

Looking back going forward

LONG TERM GLOBAL GROWTH 2021년 4월



본 보고서는 개인고객용이 아닌 전문투자자용으로 작성되었으며 그 이외의 용도로 사용하여서는 안됩니다.

리스크 요인

본 보고서에 게재된 의견은 LTGG 팀의 견해이며 특정 주식을 매입, 매도, 보유할 것을 권고하거나 추천하는 것이 아님을 주지하시기 바랍니다. 이러한 의견은 개인의 견해를 바탕으로 하며, 사실의 진술이 아닐 수 있고, 따라서 이를 바탕으로 투자결정을 내려서는 안됩니다.

본 보고서는 2021년 3월 작성 및 승인된 이후 업데이트를 거치지 않았습니다. 작성 당시의 관점을 대변하며 현재의 의견을 반영하지 않을 수 있습니다.

투자이익 및 손실 가능성

모든 투자 전략은 잠재적으로 이익과 손실의 가능성을 지니고 있고, 귀사 또는 귀사 고객의 자산 손실로 이어질 수 있습니다. 과거의 실적이 반드시 미래의 수익률을 보장하는 것은 아닙니다.

종목 예시

본 보고서에 게재된 종목 예시 및 이미지는 특정 주식의 매매를 권장하거나 미래의 수익성을 나타내기 위한 의도로 사용되지 않았습니다. 해당 종목이 앞으로 당사의 포트폴리오에서 어떤 결과를 만들어낼지 알 수 없습니다. 모든 개별 종목은 전체 포트폴리오를 대변하는 일부일 뿐이며 오로지 당사의 투자방식에 대한 설명을 돕기 위해 선택되었습니다.

본 보고서는 상품투자에 독립적이지 않은 관계자가 작성했을 수 있고, 따라서 독립적 조사에 대해 제공되는 보호 조치를 받지 못할 수 있습니다. 다만 본 보고서는 금융서비스법(FinSA) 제68조에 따라 광고로 분류됩니다. Baillie Gifford와 직원이 관련 투자 거래에 관여했을 수 있습니다.

별도의 언급이 없는 한 모든 정보는 Baillie Gifford & Co 가 제공하는 최신 정보입니다.

본 보고서의 모든 이미지는 오직 설명을 돕기 위해 삽입되었음을 밝힙니다.

이번 호에서는:

Looking Back Going Forward 최신희 독자 여러분을 환영합니다.

올해 초 저희 LTGG 팀은 지난 12개월을 되돌아보는 웨비나를 개최했습니다. 지난 해는 당사는 물론, 저희의 투자 대상인 혁신 기업에게도 특별한 한 해였습니다. 이번 호 첫 부분은 이에 대한 요약이 주된 내용이며, 포트폴리오의 성장 측면에서 최근의 사건이 의미하는 바를 설명합니다.

25년 전 Bill Gates는 “우리는 언제나 2년 후 일어날 변화는 과대평가하고, 10년 후 나타날 변화는 과소평가한다”고 말했습니다. 지금도 특별한 변화가 일어나고 있는 시기일 수 있으나, 틀림없이 향후 10년간 더욱 엄청난 변화가 이어질 것입니다. 이번 호에서는 앞으로 거대한 변화가 예상되는 분야들을 면밀히 살펴봅니다.

‘진보를 추적하다’는 다양한 백신의 신속한 개발이 지난 10년간 이루어진 혁신과 진보, 그리고 그에 따른 혁신적 치료법의 등장을 설명하는 하나의 사례일 뿐이라는 것을 다루고 있습니다. 또한 LTGG 팀이 헬스케어 투자를 통하여 얻은 교훈과, 새로운 투자 기회에 대해 이야기합니다.

변화를 논하면서 LTGG 팀이 8년간 Tesla에 투자한 이야기를 빼놓을 수 없죠. 여러 측면에서 ‘드라마틱’하다는 말에 걸맞은 투자였습니다. 드라마틱한 헤드라인을 장식하며 드라마틱하게 개선된 경영 성과와 드라마틱한 투자수익을 선보였습니다. ‘선두에 서다’에서는 2013년부터 이어진 Tesla와의 역사를 돌아보고 ‘매도 원칙’에 대한 논의를 ‘보유 원칙’으로 재구성할지 고민해 보았습니다.

‘현실 세계’의 변화와 별개로 금융시장에서는 구조적인 변화가 진행중입니다. 빠르게 성장하는 비상장 기업이 자본에 접근하는 방식이 달라지고 있습니다. Baillie Gifford는 10년 가까이 비상장 기업들에 투자하며 고객들에게 흥미로운 기회를 제공하고 있습니다.

마지막 글에서는 2020년 4월 호에 게재된 ‘소노라 사막에서 얻은 교훈(Lessons from the Sonoran Desert)’에 대한 업데이트를 제시합니다. 이를 통해 저희는 아웃라이어 기업의 공통적인 특징을 탐색하였고, 과연 LTGG 포트폴리오가 이에 부합하는지 알아보았습니다.

이번 호도 즐겁게 읽으시기 바라며, 피드백은 언제든지 환영합니다. 또한 당사 Long Term Global Growth 팀의 의견을 더 듣고 싶으시다면 ltgg.bailliegifford.com를 방문해주세요.

목차

02 비범한 한 해를 돌아보다

2020년을 보내며: 달라진 것과 달라지지 않은 것

10 진보를 추적하다

코로나 백신이 보여준 의학 분야의 새로운 모멘텀

18 선두에 서다

LTGG의 오랜 Tesla 투자 여정

30 비상장 기업의 기회

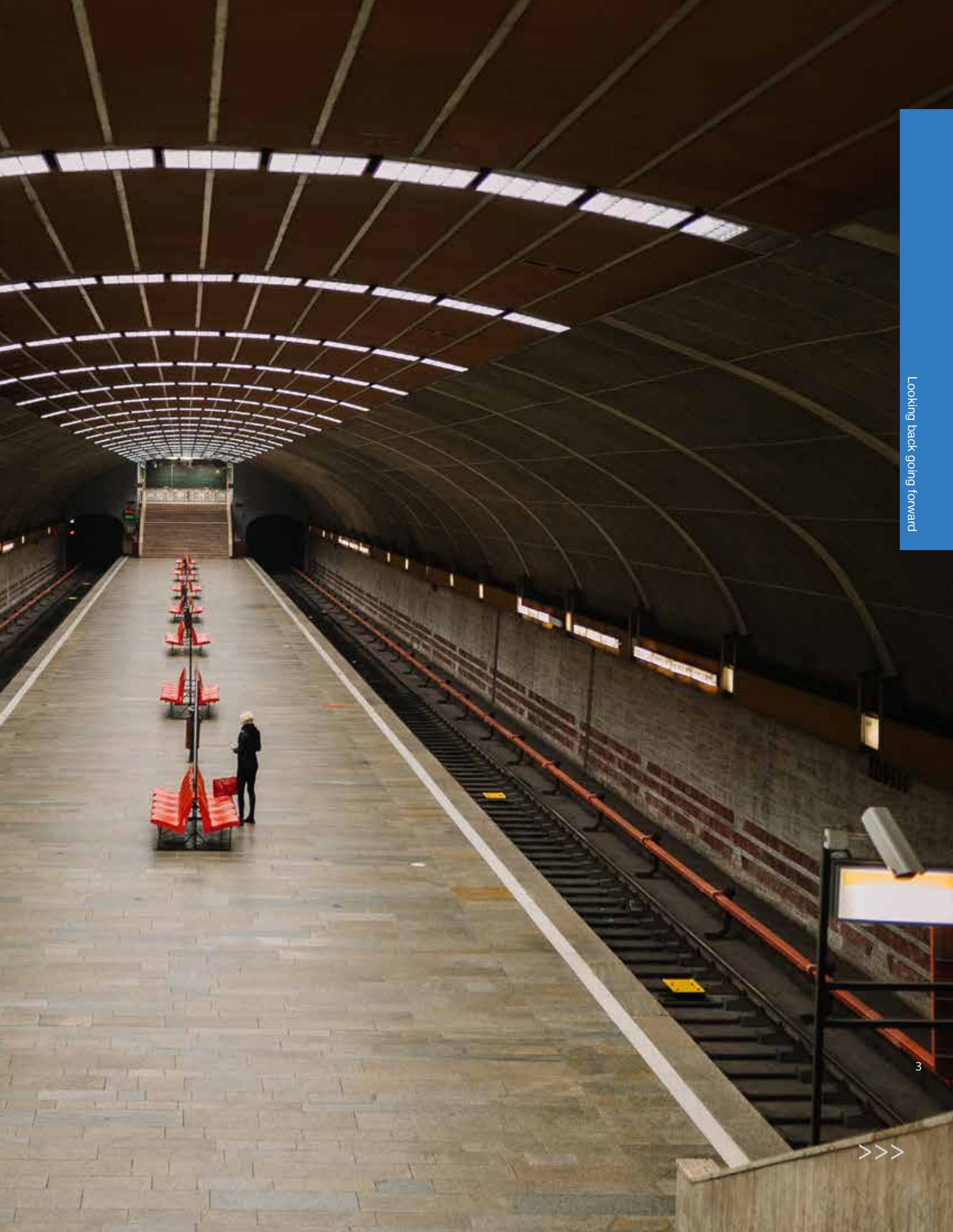
주식시장의 변화를 통해 보는 흥미로운 전망

40 아웃라이어 해부학

한눈에 보는 스타 기업들의 공통점

비범한 한 해를 돌아보다

되돌아보는 웨비나를 통해 전세계를 휩쓴 팬데믹이 초래한 변화가
미래에는 어떤 영향을 미칠지 고민해 보았습니다.







