73	$ 1.32
7월 19일	$ 104.73	$ 19.90	$ 6.24	$ 11.93	$ 3.39	$ 27.82	$ 2.33	$ 86.35	$ 1.09	$ 19.43	$ 0.99
8월 19일	$ 62.83	$ 10.41	$ 3.48	$ 7.76	$ 1.82	$ 15.91	$ 1.49	$ 61.11	$ 0.88	$ 12.12	$ 0.61
9월 19일	$ 57.13	$ 8.24	$ 2.22	$ 6.47	$ 1.42	$ 12.12	$ 1.14	$ 46.89	$ 0.47	$ 9.58	$ 0.55
10월 19일	$ 64.26	$ 6.66	$ 2.64	$ 6.77	$ 1.22	$ 11.16	$ 0.87	$ 46.00	$ 0.55	$ 8.74	$ 0.76
11월 19일	$ 58.65	$ 5.24	$ 2.13	$ 4.64	$ 0.75	$ 9.06	$ 0.58	$ 53.96	$ 0.37	$ 7.03	$ 0.77
12월 19일	$ 47.96	$ 4.27	$ 1.66	$ 3.31	$ 0.60	$ 7.28	$ 0.48	$ 37.47	$ 0.32	$ 5.53	$ 1.21
1월 20일	$ 75.12	$ 8.17	$ 2.78	$ 5.81	$ 1.24	$ 12.78	$ 0.80	$ 70.24	$ 0.40	$ 8.57	$ 2.20
2월 20일	$ 119.60	$ 10.67	$ 3.76	$ 7.22	$ 1.73	$ 18.56	$ 1.06	$ 89.10	$ 0.36	$ 10.70	$ 2.68
3월 20일	$ 133.79	$ 15.30	$ 4.59	$ 11.41	$ 1.96	$ 26.92	$ 2.41	$ 87.57	$ 0.31	$ 15.00	$ 1.80
4월 20일	$ 94.68	$ 8.49	$ 3.41	$ 8.96	$ 1.67	$ 18.48	$ 1.41	$ 66.85	$ 0.21	$ 14.71	$ 1.66
5월 20일	$ 115.35	$ 9.25	$ 3.87	$ 13.24	$ 2.39	$ 27.59	$ 1.66	$ 61.40	$ 0.46	$ 14.05	$ 1.99
Grand Total	$ 1,390.21	$ 188.81	$ 50.01	$ 124.02	$ 37.35	$ 263.42	$ 22.01	$ 1,022.93	$ 10.05	$ 185.02	$ 19.70

차트 6: 출처 - CoinAPI, CryptoCompare

바이낸스와 후오비 모두 현물 거래소 분야에서 세계적으로 주도적인 위치에 있음을 알 수 있습니다.

후오비의 확장 - 현물 거래를 넘어서

후오비 OTC

시간이 흐르면서 후오비의 P2P OTC 앱은 중국에서 현금으로 BTC를 거래할 수 있는 가장 유동적인 시장으로 자리잡았습니다. P2P OTC 거래량에 관한 공개 데이터가 없음에도 불구하고, 다양한 WeChat의 트레이더 그룹들은 "후오비 OTC"를 다른 어떤 중앙화된 거래소의 OTC보다 훨씬 자주 언급하고 있습니다. 3억 5천만 달러의 융자잔고와 8,000 BTC, 3,000 ETH, 1,800만 달러의 스테이블코인을 보유한 홍콩/베이징 기반 암호자산 관리 플랫폼인 Babel Finance의 CEO Flex Yang은, 고객들이 현금을 암호자산으로 교환할 때 가장 먼저 찾는 곳이 후오비의 P2P OTC라고 밝혔습니다. 또한, 세계적인 규모의 중국 기반 암호자산 지갑 운영업체 두 곳에 따르면, 후오비의 P2P OTC 플랫폼은 하루에 1억 달러 이상의 거래를 정기적으로 처리합니다.

메인 Huobi.com 웹사이트 트래픽의 21%는 P2P OTC 플랫폼에서 발생합니다. 후오비는 OTC 트레이더들을 먼저 메인 후오비 글로벌의 암호자산-암호자산 간 거래소로 유입시킨 후, 고객이 해당 플랫폼에 가입하면 추가 서비스를 제공하는 고객 인수 전략의 효과성을 입증했습니다. 따라서 후오비 P2P OTC 수익이 직접 $HT 소각 스케줄로 이어지지는 않지만, P2P OTC 플랫폼의 거래 규모는 후오비 글로벌에서 거래되는 주요 암호화폐의

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

현물 거래량에 간접적인 영향을 미칩니다.

후오비 파생상품 시장 (후오비 퓨처스)

2018년 12월 10일, 후오비 글로벌의 자회사로 후오비 파생상품 시장 (후오비 퓨쳐스)이 런칭되었습니다.

