성장 투자

2016년 2월 계간호

BAILLIE GIFFORD

이 문서는 전문 투자자만을 위한 것이며 그 외에는 다른 어떤 사람도 사용할 수 없습니다. 일반 투자자를 위한 문서가 아닙니다.

중요 정보 및 위험 요소

본 문서에 기술된 견해는 Kevin Fenelon의 견해이며 특정 투자 대상을 매입, 매도 또는 보유하는 것에 대한 자문 또는 추천으로 간주될 수 없습니다. 이러한 견해는 개인적 의견을 반영하고 있고 사실을 기술한 것이 아니므로 이에 의존해서 투자 결정을 내려서는 안 됩니다.

Baillie Gifford & Co와 Baillie Gifford & Co Limited는 금융감독원(Financial Conduct Authority, FCA)이 인가하고 규제합니다. Baillie Gifford Life Limited는 건전성 규제기관(Prudential Regulation Authority, PRA)이 인가했으며 FCA 및 PRA의 규제를 받습니다. Baillie Gifford & Co Limited는 단위신탁 관리회사이자 개방형 투자신탁회사(OEIC)의 인가법인이사(Authorised Corporate Director, ACD)입니다.

Baillie Gifford Overseas Limited는 영국 이외 지역의 전문가/기관 고객에게만 투자 관리 및 조언 서비스를 제공하고 있습니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 Baillie Gifford & Co. 가 전액 출자한 회사이고 Baillie Gifford & Co 및 Baillie Gifford Overseas Limited는 영국 FCA가 인가하고 규제합니다.

영국 이외 지역의 거주자들은 투자를 하기 위해서 정부 인가 또는 기타 허가를 받아야 하는지에 관해 전문 자문가와 상담을 하고, 자신들의 특수 상황과 관련하여 조언을 얻기 위해 조세 자문가와 상담해야 합니다.

중요 정보 - 홍콩

Baillie Gifford Asia (Hong Kong) Limited 百利亞洲(香港)有限公司는 Baillie Gifford Overseas Limited가 전액 출자하여, 2016년 1월에 사업을 개시하였으며, 증권선물위원회(Securities & Futures Commission)로부터 Baillie Gifford의 UCITS 펀드를 홍콩의 전문 투자자들에게 홍보하고 판매할 수 있는 제1종 면허를 취득하여 보유하고 있습니다. Baillie Gifford Asia (Hong Kong) Limited 百利亞洲(香港)有限公司의 주소지: 30/F, One International Finance Centre, 1 Harbour View Street, Central, Hong Kong, 전화번호: +852 3756 5700.

중요 정보 - 일본

Mitsubishi UFJ Baillie Gifford Asset Management Limited('MUBGAM')는 Mitsubishi UFJ Trust & Banking Corporation과 Baillie Gifford Overseas Limited의 합작 회사입니다. MUBGAM은 FCA(Financial Conduct Authority)가 인가하고 규제합니다.

중요 정보 - 호주

이 자료는 ASIC Class Order 03/1099의 정의에 의거 귀하가 기관 투자자라는 전제 하에 제공된 것입니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 지방 자치 단체법 2001(Corporations Act 2001(Clth))에 따라 ASIC 면책규정(Class Order 03/1099) 적용을 통해 호주의 기관 투자자에게 금융 서비스를 제공하는 것과 관련된 호주 금융 서비스 라이센스(Australian Financial Services Licence)의 보유 의무 요건을 면제 받았습니다. 호주에 적용되는 법률과 다른 영국법에 따라 FCA(Financial Conduct Authorit)가 인가하고 규제합니다.

중요 정보 - 남아프리카 공화국

Baillie Gifford Overseas는 남아프리카 공화국 금융 서비스 위원회에 해외 금융 서비스 제공자로 등록되어 있습니다.

중요 정보 - 북미

Baillie Gifford International LLC는 Baillie Gifford Overseas Limited가 완전 소유하는 회사로서 2005년에 델라웨어주에서 설립되었습니다. 이 회사는 Baillie Gifford Overseas Limited가 고객 서비스를 제공하는 법인이며 미국에서 마케팅 업무 및 캐나다에서 일부 마케팅 업무를 수행하고 있습니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 미국 증권거래위원회(SEC)에 투자자문회사로 등록되어 있습니다.

중요 정보 - 한국

Baillie Gifford Overseas Limited는 한국 금융위원회에서 크로스 보더 투자 일임 및 투자자문사로서 인가를 받았습니다.

수익과 손실의 가능성

모든 투자 전략에는 이익과 손실의 가능성이 있습니다.

본 기사에 사용된 주식 사례와 이미지는 매수 또는 매도를 추천하는 것이 아니며, 미래의 수익을 보장한다는 내용을 암시하고 있지 않습니다. 또한 당사가 구성한 미래의 포트폴리오에 포함될지의 여부도 확실하지 않습니다. 모든 개별적인 사례는 전체 포트폴리오의 일부만 나타내고 있으며,

당사의 투자 스타일을 설명하기 위한 목적으로만 인용된 것입니다.

본 기사에는 독립적 조사로 간주되지 않는 투자 정보가 포함되어 있습니다. 따라서 독립적 리서치에 대해 제공되는 보호 조치를 받지 못할 수 있으며 Baillie Gifford와 직원은 문제의 투자 거래에 참여했을 수 있습니다.