수십년을
득세했던 논리는
베를린 장벽과 함께
하루 아침에 무너졌습니다.

얼마전만 해도 투자운용역이 평생 경험할 수 있는 거대 사건은 많아야 두 번이라고 하곤 했습니다. 그런데 Mark Urquhart의 지난 25년은 전혀 달랐습니다. 그는 아시아 외환위기, 닷컴 붐과, 2008년 금융위기, 유럽의 재정위기에 이어 브렉시트까지 겪었습니다.

그리고 코로나까지 닥쳤죠. 코로나 바이러스가 촉발한 위기는 우리가 알던 전문가들의 허를 찌르는 동시에 투자 규범에 대한 재논의를 야기했습니다. 이에 Mark는 지난 2월 고객을 대상으로 개최된 웨비나 '비범한 한 해를 돌아보다'에서 이러한 변화가 향후 10년간 실제 성장에 어떤 파장을 미칠 것인지 설명하였습니다.

그는 현재를 옥스퍼드 대학교에 재학 중이던 1989년, 소련 공산체제가 무너지기 시작할 무렵과 비교했습니다. 수십년을 득세했던 논리는 베를린 장벽과 함께 하루 아침에 무너졌습니다. 대학이라는 울타리 안에서 소련을 연구하던 학자들은 당황했습니다. 그들은 눈 앞에 닥친 변화를 놓치고 말았습니다.

“정치학, 철학, 경제학 수업을 듣던 첫 학기, 동유럽에서는 마치 도미노가 쓰러지듯 연이어 혁명이 일어났고, 이는 소비에트 연방 자체의 붕괴로 이어졌습니다. 이 때 저는 눈에 보이지 않는 것을 예측해야 한다는 것, 어떤 사건이든 걸잡을 수 없이 빠르게 발생할 수 있다는 것을 배웠습니다.”

과거 제가 그랬듯, LTGG팀도 코로나 바이러스가 가정과 경제, 시장을 뒤엎기까지의 속도를 보며 교훈을 얻었습니다. 구조적인 성장에서 혁신 기업이 하는 역할과 그러한 성장이 가치평가에 미치는 영향을 통해서도 중요한 것을 배웠습니다. 그리고 LTGG는 이러한 깨달음을 중심으로 2030년과 그 이후를 위한 포트폴리오를 구성합니다.

지금과 같이 많은 산업과 분야들이 격변에 접어드는 시기는 없었다고 말합니다. “이제 극장에 가서 특정 시간대에 상영하는 고작 8~10편의 영화 중 하나를 고르고, 팝콘이나 던지고 노는 시끄러운 관객들 옆에 앉아 영화를 보는 건 저주나 다름없어졌죠. 식품산업이나 헬스케어 등 다른 산업도 마찬가지입니다. 마치 돌아갈 수 없는 강을 건넌 듯 보입니다. 평균(예전으로의) 회귀는 일어나지 않을 것입니다.”

포트폴리오의 턴오버 비율이 다소 상승한 것에 대해 묻자 그는 이렇게 답했습니다. “코로나 사태는 과거의 위기와는 다릅니다. 과거에는 기존 종목을 계속 보유하는 것을 용단으로 여겼기 때문에 위기의 시기에도 턴오버가 매우 낮았습니다.”

“그런데 이번에는 제대로 업무를 수행하기 위해서는 거대한 변화를 인식해야 한다고 느끼고 있습니다. 일부 기업의 경우 관련 시장이 당사의 사고방식과 궤를 같이 하게 되었다고 느껴집니다. 그리고 그러한 시장에서 자본의 재순환이 일어납니다. 그 이면에는 이러한 기업들 그리고 세상을 바꿀 이들의 능력에 대한 당사의 기대감이 있습니다.”

한편 Gemma Barkhuizen는 팬데믹을 계기로 미래를 위해 끊임없이 스스로를 각성하는 혁신적 성장기업이 어떻게 현재에 안주하는 기존 기업과 격차를 벌리고 있는지 설명했습니다. 이 안일함 때문에 기존 기업들은 2020년 위기에 극도로 취약한 모습을 보여줬죠. 그러면서 그녀는 이번 위기를 거치며 엄청난 인기를 얻게 된 혁신 기업의 사례를 제시했습니다.

“Zoom을 보면 1년전만 해도 상대적으로 비주류였던 기술이 아주 짧은 사이 필수적인 업무 인프라가 되었습니다.” 또한 그녀는 화석연료에서 벗어나 재생에너지와 전기자동차(EV)로 나아가는 확연한 분기점(tipping point)에도 주목하였습니다. Tesla도 이러한 인식 변화의 수혜기업 중 하나이죠.

또 가치평가의 문제에 대해서도 다음과 같이 설명했습니다. “저희는 가치평가 시 기업의 장기적 수익성을 봅니다. 올해 또는 내년의 이익은 기업의 전체 가치 중 아주 사소한 일부에 불과하기 때문에 그러한 단기 성과에 연연하지 않습니다.”

“그러한 맥락에서 한 기업의 내년도 현금, 순이익 또는 매출에 대한 멀티플을 추정할 때 저희는 ‘이 수준의 멀티플이 이미 더 이상의 성장은 어렵고 따라서 미래 수익성에 대한 과도한 확대 추정이 필요하다는 뜻인지’ 자문합니다.”

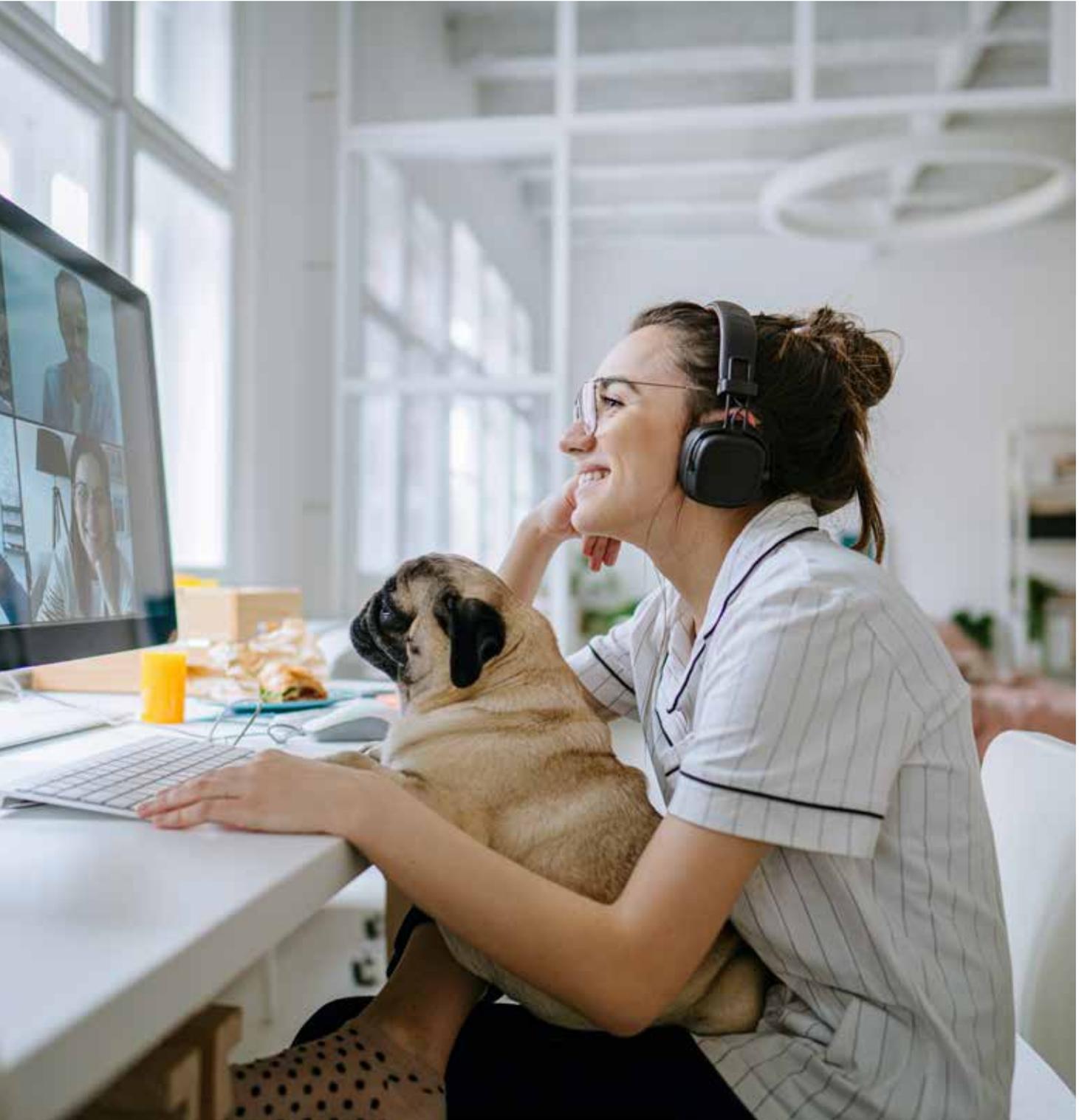
“그렇지 않은 경우에는 Amazon이나 Tesla에 적용했듯이, 비중을 축소합니다. 높은 멀티플 그 자체에 집착하는 것은 이치에 맞지 않는다고 생각합니다. 손에 꼽히는 몇몇 기업이 주식시장의 성과를 불균형적으로 독식하는 주식 수익률의

“Zoom을 보면 1년전만 해도 상대적으로 비주류였던 기술이 아주 짧은 사이 필수적인 업무 인프라가 되었습니다.”