후오비의 만기계약 거래량은 2019년 4월부터 2020년 4월까지 1년동안 4배나 증가했습니다. 지난 12개월 동안, 2020년 2월 기준 만기 계약의 월별 최고 거래량은 1억 5천 4백만 달러에 달했습니다. 또한 상품이 3월 말에 출시되었음에도 불구하고 4월 후오비의 영구 스왑 거래량은 5억 3백만 달러를 기록했습니다. 후오비는 신규 상품을 조심스럽게 런칭함으로써, 개인 및 기관 트레이더의 자산 보안과 리스크 관리를 우선시하는 플랫폼이라는 명성을 얻게 되었습니다.

오늘날 후오비 퓨쳐스의 BTC 선물 시장 점유율은 23%로, OKEx 다음으로 전세계 2위를 차지하고 있습니다 (랭킹은 매달 변동적). 후오비 퓨쳐스는 아래와 같은 몇 가지 이유로 시장 지배력을 확장할 수 있었습니다:

1. **리스크 관리의 최고 우선순위화:** 후오비는 다양한 채널을 통한 선제적 커뮤니케이션을 통해 24시간 연중무휴 비정상적인 거래 및 유동화 리스크 모니터링을 진행하고 있습니다. 이에 따라 계정 내 플러스 마진일 때, 부분적 현금화를 허용하고 보험 펀드 내 잔액이 소진된 후 극한의 시장 상황에서 수익성 있는 계좌에서 발생할 수 있는 보수 환수를 방지합니다.
2. **사용자 경험 개선:** 후오비는 여러 번에 걸쳐 웹사이트, 앱, API등을 개선했습니다. 2020년 3월, 후오비는 업그레이드를 통해 TPS를 초당 6,000건까지 개선하고 반응 시간을 단축했습니다.
3. **다양화된 상품 제공:** 후오비는 주문 종류를 다양화하고, 현금화 보호 장치를 개선했습니다.
4. **고객 유지 및 맞춤형 고객 서비스:** 후오비는 마세라티 차량이나 요트 등 고급 상품을 걸고 트레이딩 대회를 개최하여 대형 트레이더를 유치하고, 그에 따라 차별화된 VIP 고객 서비스를 제공했습니다. 후오비는 대형 트레이더와 시장 제작자들을 플랫폼에 유입시키려면 어떻게 해야 하는지를 이해하고 있습니다.

지난 1년간 후오비는 기술 인프라와 파생상품 거래 상품을 업그레이드했고, 이는 오늘날 후오비 수익의 대다수를 차지합니다.

Three Arrows의 Su Zhu등 후오비에서 거래하는 몇 회사에 따르면, 후오비는 2020년 3월 12일 검은 목요일의 시장 붕괴 때에도 정상 운영하고 긴급 VIP 지원을 제공할 수 있었다고 합니다. 극도의 변동성 상황에서의 후오비의 안전성을 보면, 왜 후오비가 중국 시장에서 지배적인 지위를 점하고 브랜드 충성도를 이끌어낼 수 있는지를 알 수 있습니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

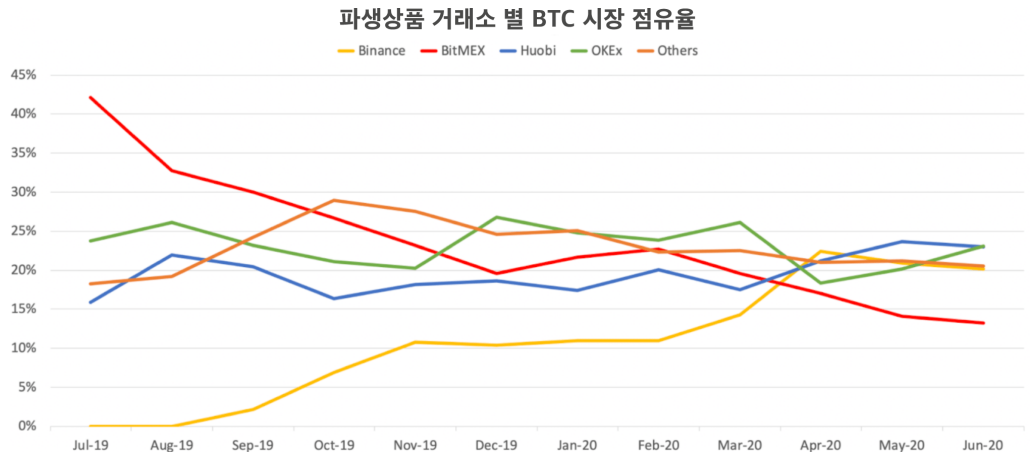

차트 7: 출처 - Skew
(2019년 6월 28일 이전 후오비 퓨쳐스의 시장 점유율이 낮은 이유는 해당 기간 데이터가 없기 때문)

여러 모멘텀이 생겨나면서, BitMex의 쇠퇴를 비롯해 여러 요소가 후오비의 뒤를 밀어주고 있습니다. 표면적으로 보면 BitMex는 2019년 성과가 좋았던 것으로 보입니다. 2019년 7월, BitMex의 CEO인 Arthur Hayes는 트위터를 통해서 거래소가 12개월동안 1조 달러 거래액을 기록했다고 언급했습니다. BTC 가격이 6월 말 13,000달러를 기록했을 때, BitMex는 영구 스왑 거래 규모를 기록적인 160억 달러까지 확장했습니다. 하지만 이후 BitMex는 경쟁업체에 시장 점유율을 빼앗기고 있습니다(위의 차트 7을 참고하세요. BitMex는 빨간색입니다).