별도 언급하지 않은 경우, 모든 정보는 Baillie Gifford & Co에서 제공한 것이며 최신 상태입니다.

이 기사에 사용된 이미지는 예시 목적으로만 사용된 것입니다.

KEVIN FENELON
고객 서비스 담당총괄책임자

Fenelon 총괄책임자는 1981년 에딘버러 대학교 독일어 문학석사로 졸업하였습니다. 그 후 투자 매니저로 근무하였으며, 2007년 Baillie Gifford에 고객 서비스 담당총괄책임자로 입사하였습니다. 주로 유럽과 미국 고객들을 대상으로 다양한 투자 전략에 대한 고객 서비스를 책임지고 있습니다.

본 기사 작성에 도움을 주신 당사의 투자위험관리부서의 조언에 감사드립니다.

성장 투자

KEVIN FENELON

얼마 전에 미국의 CEO들이 일반적으로 하루를 어떻게 시작하는지를 묘사한 기사를 읽은 적이 있습니다. 그들 대부분은 이른 새벽에 일어나 헬스클럽에서 운동을 하고 TV를 좀 보다가 가족과 함께 시간을 보내고 중요한 전화를 하고 이메일을 보내는 등, 많은 일들을 동시에 하면서 그 모든 일들을 아침 7시 이전에 다 끝냈다는 얘기였습니다. 세상에! 믿기 어려운 얘기였죠. 저의 아침 일상과는 상당히 동떨어져 있는 얘기 같았습니다. 하지만 이내 제가 부족한 것이 아니라는 생각을 하게 되었습니다. 결국 사람들 대부분은 오히려 나와 비슷할 것이고 우리 모두 하루 하루를 꾸려가기 위해 최선의 길을 생각해내야 하지 않을까라는 생각이 강하게 듭니다.

투자매니저들도 포트폴리오 관리를 위한 최선의 방법을 강구해야 합니다. Baillie Gifford에서 우리는 성장 매니저들입니다. 우수한 매출, 수익, 현금흐름 성장을 장기적으로 창출할 수있는 잠재성은 주가의 장기적인 초과수익에 반영될 것이라는 믿음으로 우리는 투자 대상 기업을 물색합니다. 따라서 우리는 회사 내 많은 매니저들 중 한 사람으로서, 항상 고객을 위해 명확히 우리의 역할을 정하고 이를 수행하고 있습니다.

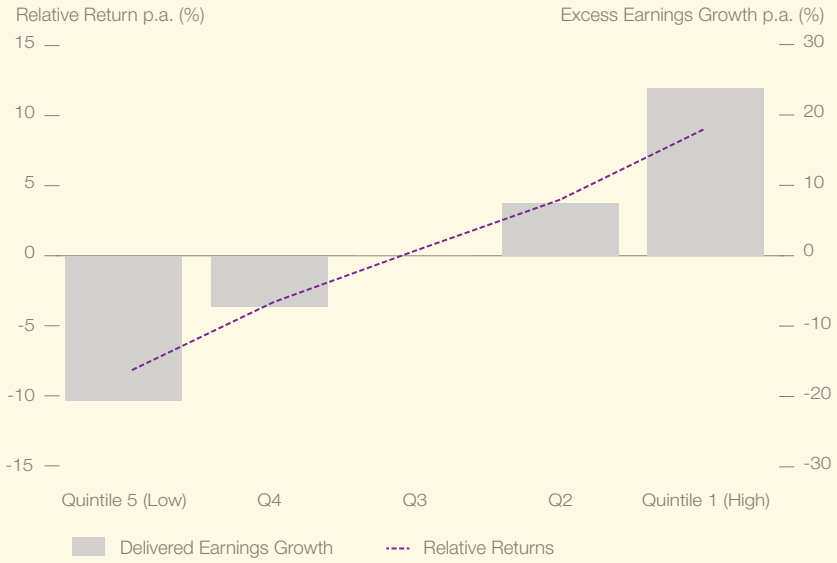
- 우수한 매출, 수익, 현금흐름 성장을 장기적으로 창출할 수있는 잠재성은 주가의 장기적인 초과수익에 반영될 것이라는 믿음으로 우리는 투자 대상 기업을 물색합니다.

왜 성장이 중요한가?

우리의 고객들을 위하여 장기적으로 우수한 수익을 창출할 수 있는 최선의 방법이 성장투자라고 생각하는 이유는 무엇일까요? 간단히 말해서, 회사의 성장 기록에도 반영되듯이, 경제적 성공 또는 실패와 주가 사이에는 연관성이 있습니다. 이것은 우측 그래프에 나타나 있는데, 2016년 4월까지 25년간 전 세계 주식의 달러 기준 수익을 5년 주기로 하여 실현된 수익 성장을 5분위로 나누어 보았습니다.