구조를 고려하면 이는 꽤 타당한 접근법입니다. 현재 추정되는 멀티플은 높지만 결국 성과는 좋지 못할 종목을 보유하는 것보다는 현재의 멀티플이 너무 높아서 그 가치가 10배로 될 종목을 매입하지 않는 것이 훨씬 더 빠아픈 실수이겠지요.”

LTGG 팀은 지난해 LTGG 포트폴리오가 견고한 실적을 낸 이후 기존 투자를 일부 정리하고 8개 신규 종목에 재투자하였습니다. 이들 신규 종목은 비디오 스트리밍과 디지털 결제에서부터 미국의 식물성 단백질 선구자인 Beyond Meat 등 식품의 미래를 새롭게 상상하는 혁신기업에 이르기까지 다양합니다. 유전자 시퀀싱과 머신러닝을 결합하는 능력을 바탕으로 코로나 백신을 개발하여 승인받은 헬스케어 기업 Moderna도 그 중 하나입니다. Gemma Barkhuizen는 Moderna는 “독특한 치료 플랫폼 형식의 백신 기술과 비즈니스 모델의 확장성을 갖추고 있어 생명공학보다는 소프트웨어 기업에 가깝다”고 말합니다.







LTGG · 비범한 한 해를 돌아보다

“Baillie Gifford의 장기적, 우호적 투자 스타일 덕분에 중국 기업의 경영진에도 쉽게 접근할 수 있다고 생각합니다.”

Linda Lin은 상하이 사무실에서 웨비나에 참석해 LTGG 팀이 생각하는 중국의 미래 성장에 대한 견해를 밝혔습니다. 현재 LTGG 포트폴리오의 30%를 중국 기업이 차지하고 있고, 이는 2014년의 12% 대비 상승한 수치입니다. Linda는 향후 10년을 이끌 중국의 성장기업에 대해 설명하면서 소비자 및 생산자를 직접 연결하는 ‘소셜 커머스’ 기업 Pinduoduo의 약진을 강조했습니다. Pinduoduo는 변두리 도시의 소비 증가 트렌드에 힘입어 성장하고 있습니다. 그녀는 EV 배터리를 생산하는 CATL 등 신에너지 기업과 Agora 등 새로운 인프라와 5G 네트워크, 차세대 클라우드에 집중하는 기업, 암 연구기관인 BeiGene 등 헬스케어 기업도 예로 들었습니다. 그 중 BeiGene는 상대적으로 최근에 포트폴리오에 편입되었습니다.

중국시장에 주목하는 이러한 접근방식에서는 이커머스 공룡 Alibaba와 음식배달업계의 리더 Meituan 등 중국의 선도기업 창립자에 귀를 기울이는 것이 중요합니다. Linda는 “그들은 중국 경제를 탈바꿈할 선견지명을 갖췄다”고 설명합니다. 저희가 새롭게 만나게 되는 기업 중 절반 가량은 기존의 피투자기업을 통해 소개를 받습니다. “Baillie Gifford의 장기적, 우호적 투자 스타일 덕분에 중국 기업의 경영진에도 쉽게 접근할 수 있다고 생각합니다.”

나아가 Alibaba와 그 금융계열사 Ant Group과 중국 규제 당국간 벌어지는 신경전에 관련해서는, 중국 경제에서 Alibaba가 차지하는 중요성에 대해 생각해볼 필요가 있다고 말했습니다.

“Alibaba는 중국 내에서 1억 개 이상의 일자리를 직간접적으로 제공하고 있고, 소비개선을 통해 1조 달러의 총 시장가치 창출에 기여합니다. 규제에는 기복이 있기 마련이지만 Alibaba는 중국 정부와 20년간 대화를 이어온 기업이죠. 독과점법 관련 이슈가 제기되고 있지만, 저희는 Alibaba 경영진을 신뢰하고 이들이 근래 발생한

잡음을 결국 극복할 수 있을 것임을 잘 압니다. 여전히 Alibaba가 큰 기회를 가지고 있다고 믿습니다.

“Alibaba는 단순한 이커머스 기업이 아닙니다. 클라우드에서 결제 시스템, 헬스케어에서 소비까지 중국의 디지털 경제를 조성하고 있는 기업이죠. 지난주에는 회사의 CEO, CFO와 통화를 했습니다. 저희처럼 이들과 직접 이야기를 하고 규제당국과의 논의 과정에 대해 들을 수 있었던 투자자가 많지 않았을 것으로 판단됩니다. 이번 대화를 통해 저희는 Alibaba가 정부로부터 독과점 문제에 대해 긍정적인 피드백을 받았고, 당국이 온라인 산업의 건전화에 피하고 있을 뿐 Alibaba만을 공격하는 것이 아니라는 결론에 도달했습니다.”

웨비나를 마무리하며 Mark Urquhart는 과거 위기가 초래한 또다른 거대 변화를 제시했는데, 위기 이후 세계는 환경, 사회, 거버넌스(ESG)에 더 많이 주목하게 되었고, 자산운용사는 수익성이 있으면서도 지속가능성과 책임감을 갖춘 기업을 찾아야 할 의무가 커졌다는 점입니다. 그는 이제 운용사도 좀더 적극적으로 ESG 목표를 우선시해야 한다고 경고했습니다. “점점 더 많은 고객들이 ESG 요인에 대한 평가를 가장 중요하게 여기고 투자를 결정할 것이니까요.”

2020년은 불확실성이 큰 축을 이뤘지만, 파괴적 혁신이 수익으로 이어진 해이기도 합니다. 저희는 계속 발빠르게 움직여야 한다는 교훈을 얻었습니다. 이에 대해 Mark는 “LTGG의 철학을 고수하되, 세상이 극히 빠르게 변화할 수 있으므로 그에 너무 얽매이지 않아야 한다”고 표현했습니다.

진보를 추적하다

몇 해 전이라면 상상조차 할 수 없었을
Covid-19 대응 방식은 헬스케어 분야의 혁신이
어떻게 획기적인 치료법의 개발로 이어졌는지
보여주는 하나의 사례일 뿐입니다.





LTGG 팀은 오랫동안 헬스케어의 혁신에 지속적인 관심을 가져왔습니다. 저희는 새로운 방식으로 헬스케어 시스템의 비용 절감에 도전하는 기업들에 항상 매력을 느꼈습니다.

헬스케어는 기술의 융합과 인체에 대한 이해의 심화를 바탕으로 엄청난 변화의 문턱에 서 있습니다. 유전자 시퀀싱의 발전으로 인체의 비밀을 밝히고 질병을 유발하는 분자성 및 유전성 요인을 처리할 수 있게 되었습니다. 이제 의학은 사후 대응적 치료에서 예방과 치료로 진보하며 인류가 더 건강하게, 오래 살도록 돕고 있습니다. 변화는 전세계적 니즈를 충족할 가장 강력하고 창의적인 해법을 가진 이들에 의해 시작될 것입니다.

2003년 최초로 인간 유전자의 시퀀싱을 하기까지 13년의 시간과 30억 달러가 들었습니다. 오늘날 유전자 시퀀싱은 600 달러만 내면 한 시간 내 완료됩니다. LTGG 팀이 2011년부터 투자하고 있는 Illumina는 어떤 과학자든 유전자 시퀀싱을 접할 수 있도록 도와주었습니다. 불과 몇 년 전에는 매우 희귀하고 비쌌던 기술이 이제 합리적인 가격에 곳곳에서 이뤄지고 있습니다. 그 결과 우리는 더 훌륭하고 빠르게 질병을 연구하고 진단합니다. 이는 암에서 심장질환, 정신질환에 이르기까지 모든 분야에 영향을 줍니다. 유전학이라는 매개체를 통해 우리가 질병에 대해 안다고 생각했던 모든 지식을 다시 점검하고 있습니다.

이 모든 것은 기술의 융합이라는 더 큰 트렌드의 일환입니다. 기술의 융합으로 코로나 바이러스에 대한 대응 속도를 극적으로 높일 수 있었습니다. 바이러스의 게놈을 분석함으로써 코로나의 특성을 파악했고, 그 진단법과 백신 개발에 착수할 수 있었습니다. 시퀀싱 덕분에 바이러스의 전파와 변이도 추적할 수 있습니다.

이 접근방식은 헬스케어의 비용은 낮추면서 신약개발과 의료기기, 헬스케어 운영의 혁신을 이끌고 있습니다. 지난 수십년 간 신약 개발은 대부분 시행착오 방식에 의존했고, 성공률은 낮았습니다. 그러나 기술을 활용하여 여러 질병에 적용할 수 있는 플랫폼을 제공하는 생명공학 기업들이 대거 등장하고 있습니다.

그 선두에 선 기업이 바로 Moderna입니다. mRNA에 기반한 치료법을 통해 인체의 세포가 질병을 치료하거나 예방하는 단백질을 만들어내도록 하죠. Moderna는 결코 쉽게 성공하지 않았습니다. 무려 10년간 mRNA 플랫폼에 투자하고 있습니다. 공교롭게도 코로나 백신이 이들의 첫 상용제품이지만 이는 빙산의 일각일 뿐입니다. 앞으로 더 빠르고 저렴하게 다른 백신과 약품이 개발될 예정입니다. Moderna의 접근방식이 대단한 점은 예컨대 단순히 백신의 시퀀스를 바꿈으로써 거듭 새로운 백신을 만들어낼 수 있다는 겁니다. Moderna가 재빨리 움직일 수 있었던 것도 그 덕분입니다. 이들의 mRNA 기술은 이미 10번의 임상실험을 통해 안전성을 입증했습니다. Moderna가 코로나 바이러스의 시퀀스를 컴퓨터에 입력한 후 현재 상용 중인 백신을 도출하기까지 단 이들의 시간이 걸렸습니다.