기회들이 늘어나며 후오비 퓨쳐스는 앞으로 세계화와 제품 다양화라는 두 가지 전략에 주력할 계획입니다. 2020년 3월 27일 후오비는 10가지의 토큰을 지원하는 인버스 영구 스왑을 런칭했습니다. 2020년, 파생상품 시장은 바닐라 무기계약과 옵션 등 신규 상품을 출시할 예정입니다. 후오비 퓨쳐스는 지난 시간 동안 역외 거래량을 주도해 왔던 한국, 러시아, 영국, 베트남, 싱가포르, 일본 등에 지리적으로 집중할 계획입니다. 또한 기존 시장의 전문 트레이딩 팀이 후오비 퓨쳐스에서도 VIP 서비스를 받을 수 있도록 지원하는 '공유 VIP' 계획도 지속 실시할 예정입니다.

요약하자면, 후오비 퓨쳐스는 파생 시장에서의 점유율을 높이고 있으며, 최근 BitMEX의 여러 어려움 (예: 사용자 이메일 유출, CFTC 조사, 시장 점유율 하락, 주가지수 공격, 3월 12일 서킷 브레이커 등) 을 통해 이득을 보고 있습니다. 이런 추세라면 BitMEX는 앞으로 후오비, OKEx, Deribit, Binance 등에 계속해서 시장 점유율을 빼앗길 것으로 보입니다.

후오비 체인: 최초의 오픈소스 거래소 체인

2018년 6월 6일, 후오비는 글로벌 리더와 협업해 블록체인 개발에 나서겠다고 발표하면서 후오비 체인 프로젝트를 시작했습니다. 1년 반의 개발 끝에 2019년 11일, 후오비의 자체 블록체인이 오픈소스로 공개되면서 처음으로 코드를 공개하는 거래소 체인이 되었습니다. 후오비가 선택한 "글로벌 리더"는 Nervos Team이었습니다(공시: 멀티코인 캐피털은 Nervos의 $CKB 토큰을 소유하고 있습니다). 후오비 체인이 구축한 SDK는 Muta라고 불리며, 이는 Nervos의 Overlord 컨센서스를 활용합니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

그 후 수개월이 지난 2020년 3월, 후오비 체인 팀은 공개 베타 테스트넷을 출시했습니다. 후오비와 Nervos 팀의 관계는 상호호혜적인 파트너십입니다. 후오비는 Nervos가 제공하는 기술 전문 인프라를 활용할 수 있으며, Nervos는 후오비 같은 대기업 파트너와 협업하여 Muta SDK의 첫 테스트 운영을 실시할 수 있게 됩니다. 크로스체인 모델을 활용하는 후오비 체인은 Nervos CKB의 레이어-1 급 보안을 발행된 자산에 적용할 수 있게 되고, 컴플라이언스 차원에서도 게이트웨이를 갖게 됩니다.

우리는 현재 시장이 후오비 체인이 가진 비전을 과소평가하고 있다고 생각합니다. 물론 언뜻 보기에 후오비 체인은 그저 하나의 규제를 따르는 거래소 체인으로 보입니다. 바이낸스 체인과 마찬가지로 후오비 또한 탈중앙화 거래소를 출발점으로 삼을 것입니다. 그러나 후오비 체인은 런칭 시점부터 임의의 스마트 컨트랙트를 지원하여 차별화를 도모합니다. 그래서 제3자 개발자들도 프로토콜 상에 디파이 앱을 구축할 수 있습니다. KYC를 지원하는 거래소 체인이 시사하는 바는 매우 큽니다. 후오비 체인은 구축된 디파이 프로토콜을 활용하여 블록체인 기반의 중앙은행 디지털 화폐(CBDC)처럼 규제를 준수하는 유동성을 창출할 수 있기 때문입니다.

	후오비 체인 (퍼블릭 테스트넷)	바이낸스 스마트 체인	바이낸스 체인 (메인넷 라이브)	OKChain (퍼블릭 테스트넷)
개발 인프라	Nervos Muta	Etherium Virtual Machine	Cosmos SDK	Cosmos SDK
컨센서스	Overlord	Proof-of-Stake-Authority	Tendermint	Tendermint
스마트 컨트랙트 지원여부	예	예	아니오	예 (사용자 직접 사용 불가)
가상 머신	CKB VM/ RISC-V VM gcc/ gdb/ llvm compatible	EVM-Compatible	아니오	WASM
오픈소스 여부	예	예	아니오	예
지원 언어	Rust	Solidity	Golang	Golang

차트 8: 출처 - Nervos 위챗 공식 계정

후오비는 중국에서 거래소를 운영하려면 금융 서비스 제공업자로서 규정을 준수하고, 규제 기관과 긴밀히 협력해야 함을 아주 잘 이해하고 있습니다. 그래서 후오비 체인에 검증인 노드를 포함하기로 결정한 것이기도 합니다. 만약 검증인 노드 없이 체인을 구축하여 중국의 법률을 어겼다면, 아마 런칭하지 못했을 것입니다.