오른편 축을 보면, 총 기간동안 최상위

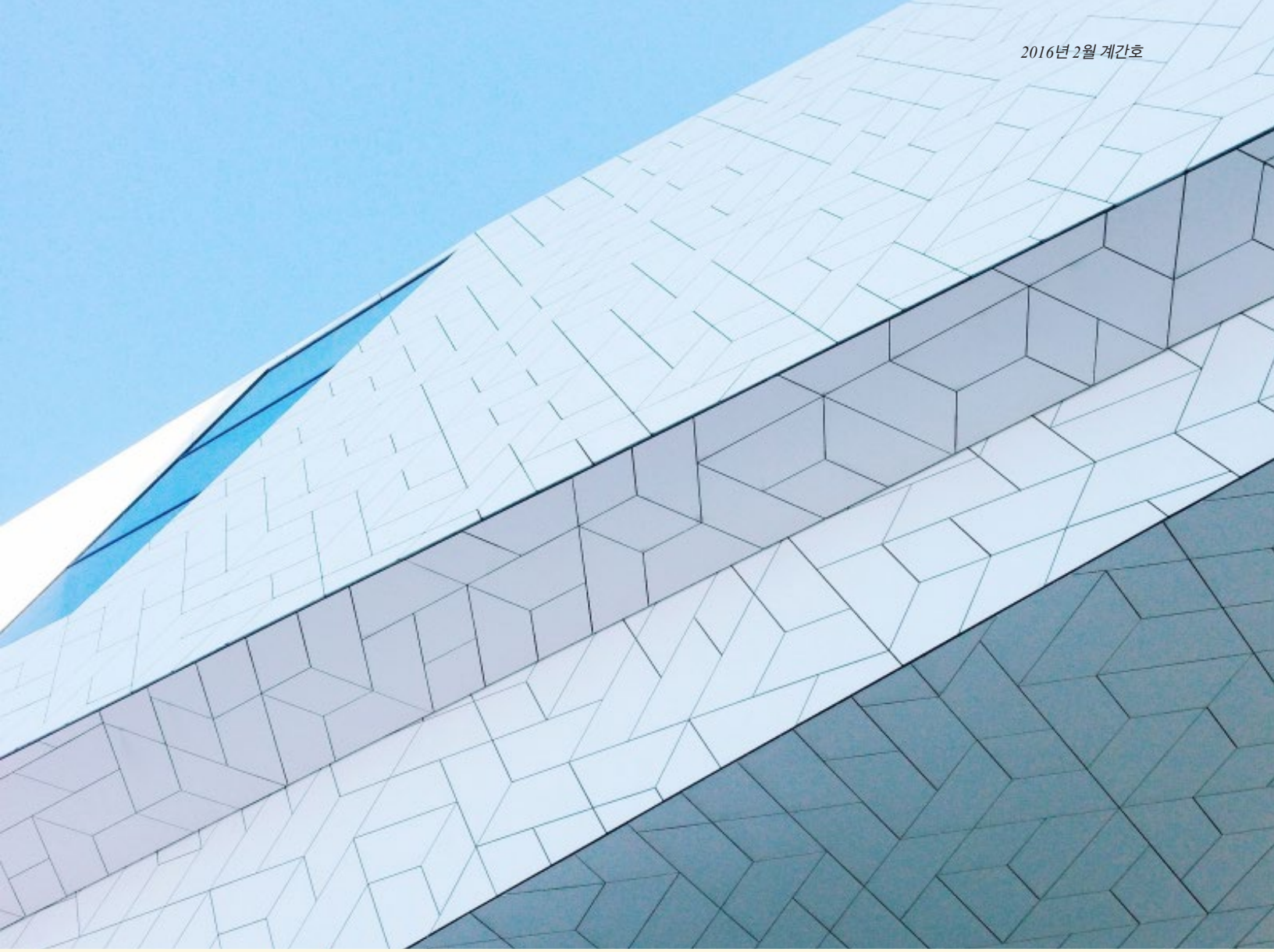
수익 성장 5분위에 대해 산출된 총 수익(중간값)
5년 범위의 기간(1990 - 2016)



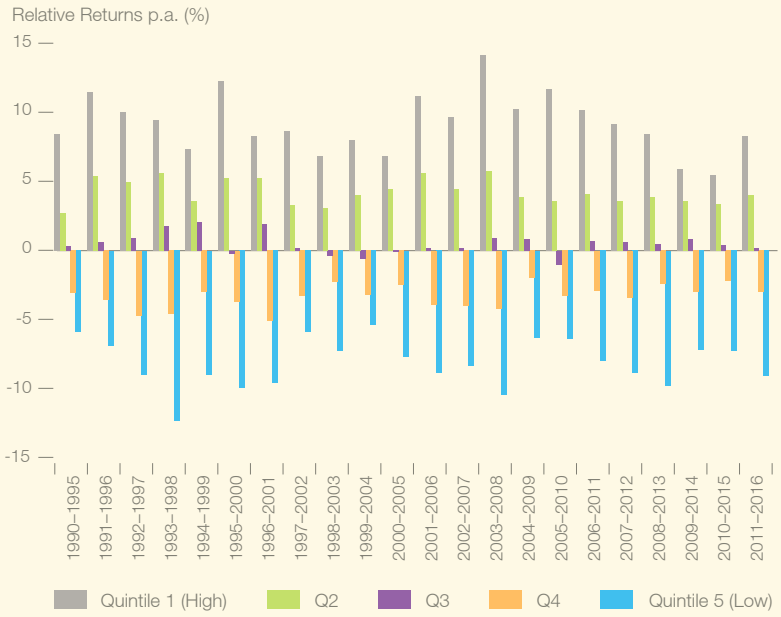
출처: Factset/Worldscope (USD).