Moderna는 2020년 1월 13일 이미 코로나 백신 개발을 마쳤습니다. 세계보건기구가 글로벌 팬데믹을 선언하기 두 달 전에 말이죠.

저희 LTGG 팀은 Moderna의 코로나 백신 개발 성공을 곧 mRNA 기술의 입증으로 판단했습니다. 사실상 회사는 개발 중인 다른 프로그램의 위험도 제거했습니다. 대다수 생명공학기업들은 아무것도 없는 상태에서 신약 개발을 시작합니다. 개발에 성공할 가능성이 높은 것도 아니죠. 10건 중 9건은 임상실험 단계에서 탈락하니까요. 그런데 이제 달라지고 있습니다. 반복을 통해 구조적으로 성공의 가능성을 높이는 기업들이 생겨나기 시작했습니다.

성공을 반복할 수 있는 이 능력이 바로 저희를 투자자로서 끌어당기는 요소입니다. 과거 여러 생명공학기업들에 투자한 경험을 통해 반복 성공 능력이 없으면 외부

자본을 통한 초과 이익의 실현 가능성이 감소한다는 사실을 배웠습니다. 플랫폼 기술의 개발은 생명공학기업이 수익의 상당 부분을 재투자하는 지속적인 수익 흐름을 가능케 하므로 투자자에 유리한 조건을 만들 수 있습니다. 이는 곧 기업의 기하급수적 성장으로 이어지겠지요.

여전히 코로나 백신의 보급이 시급한 상황이지만 이제 복수의 백신이 승인을 받았고 치료 프로토콜이 개발되었으니 코로나 바이러스도 곧 제어가 가능할 것이라는 희망이 생깁니다. 물론 다른 보건 위기도 산재해 있습니다. 그 중에서도 암은 특히 중국에서 단연코 큰 문제가 아닐 수 없습니다. 중국이 전세계 암 사망률의 3분의 1을 차지하고 있기 때문인데 인구 고령화를 감안하면 앞으로 이 문제는 더 나빠질 일만 남았습니다.

예부터 중국 정부는 자국의 제약회사를 보호하고자 라이벌 회사의 양약을 금지하려 했습니다. 그런데 이조차도 변하고

있습니다. 이제 규제의 방향은 더 큰 혁신과 품질, 약효를 향하고 있습니다. 최근 당사 포트폴리오에 편입된 BeiGene은 약품의 승인과 자금 조달 단계에서 한 발 앞서 있습니다. BeiGene은 처음부터 글로벌 품질 기준에 부합하는 혁신적 제약회사를 목표로 설립되었다는 점에서 중국 내 여타 복제약품 제조사들과 극명한 대조를 이룹니다. 현재 개발 중인 여러 약품과 유능한 커머셜 팀, 흥미로운 기업 문화 등이 앞으로도 BeiGene의 경쟁력이 될 것이라 믿습니다.

질병을 이해하고 진단하고 치료하는 과정이 더 빠르고, 저렴하고, 정확해지고 있다는 사실이 고무적입니다. 다음으로 헬스케어 중에서도 의료 서비스 영역을 살펴보고자 합니다.

**Moderna가 코로나 바이러스의 시퀀스를
컴퓨터에 입력한 후 현재 상용 중인 백신을
도출하기까지 단 이들의 시간이 걸렸습니다.**



유전자발현 칩을 통해 유전체 DNA의 단일 표본에 대한 동시다발적 테스트가 가능하다.



다른 여러 산업들과 마찬가지로 지난 해 발생한 사건들로 원격기술의 수용과 적용이 빠르게 실현되었습니다. 헬스케어 산업의 경우에는 원격의료의 본격화된 것이죠. 물리적 접촉이 굳이 필요 없는 진찰은 모두 원격 진료로 대체되었습니다. 그 결과 원격의료에 대한 그간의 회의론을 잠재우고 의료 서비스의 제공과 평가를 위한 새로운 규범이 논의되기 시작했습니다. 이러한 변화의 수혜기업 중에는 중국의 Ping An Good Doctor이 있습니다. LTGG 팀에서도 몇 년간 주의 깊게 관찰하고 있는 회사입니다. 그러나 이는 시작에 불과하리라 생각합니다. 현재의 의료 서비스는 장비와 전문가가 집약된 병원과 의원에 국한되어 있습니다. 추적 및 진단 장비의 크기가 작아지고 스마트 기기화 된다면 환자가 어디에 있는지는 중요하지 않게 되겠죠. 나아가 이런 장비의 가격이 하락하면 지역 공동체에서, 심지어는 가정에서도 해당 기기를 활용할 수 있을 겁니다.

의료 서비스를 제공받는 장소만 변화하는 것이 아닙니다. 새로운 비즈니스 모델의 등장으로 더욱 선제적이고 지속적인 헬스케어가 가능해집니다. 현재 가장 발전한 분야는 당뇨 치료입니다. Dexcom의 글루코스 모니터링 기기는 실시간 정보를 제공하고, 필요한 경우에는 다음 진료 예약을 기다리거나 응급실에 가지 않고 바로 치료를 조정할 수 있도록 의사에게 알립니다. 진료 만족도의 유의미한 향상 외에도 잠재적 비용 절감 효과가 엄청납니다. 당뇨병은 현재 세계에서 치료비가 가장 많이 드는 질병인데, 이 비용 중 3분의 2는 예방이 가능한 합병증으로부터 초래됩니다. 코로나로 인한 사회적 거리두기 덕분에 원격 모니터링 기술의 적용이 가속화되었습니다. 이러한 기술은 궁극적으로 우리가 받는 의료 서비스를 변화시킵니다. 헬스 케어를 개인 맞춤형으로 제공하기 때문에 더욱 효과적인 서비스가 가능해집니다. 이는 장기적으로 굉장한 가치를 창출할 가능성으로 이어집니다.

병원에서 의료 서비스를 제공해야 하는 경우에는 전문 도구와 장비를 통해 그 효율성을 증대할 수 있습니다. 로봇이 보조하는 최소침습수술 분야의 리더인 Intuitive Surgical이 좋은 예로, LTGG 팀이 10년 넘게 투자하고 있는 기업이기도 합니다. 동사의 기술은 환자와 보험사 모두에게 흥미로운 제안이 아닐 수 없습니다. 환자에게 침습이 적은 수술은 빠른 수술 회복과 적은 합병증을 의미하니까요. 입원 기간이 짧아지며 보험사의 비용 부담도 줄어듭니다.

헬스케어 산업이 극적인 변화를 목전에 두고 있음에는 의심의 여지가 없습니다. 기술의 발전으로 새롭게 등장한 기업들이 신약을 개발하는 속도와 성공률이 크게 증가했습니다. 센서와 기술을 바탕으로 의료 서비스의



Dexcom의 글루코스 모니터링 기기는 실시간 정보를 제공하고, 필요한 경우에는 다음 진료 예약을 기다리거나 응급실에 가지 않고 바로 치료를 조정할 수 있도록 의사에게 알립니다.

제공이 병원 방문에서 원격 모니터링, 선제적 치료로 변화하고 있습니다. 그 결과 의료 비용은 감소하고 환자의 만족도와 치료 결과 모두 좋아지고 있습니다.

다만 LTGG 포트폴리오는 bottom up 방식으로 구성된다는 점은 잊지 말아야 합니다. 한 종목이 포트폴리오에 편입될 때에는 그만큼 가치가 입증되어야 합니다. 지금껏 언급된 헬스케어 기업들은 전에 없던 치료법을 개발 중이거나 기존의 체제 내에서 효율성을 높이는 등 모두 혁신적 활동을 펼치고 있습니다만, 그 활동이 충분하지 못하다는 판단 하에 투자를 중단한 기업들도 있었습니다.

Image: © Dexcom, Inc.



가장 최근에는 Ionis Pharmaceuticals에 대한 포지션을 정리하고, 대신 Moderna와 BeiGene에 투자했습니다. 물론 쉽지 않은 결정이었지만 Ionis Pharmaceuticals 외에 더 좋을 기회가 있을 것이라는 판단이었습니다. 저희는 다양한 질병을 치료할 수 있는 플랫폼의 개발에 주목했습니다. 경쟁 심화와 Biogen 제휴의 경제성을 감안할 때 상승 가능성이 크지 않다고 생각했습니다. 좀 더 과거의 사례를 살펴보면, 지난 2018년 저희는 신생 항암제 개발 기업 Seattle Genetics의 주식을 매각한 바 있습니다. 5년의 투자기간동안 림프종 치료에서 가시적 성과가 있었으나 모든 가능성을 검토했을 때 5배의 성장은 더 이상 설득력이 없다는 판단이었습니다.

2019년 Bluebird Bio에 대한 투자 중단은 좀 더 고민이 필요한 사례가 아닐까 합니다. 당시 저희는 경영진의 철학에 변화가 생겼음을 감지했습니다. 실제로 회사는 종양학의 선구자가 되겠다는 일념 하에 여러 파트너십을 맺었고, 곧 전문성이 희석되기 시작했죠. 저희에게는 일종의 경고음이었습니다. 회사의 문화에 대한 평가는 LTGG 리서치의 핵심입니다. 문화가 곧 장기적인 성장의 열쇠라 믿기 때문에 문화가 흔들리거나 변질된다고 느껴질 때면 항상 의문을 제기합니다. Pfizer의 백신 파트너인 BioNTech는 Bluebird Bio와는 정반대인 경우입니다. BioNTech는 당사 포트폴리오에 편입된 지는 얼마 안되지만 재미있는 역사와 견고한 문화를 가지고 있습니다. 얼마전 당사의 Mark Urquhart는 CEO이자 공동창업자인 Ugur Sahin 박사와 이야기를 나눴습니다. Mark는 해당 대화를 토대로 보고서를 작성하였는데 그 내용이 흥미롭습니다:

“어린 시절 그[Sahin]는 터키에서 독일 쾰른으로 이주했습니다. 2001년 면역치료 박사학위를 취득한 후에는 터키 이민자 가정에서 나고 자란 독일인 아내 Ozlem Tureci 박사와 함께 Ganymed Pharmaceuticals을 설립, 단클론항체를 가지고 암을 치료하고자 했습니다. 그리고 이를 바탕으로 항암에 mRNA 기술까지 추가하여 BioNTech를 설립하게 되었습니다.