후오비 체인 출시까지 소요된 수개월 간 후오비는 이미 중국 내 디파이 확산을 촉진하기 위하여 상당한 시간과 자원을 투입했습니다. 실제로 후오비는 자체 스테이블 코인인 $HUSD와 비트코인의 위탁형 ERC-20 형태 코인인 $HBTC를 출시한 최초의 거래소입니다.

오늘날 사용자들이 $HBTC와 $HUSD를 거래하려면 주로 후오비 플랫폼을 사용하지만, dForce가 출시한 Stable Asset Swap과 같은 일부 타사 플랫폼도 $HUSD를 지원하기 시작했고, 곧 $HBTC도 지원할 것으로 보입니다. $HBTC와 $HUSD는 중국 내에서 중앙화 거래소와 디파이 세계를 이어주는 가교 역할을 하고 있습니다. 그 결과, 공개 테스트넷을 실시한 후오비 체인의 다음 여정은 $HBTC와 $HUSD를 후오비 체인으로 이전하는 것이고, 이를 이어 후오비의 탈중앙화 거래소(후오비 DEX)가 출시될 것입니다.

OKEx나 $OKB와 달리, 후오비 체인의 네이티브 토큰은 현재 거래되고 있는 거래소 토큰인 $HT입니다. 따라서, 온체인 활동에서 창출되는 수익은 $HT 토큰에 반영되게 됩니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

후오비 토큰($HT)의 가격 설정 프레임워크

거래소 토큰에 적용되는 가장 흔한 상대적 가격 설정 방법은 바이백 비율입니다. 예를 들어, 만약 특정 토큰의 완전희석 기준 시가총액이 1억 달러이고 팀이 매년 천만 달러 어치의 토큰을 매입하여 소각한다면, 바이백 비율은 10%가 됩니다. 거래소 토큰은 일반적으로 오픈 마켓에서 수익을 이용하여 구매하게 됩니다. 바이낸스와 KuCoin의 경우, 매출을 이용합니다. 이하 차트를 통해 해당 거래소의 수익/매출을 분기별로 나타내보았습니다.

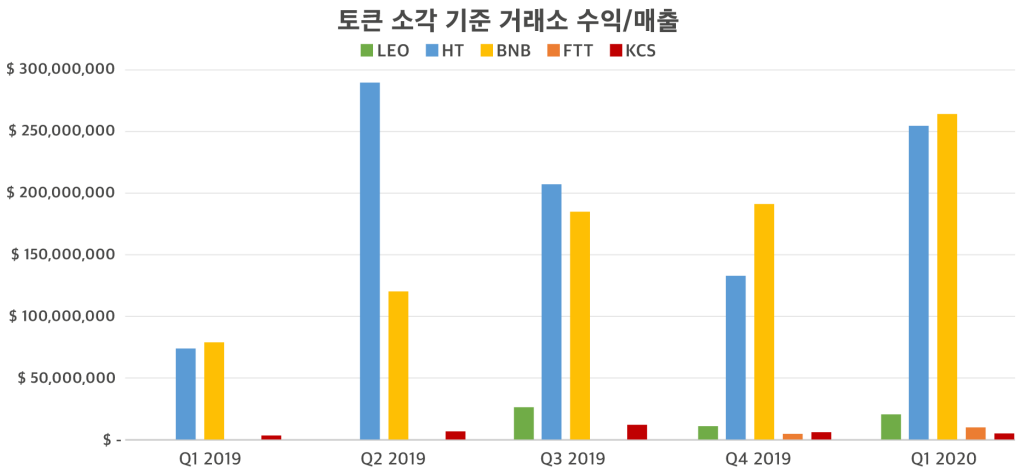

차트 9: 출처 - 거래소 웹사이트, 이더스캔

위에 나타난 바처럼 거래소 토큰 분야의 여러 상황을 비교분석 시, 후오비의 바이백 비율은 경쟁사에 비해 매우 높음을 알 수 있습니다. 오늘날 $HT의 바이백 비율은 17.0%입니다. 현재의 수익률과 $HT 밸류에이션을 기준으로 할 때, 후오비는 향후 6년간 모든 토큰을 빠짐없이 환매할 것이라는 의미입니다. 이 수치만 보아도 앞으로 수년 간 가격 상승을 기대할 수 있을 것으로 보입니다.