5분위 주식들의 이익성장 중간값은 전체주식 대비 연간 24%를 초과한 반면, 최하위 5분위 주식들은 전체주식 대비 중간값으로 연간 21% 의 이익 감소를 나타냈음을 보여줍니다. 점선은 동일한 주식의 상대적 연간 수익률을 보여주고, 왼편 축에서 값을 읽을 수 있습니다. 이 선은 주가 수익률이 산출된 수익 성장을 따른다는 것을 보여줍니다. 중간값으로 최상위 5 분위 주식의 성과는 전체보다 연간 9% 상회한 반면 최하위 5분위 주식의 성과는 전체보다 연간 8% 하회하였습니다. 그리고, 그래프를 왼쪽 아래에서 오른쪽 위로 읽으면, 결과로 산출된 수익에 대한 주가 성과의 관계가 전체 시리즈에 적용됩니다.

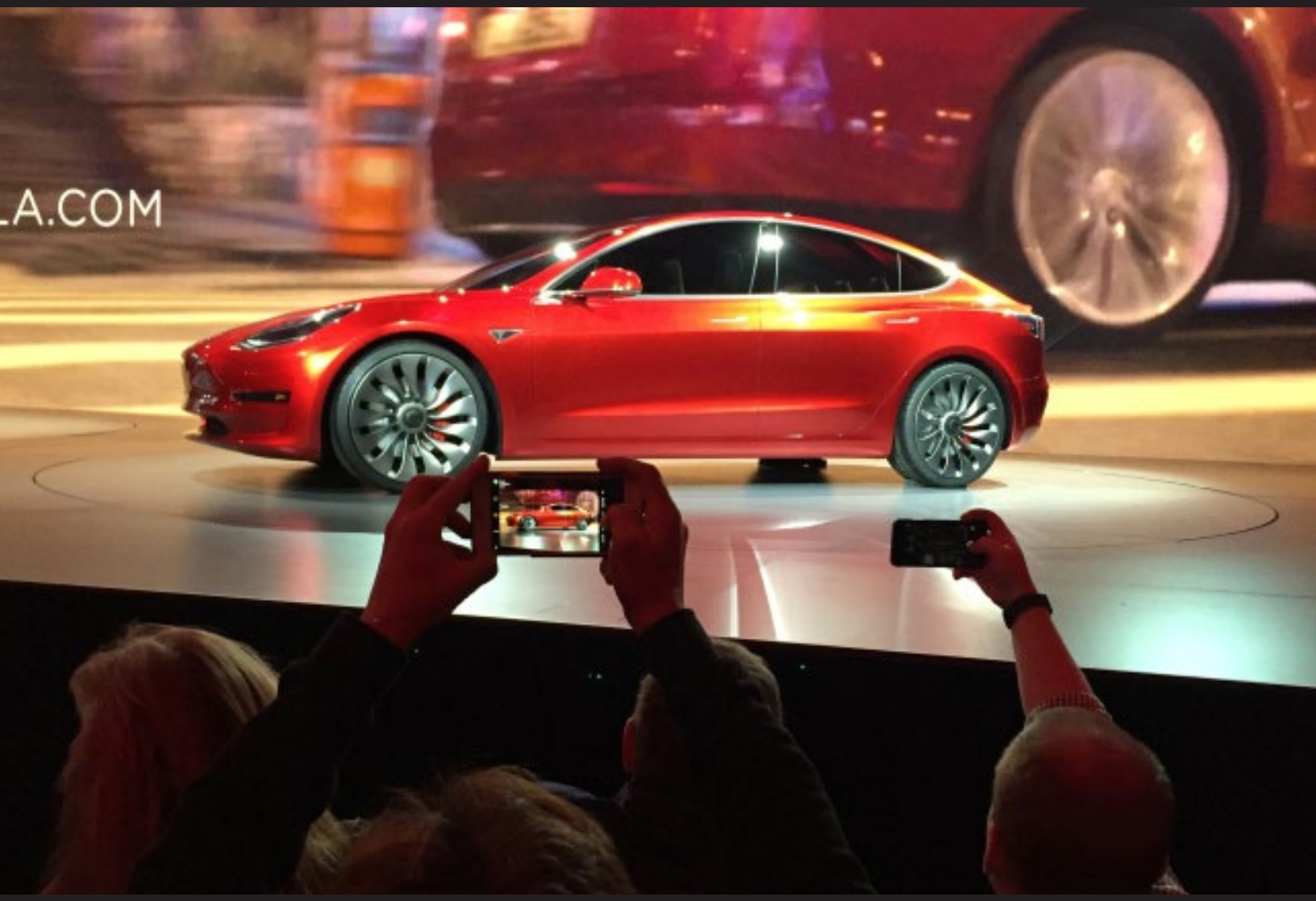
그 뿐만 아니라, 총 기간 동안 이러한 관계에는 변함이 없었고 몇몇의 범위를 벗어난 기간에도 한쪽으로 왜도(skewed) 되지 않았으며, 5년 단위의 기간 동안 수익이 더 낮은 5분위가 최상위 수익 5분위보다 실적이 더 우수했던 때는 찾아볼 수 없었습니다.