회사의 이름에 들어간 ‘NT’는 ‘New Technology’의 약자이며, Sahin 박사가 생각하는 BioNTech의 목표는 생물학, 면역학, 기술을 통합하여 삶을 개선하는 것입니다. 파괴적 혁신이 복수의 혁신을 한 데 묶었을 때 발생하는데 이는 BioNTech가 하는 모든 업무의 중심이기도 합니다. Sahin 박사는 직원을 채용할 때마다 해당 지원자가 과연 회사의 DNA에 맞는지 자문한다고 합니다. 그저 돈만 쫓는 사람이 아니라 세계를 바꾸려는 그의 비전에 공감하는 인물을 찾는 것이죠. 이러한 감성을 시사하다고 폄훼하기 쉽지만, 저는 그의 말 속에서 진정성을 느낄 수 있었습니다.

저는 이번에 Sahin 박사를 처음 만나 매우 깊은 인상을 받았습니다. 일전에 한 컨퍼런스에서 대형 제약회사의 임원을 만났는데 아주 오만한 투로 mRNA 치료는 ‘절대 불가능하다’고 말했다고 합니다. 그는 이 경험을 연료로 삼아 계속 전진했습니다. 전세계적으로 매일 수십만 개의 백신이 제공되고 있는 바, Sahin 박사의 비전이 그 이름 모를 임원의 냉소를 이겼다고 말해도 좋을 듯합니다. Sahin 박사는 제가 그간 만난 생명공학 분야의 창립자들과는 좀 다릅니다. New York Times 표지를 장식해서도 FT 올해의 인물로 선정되어서도 아닙니다. 그의 삶이 곧 이 회사이기 때문입니다. 그는 열정적이고 헌신적이며 저희 고객의 자산을 기꺼이 맡길 수 있는 인물입니다.”

헬스케어 분야는 태생적으로 과학과 데이터를 근간으로 하지만 무형의 정성적 데이터 역시 상당히 중요하고 흥미롭습니다. 이미 질병에 대한 이해와 치료에서부터 큰 변화가 시작되었으나 여전히 할 일이 많습니다. 저희는 비전과 열정, 적응능력을 갖춘 기업을 찾고 있습니다.

BIONTECH의 목표는
생물학, 면역학, 기술을
통합하여
삶을 개선하는
것입니다.



선 투 예 서 다

Baillie Gifford의 113년 역사 상
가장 눈에 띄는 투자에
숨겨진 리서치를
공개합니다.



Looking back going forward





사위의 역습(Little Fockers)은 영화 미트 페어런츠(Meet the Parents) 시리즈의 3탄으로 가볍게 즐기기에 좋은 오락 영화입니다. 배우 Owen Wilson은 여주인공의 완벽한 전 남친이자 송고한 환경운동가 역할을 맡았습니다. 그는 오렌지색 스포츠카를 타고 소리도 없이 주인공 가족의 집 앞에 등장합니다. 주인공 가족이 크게 당황하자 그는 어깨를 으쓱하며 이렇게 말합니다. “이게 Tesla Roadster인가 그 차예요. 2003년 Prius처럼 환경 친화적이지 않을까 해요.”

할리우드 영화 속 잊을 수 없는 자동차 씬을 생각해보죠. 뭐가 생각나세요? Steve McQueen이 녹색 Mustang을 타고 시골벽적하게 샌프란시스코 거리를 운전하는 블리트(Bullitt)나 혁신 무기를 장착한 James Bond의 은회색 DB5가 돌보인 골드핑거(Goldfinger)를 떠올리시는 분 계실 겁니다. 이제 여기에 오렌지색 Tesla Roadster 등장 씬을 추가할 때가 아닌가 싶습니다.

그런데 LTGG 팀은 언제부터 전기자동차를 의식하기 시작했을까요?

그 답은 미트 페어런츠 3가 개봉한 2010년으로 거슬러 올라갑니다. 대부분의 성공사례가 그렇듯 전기자동차도 처음에는 실패를 거듭했습니다.

2007년부터 2010년까지

전에도 언급했듯이 2007년부터 2010년까지 당사가 투자한 대체 에너지 종목들 (Vestas, First Solar, Q Cells) 은 결과가 그다지 좋지 못했습니다. 그러다가 2008년 대체 에너지 투자의 일환으로 전기자동차에 관심을 두기 시작했습니다. 그 중심에는 탁월한 탐구심을 자랑하는 Daniel Simpson 연구원이 있었습니다. Baillie Gifford는 그가 찾을 수 있는 모든 전기차를 테스트해볼 수 있도록 했습니다. G-Wiz의 장난감 모형을 기억하시는 분이 계실지 모르겠습니다. 당시 대중이 생각한 전기차의 모습은 딱 그 장난감 모형에 머물러 있었습니다.



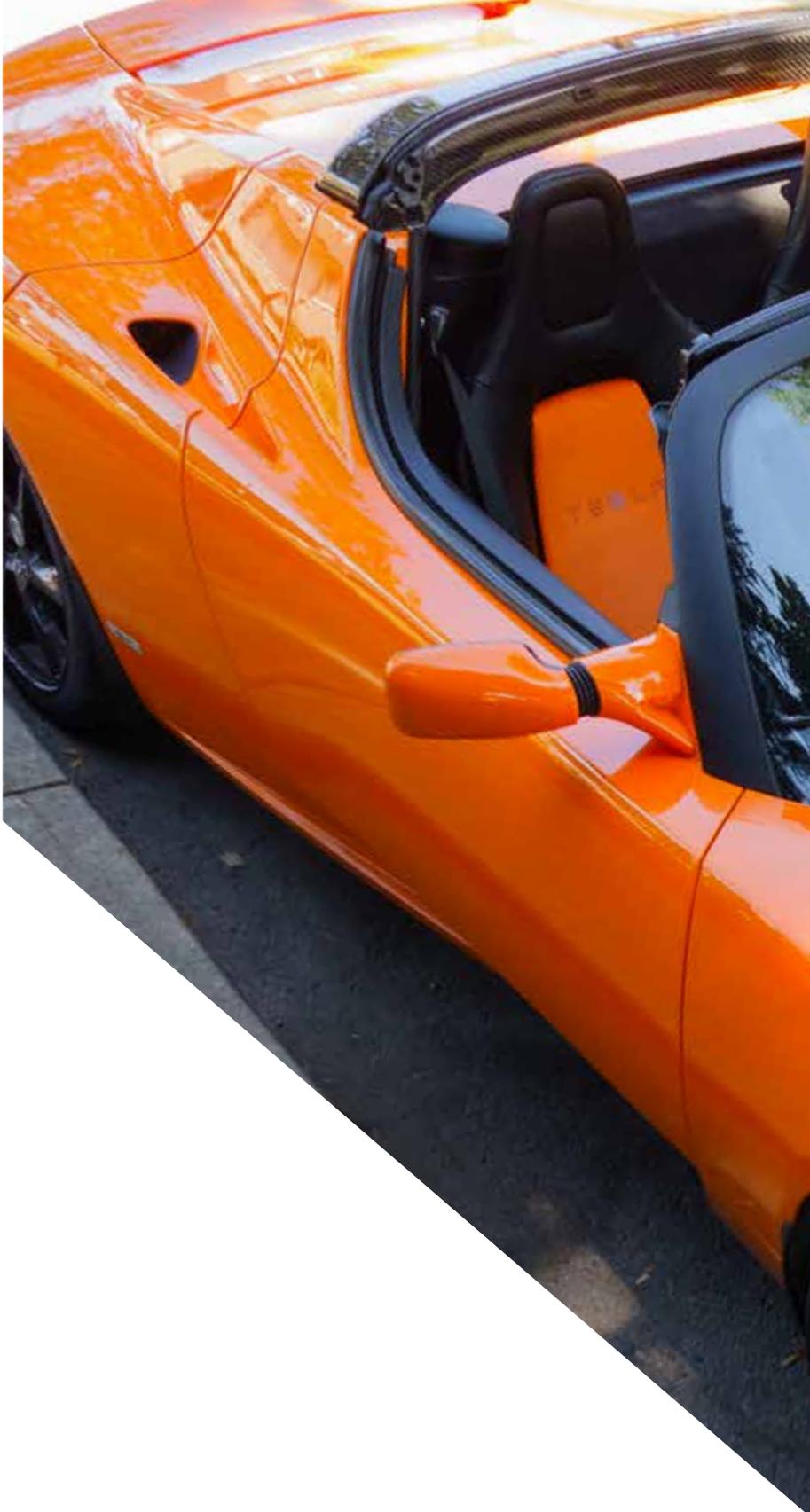
G-WIZ의 장난감 모형을 기억하시는 분이 계실지 모르겠습니다.



2012년

2012년 Daniel은 미끈한 Lotus Elise 스타일에 훨씬 빠른 가속이 가능한 Tesla Roadster를 시승했습니다. 그리고 전기차가 갑자기 멋지고 흥미로워졌다며 보고했죠. 저희 LTGG 팀은 이 보고서를 계기로 전기차에 관심을 갖게 되었고, 당사 Global Small-Cap 팀도 미래의 대형주가 될 지 모를 실낱 같은 가능성을 보고 2013년 1월 (당시 시가총액 \$40억 달러) Tesla에 투자하게 되었습니다 (투자 직전 해인 2012년 Tesla가 생산한 자동차는 3,000대에 불과했습니다).