Exchange Token Comp Analysis			mm tokens		%	Fully Diluted	Floating Mkt	Trailing 12 month	Fully Diluted	Floating
Token	Platform	Last Px	Fully Diluted	Float	Floating	Mkt Cap (mm)	Cap (mm)	burn (mm)	Buyback Ratio	Buyback Ratio
FTT	FTX	$3.05	344.97	115.93	33.60%	$1,052.16	$353.57	$10.97	1.04%	3.10%
BNB	Binance	$17.67	179.88	147.88	82.21%	$3,178.48	$2,613.04	$151.00	4.75%	5.78%
OKB	OKEx	$5.06	300.00	279.33	93.11%	$1,518.00	$1,413.40	$69.15	4.56%	4.89%
LEO	Bitfinex	$1.14	985.24	978.13	99.28%	$1,123.17	$1,115.07	$17.43	1.55%	1.56%
KCS	KuCoin	$0.78	171.25	81.25	47.45%	$134.20	$63.67	$2.97	2.21%	4.66%
Comparable Company Averages					**71.13%**	**$1,401.20**	**$1,111.75**	**$50.30**	**2.82%**	**4.00%**
HT	Huobi	$4.22	290.99	233.37	80.20%	$1,227.98	$984.82	$175.50	14.29%	17.82%
Huobi's Burn Premium Over Sector Average									**5.06x**	**4.45x**

차트 10: 출처- 거래소 웹사이트, Maple Leaf Capital, CoinGecko
(작년에 소각을 시작한 자산의 경우, 전체 내역에서 12개월 기간으로 비례해서 계산)

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

암호화폐는 절대적인 기준이 아니라 상대적인 비교로 가격이 결정됩니다. 그 결과, 위 차트에서 도출할 수 있는 논리적 결론은 $HT 외 모든 거래소 토큰이 과대평가 되었거나 $HT가 크게 과소평가되었다는 것입니다. 멀티코인의 시각은 시장에서 $HT가 몇 가지 주요 영역에서 오해받고 있기 때문에 타 거래소 토큰에 비해 평가절하되고 있다는 것입니다. 이하 3개의 지점에서 $HT와 기타 거래소 토큰 간 가격 격차를 설명해보겠습니다.

1. **규제 리스크:** 2017년 중국은 암호자산 거래소에 대한 대대적인 단속을 실시한 바 있습니다. 그래서, 서구권의 블록체인 커뮤니티는 중국 내 거래소들이 정상적인 방식으로 운영되고 있지는 않다는 시선을 가지게 되었습니다. 하지만 이러한 규제 리스크는 사실 후오비의 경우 완화되었다고 봅니다. 왜냐하면 규제 당국자들로부터 인정받았기에 여전히 운영 중인 것으로 보이기 때문입니다. 또한, 중국이 국가적으로 블록체인을 우선순위가 높은 영역으로 둠에 따라 후오비 역시 긍정적인 영향을 받을 것입니다.

2. **워시 트레이딩(자전거래):** 후오비가 Bitwise에서 선정한 Real 10에 뽑히지는 못했습니다. 하지만 해당 리스크는 다음과 같은 요소로 완화된다고 생각합니다. 우선, 후오비는 코인베이스에 이어 전세계에서 2번째로 많은 온체인 자산을 보유하고 있다는 점입니다. 또한, 스프레드가 점점 좁혀들고 있고, 거래량 실험이 최소화된 슬리피지를 보인다는 점은 후오비 내 거래량이 실재함을 나타냅니다. 덧붙여. 여러 대규모의 OTC 데스크나 시장 조성자(MM)들과 인터뷰한 결과, 그들 모두 후오비에서 다른 대형 암호자산 거래소와 마찬가지로 대량 거래를 유동성 있게 진행하고 있다고 답하였습니다.

3. **문화/언어 장벽:** 후오비가 중국 회사이다 보니 서구권 사용자의 취향에 맞춰져있지 않습니다. 이는 최근 후오비의 서구권 시장에 대한 새로운 행보로 인해 많이 완화되고 있는 부분이기도 합니다. 이를 위해 후오비는 더 정돈된 전략 업데이트와 소각 방법에 대한 투명성을 보여주는 페이지를 구비하는 등의 노력을 기울이고 있습니다. 사실 이러한 문화 및 언어 장벽은 후오비에게 있어 큰 도전이 될 것입니다. 그리고 이 부분을 멀티코인이 직접 도움을 주고 있기도 합니다.

다른 거래소 토큰 가격과 비교해 볼 때 상대적으로 $HT는 리스크가 일정 부분 조정된 투자 기회를 선사한다고 봅니다. $HT의 바이백 비율이 나머지 거래소 토큰과 비슷한 수준으로 조정되려면, 후오비 토큰의 가격은 현재보다 4배 이상 상승해야 한다고 생각합니다. 이는 위에 나열한 리스크가 사실 시장에 의해 과대평가 되었다고 보기 때문입니다.