수익 성장 5분위와 상대적 수익
5년 범위의 기간



출처: Factset/Worldscope (USD).



투자기회들의 변화하는 모습, 포트폴리오의 진화, 성장투자를 위한 기업 선호도들이 기술변화의 힘과 결합할 때, 수익 성장 기준을 넘어 여러 가지 요소를 고려해야 할 것입니다.

과거와 다른 미래

지금까지 실적이 좋았다고 할지라도, 그것은 이미 지나간 과거일 뿐이고 우리 앞에 있는 투자 기회의 성격은 빠르고 급격히 변화하고 있습니다. 성공한 과거 실적이 미래의 투자 기회를 보장해주는 척도가 될 수 있을까요? 오늘날에는 기술 발전이 끊임없이 진행되고 있고 어디에서든 속도를 체감할 수 있으며, 무수히 많은 생활 영역에 기술 발전이 영향을 미치고 있습니다. 또한 기술 발전은 미래지향적인 기업가 정신과 엄청난 성장 플랫폼들이 결합하여 또다른 성장의 기반을 제공해주고 있습니다. 과거에 성공적이었던 기업들이 미래에도 성공가도를 달릴 것이라는 예측은 언제든 무너질 수 있습니다. Frank Zappa는 "자국의 맥주와 항공사 브랜드를 가지고 있지 않다면 그 나라의 경제적 독립성을 인정할 수 없다"라고 말한 적이 있는데 이는 제조업이나 유형의 서비스를 중시했던, 그리 멀지 않은 과거의 실제 포트폴리오에도 적용되는 얘기였습니다. 그렇지만 이러한 가치관은 옹호하기가 점점 더 어려워지고 있습니다.

또한 벤치마크들은 기술의 발전을 제대로 반영할 수도 없게 되었습니다. 지표로 가장 널리 이용되는 지수들은 새로운 세대의 파괴적인 힘에 취약한 산업과 '블루칩' 주식이 많습니다. 아마존(Amazon) 같은 기업들이 시내 중심가의 전통적 소매점들을 약화시켰다는 것은 이미 철지난 뉴스이고, 그 취약성은 이제 단지 그러한 소매점들을 넘어 그 영향력이 더 확대되고 있습니다. 유전학 지식의 발전 덕분에 더 우수하고 더 정확한 질병 치료법을 개발함으로써 기존 제약사들을 위협하는 혁신적인 신생 기업들이 대거 등장하고 있는데, 이러한 상황에서 대규모 제약회사들은 어떻게 대응하고 있을까요? 최신 기술을 이용하여 더 빠르게 변하고 있으며 전통적 비용 구조로부터 자유로운 '핀테크' 기업들이 탄생하고 있는 상황에서, 금융 산업 부문은 더욱 심해지는 경쟁에 어떻게 대처하고 있을까요? 계속 하락하고 있는 대체 에너지 비용이 석유와 가스 거대기업의 몰락을 불러올까요? 테슬라(Tesla) 사의 'Model 3' 전기차가 발표된 후 일주일 만에 325,000대 예약 주문이 있었는데 이럴 때, 내연 엔진에 투자한 수십억 달러는 무슨 의미가 있을까요?

Baillie Gifford는 위에 언급한 변화들을 고려하여 당사가 관리하는 포트폴리오에서 많든 적든 간에 신생 기업들로 눈을 돌렸고 그러한 기업들은 비교적 미숙한 이익 프로필을 가졌지만 상당히 인상적인 매출 성장을 가져다 주었습니다. 우리는 최근 몇 년간, 과거에 성공적이었지만 성장 전망이 점점 약해지고 있는 주식들을 모두 매도하고 미숙하지만 구 체제에 도전하며 빠르게 성장하는 기업들에 재투자하였습니다. 5년 전에는 여행사, 오프라인 소매업 브랜드 및 담배 제조회사와 같은 주식이 상당한 비율을 차지하는 포트폴리오를 찾기가 어렵지 않았습니다. 그러나 그 후로 그런 보유주식을 대부분 매각하여 그 자금을 전자 상거래 혁명, 칩 설계사, 온라인 소매 브랜드 및 바이오테크 주식의 선두에 있는 기업들에 재투자하였습니다.

이런 파괴적 힘을 가진 신생 기업들의 결정적 특징은 사업 모델의 성격상 비교적 소자본을 요구하기 때문에 성장과 수익성이 매력적으로 혼합되어 있다는 것입니다. 값싼 컴퓨터 사용이 어디서나 가능하고 클라우드를 이용할 수 있어 이전보다 더 낮은 비용으로 성장을 달성할 수 있고, 특정 온라인 기업의 "네트워크 효과"는 수익을 빠르게 끌어올릴 수 있습니다. 그리고, 중요한 것은, 이런 기업들 대부분은 단기적인 이득을 단념하더라도, 장기적인 사업에 투자하기 위하여 현금흐름을 기꺼이 사용합니다.

투자기회들이 변화하는 모습, 포트폴리오의 진화, 성장투자를 위한 기업 선호도들이 기술변화의 힘과 결합할 때, 위에서 설명한 수익 성장 기준을 넘어 여러 가지 요소를 고려해야 할 것입니다.