Baillie Gifford에서는 애널리스트가 여러 팀을 순환 근무하도록 하고 있습니다. 이러한 제도는 당사 투자 문화의 핵심으로서 내부 협력과 아이디어 공유를 강화하는 역할을 해왔습니다. 현재는 Private Companies 팀을 이끌고 있는 Peter Singlehurst가 2012년 말 Global Small-Cap 팀에서 LTGG 팀으로 이동했을 때, 저희는 "100개의 소형주 종목 중 LTGG 팀은 어떤 종목을 보유해야 할지" 물었습니다. 그는 "Tesla"를 꼽았죠. 당시 LTGG 팀은 자체적으로 Tesla에 대한 LTGG 10Q를 실시했고, 그 청사진은 아시는 바처럼 아래와 같습니다.



청사진



스포츠카를 만든다

그 돈으로 합리적인 가격의 자동차를 만든다

그 돈으로 훨씬 더 합리적인 가격의 자동차를 만든다

탄소배출이 없는 발전 방식을 제시한다

기밀을 유지한다



전기차는 갑자기
멋지고 흥미로워졌습니다.

Looking back going forward

2013년

1월: Tesla에 대한 10가지 질문

지금껏 최고의 투자가 무엇이었는지 생각하다 보면 반대로 실패한 투자가 얼마나 많았는지 놀라게 됩니다. Tesla의 주가는 10Q를 작성한 2013년 1월에는 8달러에 불과했지만 8년이 지난 지금은 800달러에 달합니다. 당시 저희는 몇 달을 고민하다가 결국 주당 8달러 이상에 매입을 시작했습니다. 왜 더 일찍 사지 않았나 후회하면서 말이죠. 그 와중에 주가는 더 올랐고, 저희는 매입을 중지했습니다. 주가는 계속 상승했고, 결국 저희는 주당 20달러도 넘는 가격에 매입을 재개했습니다. 몇 달 새 주가가 2배 이상이 된 겁니다. 만약 '가치평가'를 기준 삼아 투자를 전면 중지했다면 어떻게 되었을까요?

2013년 Tesla 투자를 고민한 경험은 초반에 매입한 성장주의 경우에는 그 가치평가가 크게 중요하지 않다는 매우 귀중한 교훈을 남겼습니다. 고객들이 듣기에는 달갑지 않을 수도 있겠지만, 사실입니다. 향후 10년간 어떤 기업의 연간 수익 성장률이 25%인지 35%인지 또는 50%인지 정확히 파악할 수 있지 않는 한 가치평가는 큰 의미가 없습니다. 실제로 회사가 그 정도의 성장을 실현한다면 기업의 가치도 크게 증가하겠지요. 핵심은 원칙이 아니라 상상력입니다.

한 때 저희는 Amazon의 성장도 지켜보려 했습니다. 그 때와 마찬가지로 Tesla에 대한 예측도 실제 미래의 모습에는 크게 미치지 못했습니다. 저희는 스스로 낙천주의를 추구한다 자부하지만 여기서도 교훈은 같습니다. 적절한 주식을 선택하여 투자한 경우, 제 아무리 대단한 낙천주의자라도 (예컨대 당사조차도) 실제 그 기업이 달성할 미래를 제대로 상상하지 못합니다. 우리의 머리로는 고성장 기업의 미래 성과를 산출할 수 없습니다 (수학자 Sissa와 체스판 위의 쌀알 이야기를 생각해 보세요). 그래도 시도는 해볼 수 있죠. 여러 번 연습을 하면 점점 잘하게 될 지도 모를 일입니다.

2013년 당사는 Tesla의 시가총액이 (40억 달러에서 출발하여) 5년 후 150억~180억 달러에, 15년 후 450억 달러에 이를 것으로 예측했습니다. 아시겠지만 그로부터 8년이 지난 현재 Tesla의 시총은 6천억 달러가 넘습니다. 저희의 10배 성장 추정치의 10 배가 넘는 성과이죠. 당시 해당 보고서를 작성한 직원도 선견지명이 있었던지 무언가 부족함을 느끼고 상상력을 바탕으로 미래를 예측하라는 당부를 남겼습니다.

그렇지만 저희가 정말 중요한 한가지는 제대로 파악했습니다. Tesla가 전기차 기술을 선도하며 혼탁한 (비) 경쟁 상황에서도 경쟁력을 가질 것으로 봤습니다. 정체된 자동차 산업은 몇 년 후에 일어날 일에도 무신경하지만 Elon Musk는 이동수단의 변혁을 이끌 선지자이며, 전기차가 주류가 될 것이라 믿었습니다. 환경에 대한 개인의 생각이나 다른 논쟁과는 무관하게 Tesla는 내연기관 (ICE) 자동차보다 우월한 제품임을 믿었습니다.

Tesla의 사례는 지나친 전문화를 맹목적으로 따르는 세태에 대한 교훈도 일깨워주었습니다. Baillie Gifford는 꽤 오래 특정 분야를 전문으로 하는 투자인력을 기피했습니다. Tesla를 보면 그 이유를 알 수 있죠. 주위에 물어보니 자동차의 미래를 예측하기에 가장 부적합하고, 가장 편협한 시각을 가진 것으로 평가되는 이들은 의심의 여지없이 자동차 애널리스트와 해당 업계 종사자였습니다. 다들 반사적으로 "GM/Toyota/Ford가 진지하게 시작만 하면 Tesla는 끝"라는 등 똑같은 소리만 했죠.

이들이 무의미한 것만은 아니었습니다. 미래의 반대지표로 활용할 수 있으니까요. 한 때 Amazon에서 보였던 패턴이 반복되었습니다. 과거 리테일 애널리스트들은 "Amazon의 시가총액이 Borders와 Barnes & Noble을 합한 것보다



높으므로 과대평가된 게 분명하다”고 했죠 (2006). 자동차 애널리스트들은 어땠을까요? “Tesla의 시가총액이 GM 보다 높다니 너무 과대평가된 것” 이라고 말했습니다. 업계 전문가는 나무를 보느라 숲을 보지 못하고, 해당 산업의 대변신을 가장 뒤늦게 알아차리는 법입니다.

물론 BMW와 Porsche, Toyota 등에도 계속 방문하며 관심을 기울였습니다. 다만 굳건한 ICE 부문이 결국 이들의 발목을 잡을 것이라는 결론을 거듭 얻었습니다. Tesla는 계속 비교 우위를 점하고 있었습니다.

저희는 2017년 또다시 Tesla에 투자했습니다. 그러나 투자자로서 경영활동에 관여하면서 낙관적이고 우호적인 주주가 된다는 것이 얼마나 어려울 수 있는지 느끼게 되었죠. 작가 Jean-Paul Sartre이 자주 언급한 “타인은 지옥이다”를 실감했습니다.

보유 원칙 vs 소동

'매도 원칙'에 대해 묻는 고객들이 종종 있습니다만 좋은 질문은 아닙니다. 장기 투자자를 자처하는 운용사에게는 "보유 원칙을 설명해달라"고 요구해야 합니다.

2013년 이후 흔들리지 않고 계속 Tesla의 펀더멘탈에 집중했지만, 결코 쉽지 않은 여정이었습니다. 그간 당사와 흥망성쇠를 함께한 종목들이 많았으나 Tesla는 달랐습니다. 그렇기에 고객과 회의를 하면 Tesla 주식 매각을 종용하는 경우가 대부분이었습니다.

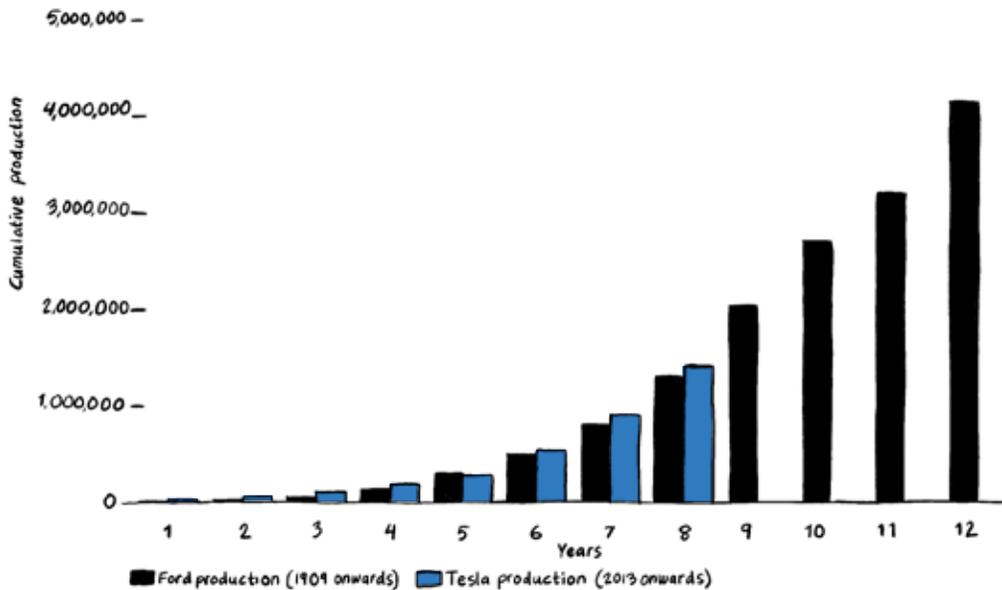
저희는 Tesla가 겪은 험난을 아직 완벽히 이해하지는 못했습니다. 아마도 역사상 가장 많은 숏 포지션이 몰린 종목이 아닐까 합니다. 당사는 롱 포지션 투자만 고수하는 투자기관으로, 공모도 매매차익을 추구하지 않지만 다른 투자자들은 다르죠 (Tesla의 투자자 자리를 스스로 차버린 이들이 많더니 안타까울 따름입니다). 그렇지만 당시의 '숏' 포지션 보유자들의 논리도 일리는 있었습니다. 실제로 몇 년간 Tesla가 실패할 가능성도 상당했으니까요. 다만 주류 언론의 보도 방향이나 미국 연기금의 태도는 이해하기

힘들었습니다. 마치 Tesla가 미국 서부의 혁신 기술 기업이 아니라 러시아 지뢰 제조사인 것처럼 굴었습니다.