중국에 베팅하기

글로벌 3대 암호자산 시장: 미국, 중국 그리고 나머지

지난 2년간 암호자산 시장의 글로벌 유동성은 통합보다는 파편화되는 방향으로 나아갔습니다. 규제의 유무, 관할권, 상품의 종류(현물, 옵션, 선물 등), 자산 등에 따라서 유동성은 파편화되어 있습니다. 야심찬 목표를 가진 기업가들이 정기적으로 신규 거래소를 개설하고 있으며(CoinMarketCap 데이터에 따르면 연간 45개 선으로).

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

이러한 추세는 가까운 미래에도 계속될 것으로 예상됩니다.

특히, 대부분의 신규 거래 플랫폼은 파생상품 거래소입니다. 대부분의 경쟁 거래소들은 사실 단 하나의 이유로 파생상품에 집중하고 있습니다. 소매 현물 유동성을 놓고 경쟁하는 것은 매우 어렵기 때문입니다. 파생상품 거래소가 새로운 혁신 상품을 제공하거나, 틈새 시장을 공략하거나, 자체 거래소(FTX 이동 계약, CoinFLEX의 물리적인 선물 제공, Deribit 옵션 등)를 통해 성공적으로 경쟁할 수 있는 것은 맞지만, 현금-BTC 현물 거래 서비스에 있어서는 혁신의 여지가 그리 크지 않습니다. 해당 분야에서의 주요 경쟁 요소는 유동성, UX, 그리고 브랜드 신뢰도 등입니다.

오늘날 전세계의 3대 암호자산 시장은 아래과 같습니다:

1. **미국:** 코인베이스가 주도하며, 이외에 Kraken, Gemini, CME가 활동하는 시장
2. **중국**: 후오비가 주도하며, 이외에 OKEx와 Binance가 활동하는 시장
3. **나머지:** Binance가 주도하며, 이외에 지역 한정적인 거래소가 활동하는 시장(멕시코의 Bitso, 인도네시아의 Indodax, 남아프리카공화국의 Luno 등)

세계적으로 현물 거래를 독점하는 거래소는 몇 개 없습니다. 이러한 주요 거래소들이 수년 간 발전시켜 온 문화, 규제, 그리고 브랜드 신뢰도를 감안할 때, 신규 업체들이 현금 온램프 거래량을 놓고 경쟁할 수 있을 것으로 보이진 않습니다. 모든 기존 거래소들은 상당히 큰 규모로 운영되기 때문에, 최저 수수료를 제공할 수 있습니다. 또한, 이미 쌓은 높은 브랜드 인지도와 신뢰를 신규 거래소들이 비슷한 수준으로 따라잡기는 매우 어렵습니다.

중국의 경우, 후오비와 OKEx가 규제 부문에서 분명한 구조적 이점을 지니고 있습니다. 2017년 BTC China가 강제로 운영을 중지했을 때 후오비와 OKEx는 일시적으로 거래를 중단했을 뿐, 사실상 운영을 계속할 수 있었습니다. BTC China와 마찬가지로 또 다른 중국 거래소인 BISS도 불법 모금 사기라는 이유로 중국 당국에 의해 문을 닫았습니다. 휴업으로 시장이 위축되는 상황에서 후오비와 OKEx는 단순히 운영을 지속하는 것만으로도 시장 점유율을 끌어올릴 수 있었습니다.

중국의 블록체인 이니셔티브

2019년 10월 24일, 중국의 시진핑 주석은 블록체인 기술 도입의 국가적 차원의 전략적 중요성을 강조한 획기적인 연설을 했습니다. 시 주석은 중국이 국가 우선 과제로 분산원장 기술을 중심으로 개발, 투자, 혁신을 가속화해야 함을 강조했습니다. 연설의 주요 내용은 아래와 같습니다.

1. **투자 확대 -** 투자회사들은 블록체인 분야에 투자를 확대해야 합니다.
2. **글로벌 스탠다드 확립 선도 -** 중국의 기업과 개인들은 블록체인 업계의 기준과 관련된 세계적 논의를 선도해야 합니다.
3. **업계의 인재 풀 강화 -** 대학교와 기업들은 블록체인 분야의 인재를 더욱 활발하게 양성해야 합니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

4. **중소기업을 위한 금융 대출 -** 대출을 통해 중소기업은 디파이의 발전을 누릴 수 있어야 합니다.

5. **신용 정보와 데이터의 통합 -** 온체인의 개인 데이터 및 신용 정보는 실제 정체성과 연결되어야 하고, 중국은 잠재적으로 대규모 온체인 ID 네트워크를 구축할 수 있습니다.

6. **'블록체인 플러스'(Blockchain+) -** 중국 정부는 대기업이 '컨소시엄 체인' 등을 활용해 제품 및 생산 공정에 블록체인 기술을 접목하여, 일상 생활에서 블록체인 기술과 상호작용을 시작할 수 있도록 권장합니다.

7. **지침 강화 및 규제 완화 탐구 -** 중국 정부는 여전히 일부 규제를 유지할 것이지만, 혁신을 장려하기 위해 개입을 최소화할 것입니다.