이번 2016년 3월 21일 자료 사진에서 테슬라 사는 캘리포니아주 호손시에 있는 테슬라 모터스 디자인 스튜디오에서 더 저렴한 신차 'Model 3' 세단을 발표했습니다. 한 주 미만의 기간 동안 276,000명 이상의 사람들이 테슬라 Model 3를 사전주문했습니다. 200 마일을 더 달릴 수 있는 $35,000짜리 전기차가 마침내 대중에게 전기차 시대를 앞당긴 것일까요? 아니면 이것이 테슬라 현상일까요?

© AP Photo/Justin Pritchard.

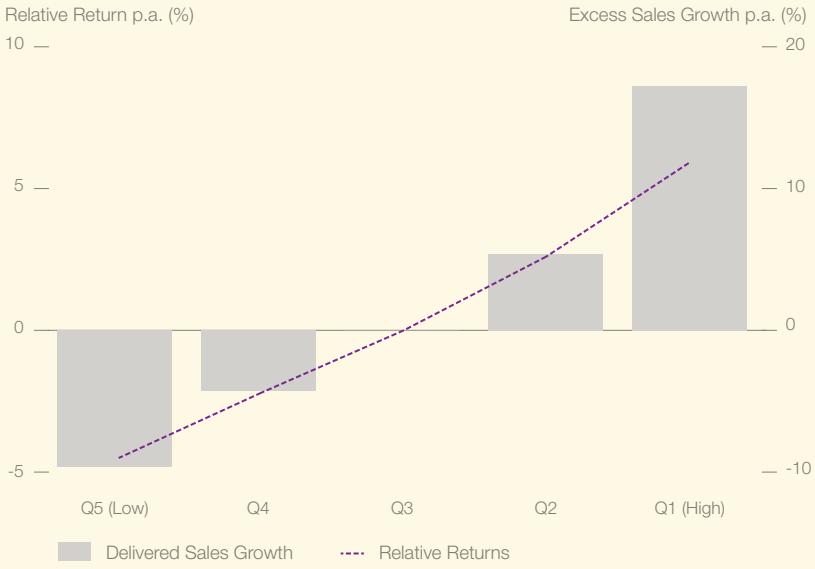
수익은 물론 매출까지

당사의 많은 포트폴리오들에서, 가장 두드러진 스타일 중 하나는 지수에 비례한 매출 성장이며 수익뿐만 아니라 매출에 관한 생각이 탁월한 성장과 초과실적 사이의 연관성을 높여줍니다. 위에서 수익 분석에 사용된 동일한 주식과 기간을 고려하면서 P&L의 제일 윗부분까지 가보겠습니다. 오른쪽 도표는 수익 분석과 동일한 데이터를 표시한 것이지만, 매출을 수익 대신으로 사용한 것입니다.

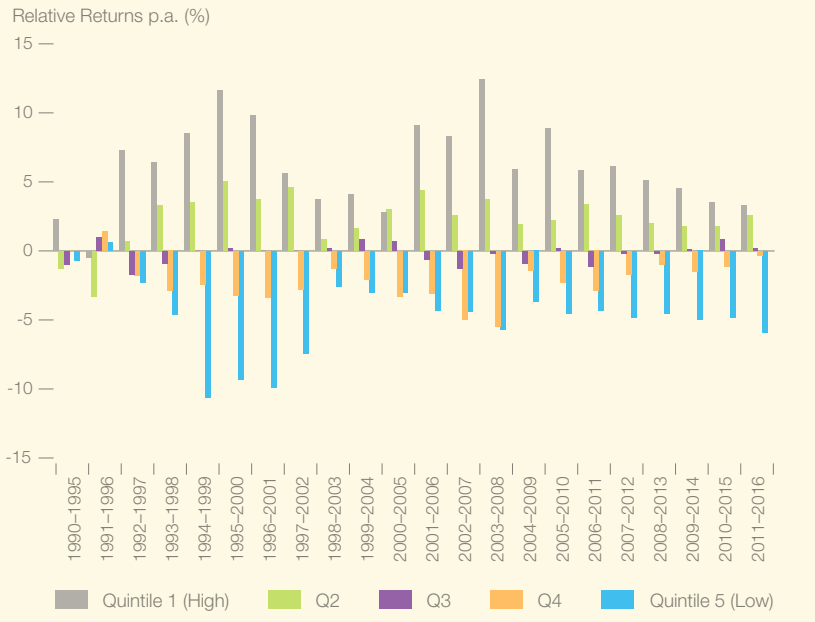
마찬가지로 확고하고 일관된 패턴이 나타납니다. 최상위 5분위 기업들은 유니버스 전체보다 중간값으로 연 17%의 매출 성장을 달성했고 또한, 이 기업들의 주식 중간값 성과는 전체 대비 연 6% 상회한 반면, 최하위 5분위 기업들은 매출이 전체에 비해 중간값으로 연 10% 감소했으며 주가는 중간값으로 연 5% 하회하였습니다.

그리고 수익 분석과 마찬가지로 기간이 길수록 그 관계는 더욱 안정적입니다. 1년 주기 기간에는 불가피하게 임의의 요소가 포함되는 반면, 5년 주기 기간에는 21번의 기간 중 단 2번의 기간에만 예외적으로 하위 5분위 그룹이 상위 5분위보다 더 나은 결과를 내고 있습니다.