주가가 30~50% 하락한 적도 있었습니다. 2019년 6월에는 2016년 12월보다 떨어지기도 했죠. 여기에는 Tesla가 달성 가능한 목표를 설정한 후 그 목표를 초과 달성하는 기존의 방식을 거부한 탓도 있었습니다. 대신 Tesla는 불가능을 약속했습니다. 그 불가능에 최대한 근접했다 하더라도 목표 달성은 '실패'한 것으로 간주했습니다. 오직 이 점에만 사로잡혔던 Wall Street는 Tesla가 사실은 Ford가 Model T의 영광을 누리던 시절보다 빠르게 생산을 확대하고 있음을 간과하고 말았습니다.

이러한 비판과 별개로 (당시 당사도 불만을 표한 바 있는) SolarCity 인수나 갑작스러운 자금 조달, Elon Musk의 대마초 흡연과 Twitter 논란 등 Tesla가 스스로 소동과 트러블을 자초하기도 했습니다. 특히 Elon

Tesla and Ford production



출처: Tesla; Model T Ford Club of America, www.mtfa.com/encyclo/fdprod.htm



© LightRocket/Getty Images.

Musk가 Twitter에서 “상장폐지”를 언급한 이후 저희는 몇주간 증권거래위원회의 수사에도 협조해야 했습니다. “Tesla는 망할 것이다”는 소문이 여기저기 울려 퍼지는 순간이었습니다. 그런데 가장 큰 걱정은 비상장 종목인 SpaceX였습니다. 당사도 투자를 했지만 무엇보다 Elon Musk가 너무 여기에 정신을 뺏기지 않을까 걱정이었습니다. 그가 Tesla를 경영해서 번 돈으로 이 화성탐사 프로젝트에 투자하도록 하고자 논란이 많았던 인센티브 지금에도 동의했습니다.

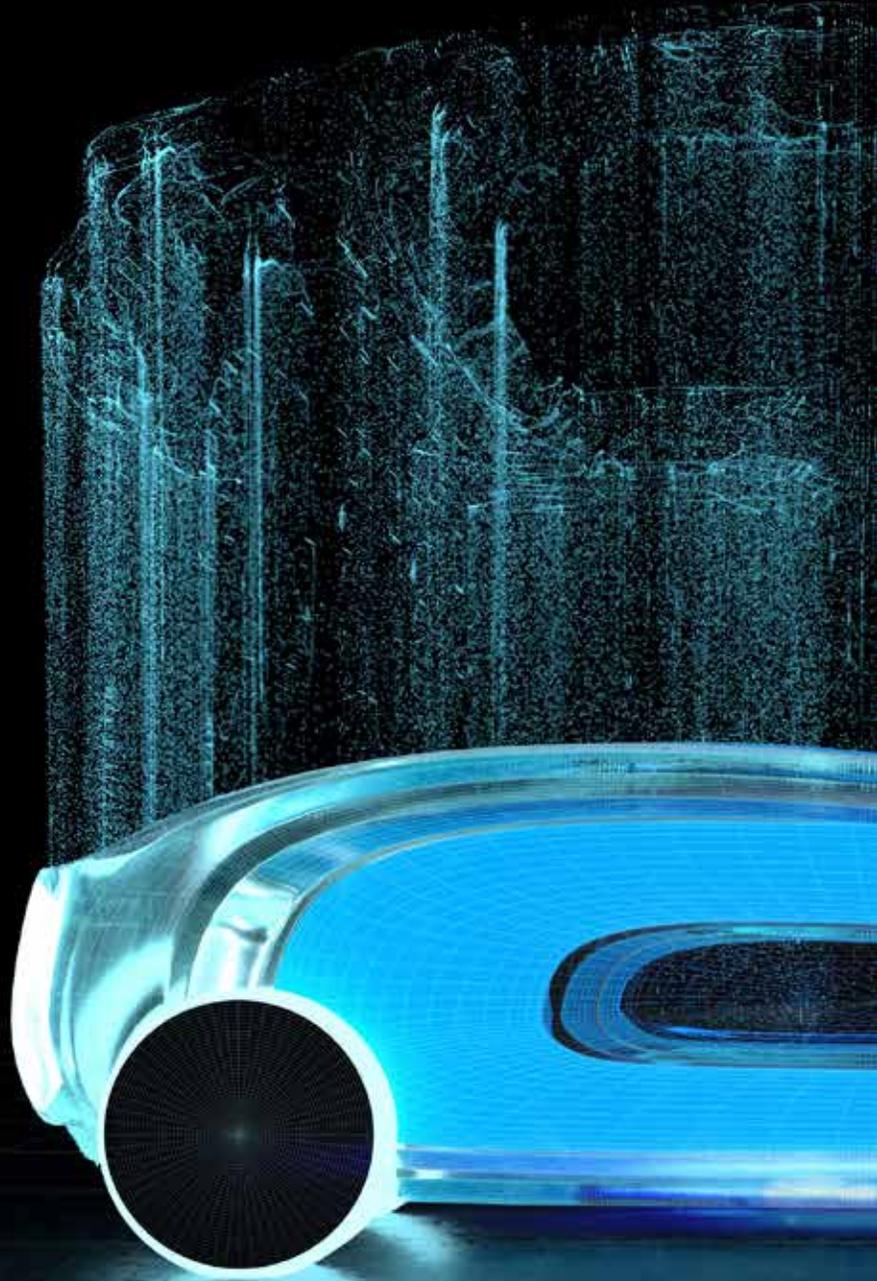
이 모든 소란을 이겨내며 저희는 Tesla에 대한 보유 원칙을 증명해냈습니다.

2017년

꿈의 시나리오 2

2017년 저희는 또 한번 꿈 같은 시나리오를 발표하게 되었습니다. 배터리 사업(고정형 및 오토 배터리)의 엄청난 잠재력과 Tesla 자율 주행 소프트웨어의 현실화, 자동차 부문에서 총 마진 25%와 영업 마진 10%를 실현할 가능성의 확대, 할인율의 축소(매초에 왜 할인율 10%를 그렇게 오래 유지한 걸까요?) 등을 필수적으로 고려했습니다. 이러한 작업을 통해 5~8년 후에는 주가가 \$70 달러에서 400 달러로 상승할 것이라 내다봤습니다. 나쁘지 않은 예측이었습니다.

이후 몇 년간은 별 일이 없었습니다. 그러다가 2020년 들어 주가상승 폭이 단기 기대치를 뛰어넘더니 장기적 기대 수준에까지 근접하기 시작했습니다. 포트폴리오 내 단일 종목이 10%를 초과하지 못하게 하는 내부 정책에 따라 여러 차례 주식 매도를 했습니다. 2020년말까지 포트폴리오의 약 10%에 해당하는 Tesla 주식을 매도하고 새로운 종목에 투자했지만, Tesla는 여전히 9%를 차지하고 있습니다. 다만 이는 최대 보유 한도로 인한 조정이었을 뿐이며 매번 가능한 적게 팔기 위해 노력했습니다.



2021년

3월

2021년에 접어들자 저희도 가치평가를 중요한 요인으로 인식하지 않을 수 없었습니다. 그러나 다른 애널리스트들보다 8년을 더 기다렸고, 주가도 30배나 올랐습니다. 훌륭한 성장주를 매입하는 시점의 가치평가는 큰 의미가 없다고 말씀드릴 바 있습니다. 가치평가는 어느 정도 시간이 흐른 후 비로소 의미가 있으며 저희에게는 그 시점이 올해 초, Tesla의 시총이 5천억 달러에 근접한 순간이었습니다.

저희는 2021년 2월 기준 Tesla 낙관론을 견지하고 있습니다. 다만 그 관점은 조금 진화했습니다. 경쟁의 증가를 용인할 수 있지만 이후 추가 상승 여지는 과거에 비해서는 줄어들었다는 관점입니다. 이를 종합해 주당 1,650 달러, 시가총액 1조6천억 달러를 추정합니다. 본 보고서를 작성하는 2021년 3월 현재의 시가총액은 6천5백 달러이므로 앞으로도 꽤 괜찮은 상승세가 이어질 것으로 봅니다. 이 정도면 그 비중은 줄겠지만 LTGG 포트폴리오에 남은 이유가 충분합니다.

그래서 Tesla에 대한 (일단 현재의) 결론은 무엇이냐고요? 저희가 처음 투자를 했을 때 Tesla는 아예 사라져버릴 가능성도 있는 회사였습니다. 이제는 세계 최대 기업이 될 가능성이 높아졌죠. 그런데 여기서 가장 중요한 메시지는 Amazon에 17년간 투자한 후 얻은 결론, 즉 LTGG는 소수의 성장 기업을 발굴하여 이들이 가장 혁신적 성장을 이루는 10년 이상의 기간동안 투자를 지속하는 것이 아닐까 합니다. 그리고 이들이 기대에 조금이라도 부응하기 시작하면 너무 낙관적으로 여겨졌던 LTGG 시나리오는 오히려 이들의 성과 대비 너무 소박하게 느껴질 겁니다.