시진핑 주석의 연설 직후, PBoC 기술총괄인 Li Wei는 은행들이 블록체인 기술 적용을 강화하고 디지털 금융 기술을 수용해야 한다고 제안하며 시 주석의 발언에 동의했습니다.

시진핑 주석의 연설 이후 중국의 채굴 중심지인 쓰촨성의 관료들은 본래 법적으로 애매한 영역이었던 채굴의 합법화를 빠르게 추진했고, 이후 해당 사안은 중국의 전임 증권감독위원회(SEC) 위원장 주도 하에 적극 추진되었습니다. 또한, 국가발전개혁위원회 산하 정부기관인 국가정보센터가 주도하는 컨소시엄 블록체인 프로젝트인 'Blockchain Service Network'도 최근 출범되었습니다.

이후 수개월 간 우리는 중국 내 블록체인 기술에 대한 관심이 꾸준히 증가하여 공급망 관리, 지적재산권 보호, 디지털 인보이스 발행, 복권 추첨 투명성, 사기행위 적발 등 사회의 모든 측면에 이 기술이 스며드는 현상을 관찰할 수 있었습니다.

나아가 시 주석의 연설이 있은지 며칠 안되어 중국국제경제교류센터 부회장인 Qifan Huang은 중국중앙은행의 디지털 화폐(CBDC)인 디지털 화폐 전자결제("DC/EP")의 런칭을 발표했습니다. 이 개념은 모호하고 불투명하지만, 전세계에 시사하는 바는 분명 매우 지대합니다.

DC/EP에 필요한 최종적인 기술 인프라는 아직 확정되지 않았지만, 아마 중앙은행이 지배력을 가진 "슈퍼노드"로 기능하는 컨소시엄 블록체인에 배치될 것이 거의 확실해 보입니다. DC/EP에서 일어나는 거래의 세부 정보는 중앙은행 이외의 다른 사용자는 접근 권한이 없습니다. 즉, 중국 정부는 블록체인의 고유한 특징을 적극 활용하여 돈세탁을 방지하고 악의적인 제3자로부터 사용자의 프라이버시를 보호하고자 하는 것인데, 이는 천재적인 발상입니다. 중앙은행은 그들이 필요로 하는 통제와 감독을 유지하면서도, 파편화되어 있고 느리며 비용이 많이 수반되는 현존 지불 시스템을 개선할 수 있습니다.

5월 21일 베이징에서 시작된 제 13차 전국인민대표대회(NPC)와 중국인민정치협상회의(CPPCC)의 기간 중 후오비 글로벌 CEO인 Leon Li는 인민정치협상회의 주최 패널 토론회에 초청되어 연설을 했는데, 여기서 어떻게 블록체인이 중소기업에 자금을 조달하고 기업 내 정보 투명성을 개선할 수 있을지를 제안했습니다. 중국에서 가장 정치적으로 중요한 회의 중 하나인 중앙정부의 프로그램에 그가 참여한 것은, 중국의 정책 입안자들에게 후오비가 가진 높은 전략적 가치를 암시합니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

중국 전국인민대표회의 의원들과 Leon Li(좌측)가 패널을 진행 중
(출처 - Securities Daily)

중국 정부의 암호자산에 대한 관심이 증가함에 따라, 중국 현지 트레이더들이 암호화폐 구매를 위해 가장 먼저 방문할 가능성이 높은 곳은 바로 후오비입니다. 그 결과, 후오비 토큰은 중국에서 증가하고 있는 블록체인과 암호자산에 대한 새로운 백도어 노출 기회를 제공하고 있는데, 후오비가 없었다면 외부인은 접근이 불가능했을 것입니다. 예를 들면, 소매 트레이더들은 DC/EP 시스템이나 BSN 네트워크에 직접 투자할 수 없습니다.

아직은 중국 시장에서 지배적인 위치를 차지할 토큰이 누구다라고 하기엔 정보가 부족하다고 생각합니다. 중국 투자자들이 시가총액 상위 10개 토큰, NEO, OTM, QTUM 등 중국 토종 토큰, 혹은 예상을 깨고 성장한 이력이 있는 소규모 토큰들 중 무엇을 선택할지는 아직 알 수 없습니다. 특정 자산의 경쟁력에 확신을 갖기는 아직 이르지만, 하나 확실한 것은 후오비가 조용히 온램프 상에서 가장 유동적으로 위안화 거래를 하고 있기 때문에 중국의 가장 주요한 소매 거래소가 되고 있고 앞으로도 그럴 것이라는 점입니다.

따라서, $HT를 보유한 투자자들은 특정 자산에 대한 예기치 못한 가격 위험성을 감수하지 않고도 급성장하는 중국의 생태계와 그에 수반되는 관습적인 추측 결과에 노출될 수 있습니다. 다른 조건이 모두 동일한 상황에서 중국의 소매 투자자들이 분산원장 생태계에 탑승한다면 후오비는 기업으로서 좋은 성과를 거둘 것입니다.