매출성장 5분위에 대해 산출된 총 매출(중간값)
5년 범위의 기간(1990 - 2016)



매출 성장 5분위와 상대 수익률
5년 범위의 기간



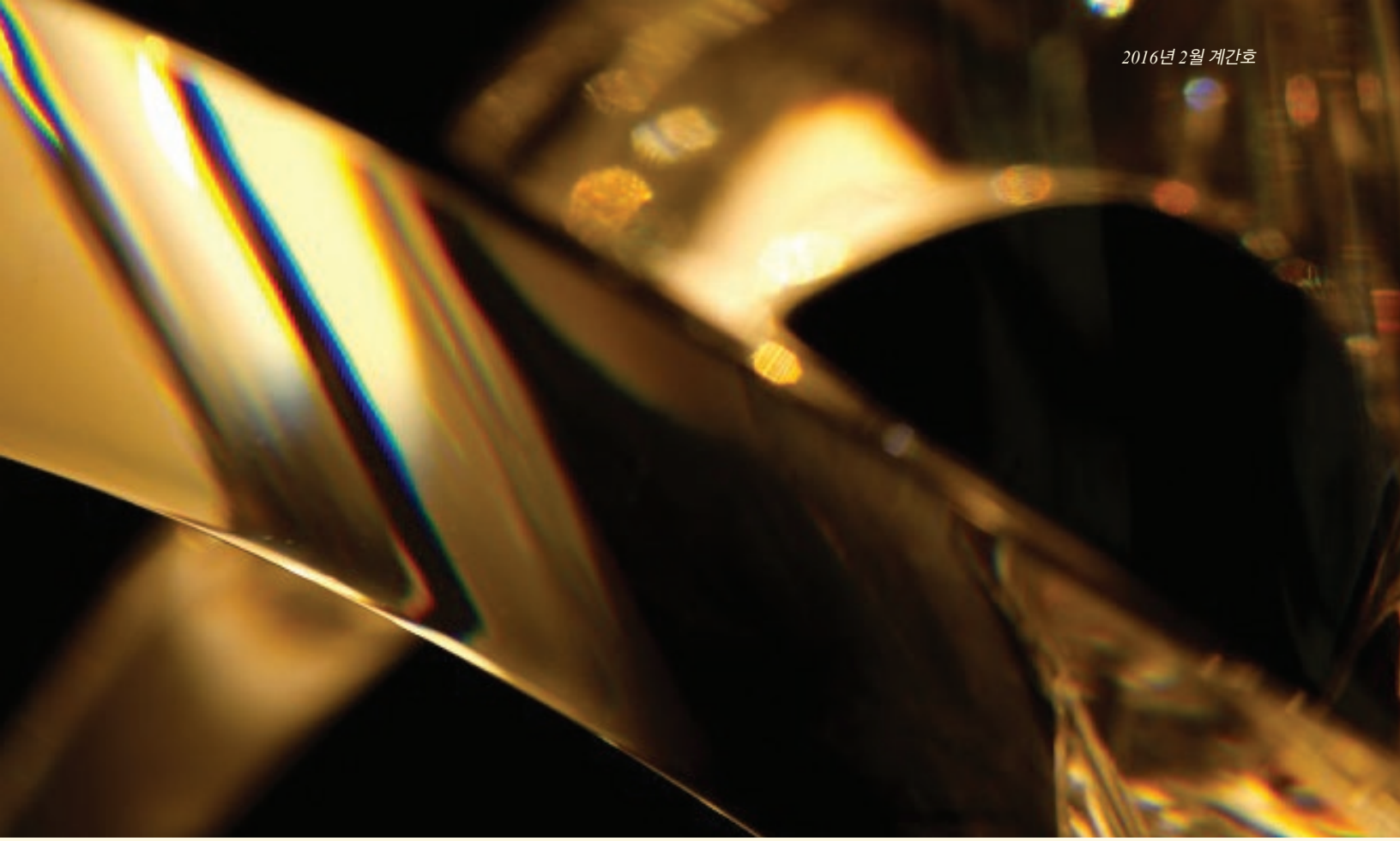
출처: Factset/Worldscope (USD).

– 마찬가지로 확고하고
일관된 패턴이 나타납니다.

인내와 이익의 비대칭

인내하고 기다리는 것이 가장 중요합니다. 수익 성장과 상대적 성과, 그리고 매출 성장과 상대적 성과 사이의 관계는 5년 주기에서는 탄탄하지만, 그 보다 짧은 주기에서는 설득력이 떨어집니다. 기간이 길어질수록 이러한 현상은 더욱 두드러집니다. 시장에 떠도는 여러 가지 잡음을 감안할 때, 그다지 놀라운 부분도 아니며, 단기간에 기업이나 포트폴리오 성과를 평가한다는 것은 의미가 없다는 것이 더 확실해집니다. 본질적으로, 결국 주식시장이 단기적으로는 투표 집계기 역할을 하지만 장기적으로는 저울의 역할을 한다는 자주 인용되는 Ben Graham의 말로 요약됩니다.

주주로서 여러분은 주식을 다년간 보유하면서 투자판단이 틀린 것 처럼 보일때도 있을 것임을 받아들일 준비가 되어 있다면 성장의 실질적 이득을 누릴 수 있을 것입니다. 우리는 기업들이 계획을 전개시킬 시간을 주고, 필요하면 기업과 교류를 하면서 어려운 시기를 헤쳐갈 수 있도록 지원해야 합니다. 물론 말보다 실천이 더 어렵겠지만, 여러분이 내리는 결정의 다수가 반드시 옳을 수만은 없기 때문이기도 합니다. 주식시장 투자의 비대칭이란, 시장이 불리하게 움직일 때 손실을 볼 수 있는 최대치는 투자금 1배이지만, 유리하게 움직일 때 이익은 초기투자금보다 몇 배는 상승할 수 있다는 것을 말합니다. 즉, 한 두개 정도의 장기적 우수 종목의 이득이 모든 투자매니저들이 어쩔 수 없이 하게 되는 실수를 보상하고도 남을 것이라는 의미입니다. 우리는 지나치게 명확하고 예상대로 결점이 있는 단기적 금융 전망에 빠져들기보다는 폭넓고 장기적인 잠재성의 맥락에서 주식에 대해 생각합니다. 특히 '엄청난 상승 잠재력'이 가지는 긍정적 시나리오를 우리의



분석에 포함하고, 주식이 생각처럼 잘 풀리지 않을 때도 걱정하거나 탓하지 않으면서 스스로 이런 우수 종목들을 찾아낼 수 있습니다.

비대칭이란 여러분의 우수 종목들을 운영하는 것을 의미하기도 하는데, 펀드 매니저들은 가끔 실적이 좋은 주식에서 이익 실현을 하고 싶은 유혹을 받고("이윤을 취하는 것이 결코 잘못된 것은 아니다"라는 시장에 대한 상투적 표현이 있듯이), 마찬가지로 고객들은 보통 평균 회귀현상에 근거하여 실적이 좋았던 매니저로부터 수익 배분을 받고 싶은 마음이 들 수 있지만, 이런 방식을 취한다면 당연히 비대칭의 이득을 포기하는 것입니다. 우수한 수익을 냈고 지속적으로 수익을 낼 구조가 갖춰져 있다고 생각되는 주식이나 투자 매니저를 찾는다면, 왜 노출을 줄이면서 포트폴리오를 희석시키고 싶어하겠습니까?

그런데, 이것은 투자자들과 고객이 성장 대 가치 벤치마크의 변동을 무시한다는 의미이기도 합니다. 스타일 인덱스들은 그 구조의 측면에서 결점이 있고, 구성의 측면에서 순환적이고 회전율이 높은 편입니다. 아시다시피, 성장과 가치 매니저들간의 구분이 흐려질 수도 있습니다. 때때로 잘 알려진 미국 대형 가치 투자 펀드들의 절반 이상에서 보유종목 상위 10위 안에 인덱스 제공자들이 성장주로 분류한 주식들이 포함되어 있는 것을 흔히 볼 수 있습니다. 따라서 성장 인덱스가 가치인덱스의 성과를 앞지르거나 또는 반대로 가치가 성장의 성과를 앞지르더라도 그대로 받아들이지 않아야 합니다. 또한 가치든 성장이든 어느 것이 더 나으며, 이 인덱스들 중 하나를 상대로 평가된 매니저들의 장점에 대해 지나치게 많은 판단을 하지 마십시오. 명확한 철학과 준칙을 갖춘 매니저를 선택하는 것이 훨씬 더 의미있는 결정입니다.

© Michael Melford/National Geographic Creative.

요약

우리는 기업의 장기적 경제 성과와 장기적 주가 실적 사이에 강한 연관성이 있다고 생각합니다. 위의 분석은 최고의 수익 성장을 이룬 주식들이 최고의 주가 실적을 창출했다는 것을 보여줍니다. 그리고, 급변하는 기술 발전이 기회를 만들고, 서로 다른 재무적 특징을 가진 다양한 주식 포트폴리오에 투자할 수 있는 복잡한 세계 속에서도, 이러한 원리는 적용해야 하는 단순하고도 명쾌한 원리입니다.

이 모든 것의 근본은 주식 선정은 단순하게 이루어져야 하며, 그 과정에 방해가 되는 다양한 압박과 이해충돌 문제를 헤쳐 나가는 것이 우리가 할 일입니다. 유명한 미국의 포크송 가수 피트 시거 (Pete Seeeger)의 말처럼, "어떤 바보든 일을 복잡하게 만들기는 쉽다; 하지만 천재라야 일을 단순하게 만들 수 있다." 저는 Baillie Gifford의 어느 누구도 천재가 되기를 요구하고 싶지 않습니다. 다만, 우리는 성장 투자야말로 훌륭한 수익을 창출하는 가장 최고의 플랫폼을 제공한다는 믿음은 확실합니다. 물론, 우리의 고객에게 실질적인 가치는 주가에 실현되기 전에 성장주를 제대로 찾아내는 것이고, 투자매니저로서 우리가 해야 할 '일'은 제대로 된 주식을 찾는 것입니다. 그 일을 어떻게 해내느냐가 또 다른 글의 주제가 될 것입니다.

세상에 대한 호기심

www.bailliegifford.com

Calton Square, 1 Greenside Row, Edinburgh EH1 3AN
전화 +44 (0)131 275 2000

Copyright © Baillie Gifford & Co 2015.