13억명이 넘는 중국 인구를 등에 업은 후오비는 어마어마한 시장 기회를 보유하고 있습니다.

글을 마무리하며

시장에 가장 먼저 진출한다는 것은 매우 어려운 일이며, 이후 오랫동안 살아남는 것은 더더욱 어렵습니다. 하지만 후오비는 두 가지 모두 성공했습니다. 여러 상승장과 하락장을 뚫고 살아남아 시장 기회를 포착하고, 점유율을 높여 중국의 주도적인 거래소로서 우위를 유지하면서 거래소 비즈니스를 개선할 수 있었습니다. 후오비는 수많은 신규 암호자산 거래소가 신설되어 새로운 경쟁이 생겨나는 동안 이 모든 것을 이루었습니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.

한층 더 치열해진 경쟁조차 후오비의 지배적인 시장 위치에 흠집을 낼 수 없었습니다. 오히려 데이터를 보면 현재의 현물 거래소들이 매우 확고하게 자리잡았기 때문에 신생 기업이 경쟁에 참여하는 것은 굉장히 어려움을 알 수 있습니다. 차트12에서 볼 수 있듯이 가격과 거래량 그리고 거래소 수익이 폭증하는 와중에도 신규 거래소 런칭은 올해 들어 크게 감소했습니다. 신규 거래소의 대부분은 현존하는 거래소가 제공하지 않는 신상품 제공을 목표로 하는 파생상품 거래소들입니다.

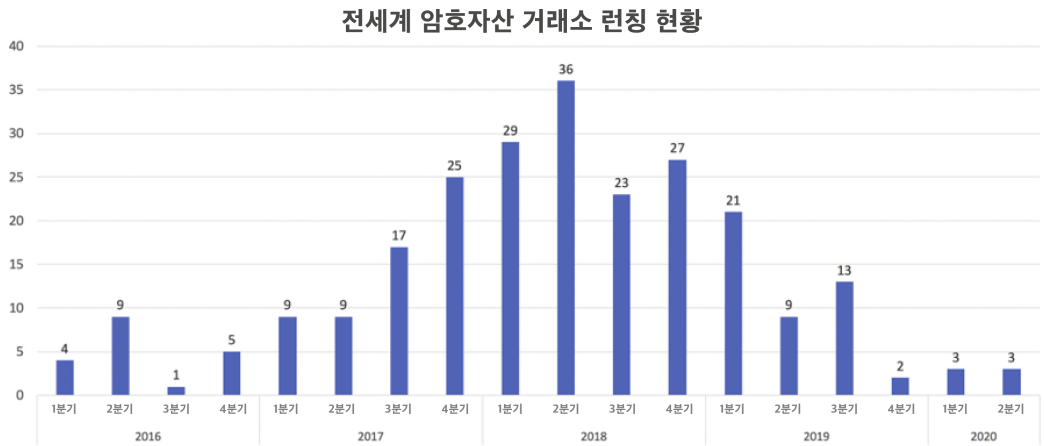

차트12: 출처 - CoinMarketCap

후오비는 리스크 관리, 시스템 성능 업그레이드 그리고 마케팅 캠페인에 대대적으로 투자해 기존 암호자산 시장 내 개인 고객 및 전세계의 전문 트레이더들을 신규 유치하고, 이를 통해 거래량과 수익을 증대할 수 있었습니다. 이러한 움직임을 보면 후오비가 왜 거래소 시장에서 리더가 되었는지를 잘 알 수 있습니다. 뿐만 아니라, 후오비는 후오비 체인의 빠른 실행과 Nervos Muta와의 협업을 통해 거래소 사업 내에서 아직 충분히 다뤄지지 않은 큰 성장 기회라 할 수 있는 디파이의 영역으로까지 확장했습니다.

중국은 빠르게 성장을 거듭하는 암호자산 혁신의 중심지입니다. 그러므로 투자자들이 중국에서 점점 증가하는 암호자산 시장에 노출될 수 있는 새로운 방법을 찾고 있는 것은 당연합니다. 그러나 리스크 없이 투자할 수 있는 신뢰도가 높은 플랫폼이 많지 않음을 인지해야 합니다. 그래서 우리는 중국 암호자산 시장에 본격적으로 진출하고자 하는 투자자들에게 $HT가 가장 적합한 위험 조정 투자상품이라고 생각합니다. “중국의 대표적인 암호자산”으로서의 입지와 동시에 $HT는 타 거래소 토큰에 비해 매우 매력적인 토큰 경제학을 제시합니다.

본 문서에서 살펴본 모든 근거를 바탕으로, 당사는 현재 가격의 $HT의 전망을 매우 낙관적으로 전망하고 있으며, 향후 1-2년에 걸쳐 $HT가 암호자산 시장에서 주도적인 위치를 차지할 것이라 믿습니다. $HT의 현 시총은 9억 8천 5백만 달러이며, CoinMarketCap에서는 현재 20위에 랭크되어 있습니다.

©2020 Multicoin Capital. All Rights Reserved.