다시 말하자면 저희도 긴 세월 Tesla 등 기업들을 분석하면서 많은 실수를 할 수 있고, 또 실제로 실수를 했지만 그건 중요하지 않습니다. 상상력을 바탕으로 성장기업을 살펴보고 장기투자를 하는 것이야말로 투자의 성공률을 높이는 공식입니다. 적어도 저희는 왜 그렇게 많은 투자운용역들이 상상력을 활용하지 않는지 모르겠습니다. 언젠가 미트 페어린츠가 나온다면 Owen Wilson은 하늘을 나는 전기차를 타고 등장할 수도요. 물론 저희는 이미 거기에도 투자를 하고 있습니다.

Long Term Global Growth는 그 이름에 걸맞게 10년이 넘는 투자를 통해 성장기업들의 가장 혁신적 변화를 지켜보고 있습니다. 당사는 분명 bottom-up 투자자임에 틀림없지만, 성장 잠재력이 있는 기업을 찾아내기 위해서는 어떤 분야가 성숙기에 접어들었는지, 어떤 분야가 혁신적인 변화를 겪고 있는지 파악해야 합니다.

LTGG의 17년 역사를 거치며 컴퓨터의 비용이 감소하지만 그 힘이 강력해지는 모습을 봤습니다. 그동안 인터넷은 거의 일상이 되었고, 이커머스와 소셜 미디어가 등장했으며, 거의 모든 것이 디지털화되는 가운데 유전자 시퀀싱 가격의 하락으로 개인 맞춤형 의료가 가능한 시대가 열렸습니다.

이러한 혁신은 주식과 금융시장의 노이즈가 아닌 '현실'에서 일어나고 있습니다. 다만 금융시장이라고 그 혁신에서 자유롭지 않습니다. 빠르게 성장하는 기업이 자금을 조달하는 방식 역시 전에 없는 획기적 변화를 겪고 있다고 생각합니다. Baillie Gifford는 투자를 할 때와 마찬가지로 처음부터 이러한 자금 조달의 변화를 감지했으며, 그러한 변화로 인한 장기적 영향을 파악하여 고객들의 이익에 부합하도록 노력하고 있습니다.

비상장 주식의 기회

당사 *Private Companies* 팀이 비상장 주식 시장에 존재하는 거대 투자기회에 대한 견해를 밝힙니다.

IPO를 통한 상장을 선택하는 기업이 점점 줄고 있음은 주지의 사실입니다. IPO를 택한다 하더라도 그 시기가 전보다 많이 늦춰졌습니다. 평균적으로 미국 기업이 상장되기까지 12년 이상 걸리는데 21세기 초반 대비 50%나 늦어진 것이죠. 성숙기 비상장 기업의 총 가치 역시 폭발적으로 증가했습니다. 2006년 기준 '유니콘' 기업, 즉 기업가치가 10억 달러 이상인 비상장 기업의 가치는 100억 달러에 약간 미치지 못하는 수준이었습니다. 그런데 2019년에는 그 가치가 1조 8천억 달러를 넘어섰습니다. 무슨 일이 벌어지고 있는 게 분명합니다.

저희는 여기에 크게 세가지 요인이 작용한다고 생각합니다. 창업의 근본적인 경제학이 달라지고 있고, 정부 규제도 변화하고 있습니다. 창업 문화가 변화하고 있다는 사실도 결코 무시할 수 없습니다.



창업의 경제학부터 살펴보자. 대부분의 기업이 시장에 진출하기 전에는 어느 정도의 자본 투자가 필요한데 그 수준도 빠르게 달라지고 있습니다. LTGG 포트폴리오에 편입된 기업들이 그러한 변화를 일부 주도하고 있습니다. 과거에는 기업이 전국에 제품을 공급하기 위해 공장을 짓고 오프라인 상점을 마련해야 했고, IT 운영을 위해 대대적인 서비스 투자를 해야 했습니다. 그러나 오늘날은 Alibaba에서 제조능력을 대여할 수 있고, Facebook과 Alphabet을 통해 디지털 광고를 할 수 있으며, Amazon Web Services (AWS) 등 대형 클라우드 서비스를 통해 필요한 전산능력에 접근할 수 있습니다. 그 결과 많은 기업은 그 창업주가 외부 자본의 유입으로 소유권을 희석하기 전 충분히 규모를 확장할 수 있게 되었습니다. 역사적으로 외부 자본은 빨리 IPO를 일으켜 '출구 전략'으로 활용하고는 했습니다.

그리고 직원 수 면에서도 혁신적 변화가 있었습니다. 현재 직원 수가 가장 많은

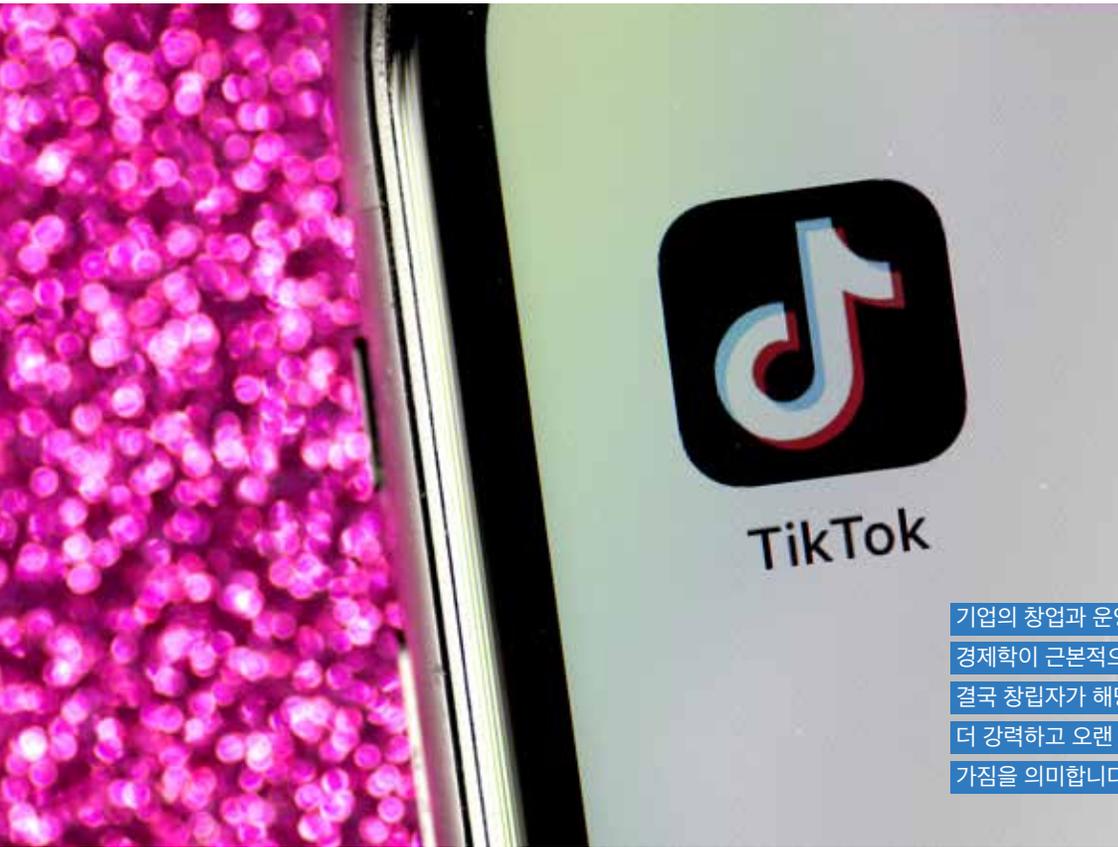


기업조차도 GE나 Ford 등 지난 날의 거대 기업보다 훨씬 적은 직원을 고용하고 있습니다. 직급체계가 필요한 경우에도 효과적인 업무 시스템이 있으면 임원의 전문성에 대한 의존도는 낮추면서 더 쉽고 저렴하게 업무를 처리할 수 있죠. 결과적으로 막대한 연봉과 상장을 약속하며 대기업 출신의 임원을 영입해야 하는 시점을 지연시킬 수 있으며, 그 때까지 자체적으로 기업을 운영할 수 있습니다.

이처럼 기업의 창업과 운영을 둘러싼 경제학이 근본적으로 달라진 것은 결국 창립자가 해당 조직에 대해 더 강력하고 오랜 통제권을 가짐을 의미합니다. 주식 상장에

대한 외부 압력이 사라지자 비상장 상태를 길게 유지하는 선택이 늘고 있습니다.

그 과정에서 정부 규제에도 우호적인 변화가 있었습니다. 미국에서는 2002년 사베인스-옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act)이 통과되면서 IPO의 조건이 급격히 훨씬 까다로워졌으며, IPO 이후에도 상장 기업은 상당한 공시 부담을 지게 되었습니다. 2010년 이후에만 기업 공개의 비용이 5배 이상 증가했다고 주장하는 CFO들도 있었죠. 한편, 2017년 미국 개정세법(Tax Cuts and Jobs Act)에 의한 세금 개정으로 새로운 성장기업들은 오랜 상장 압박에서 벗어나 계속 비상장 상태를 유지하되 더 쉽게 그 보상을 직원들과 공유할



기업의 창업과 운영을 둘러싼
경제학이 근본적으로 달라진 것은
결국 창업자가 해당 조직에 대해
더 강력하고 오랜 통제권을
가짐을 의미합니다.

© Bloomberg/Getty Images.

수 있게 되었습니다.

이러한 규제 변화와 창업자의 통제력 강화가 결합되면서 또다른 대형 트렌드가 생겨났습니다. 바로 창업인들 사이의 규범이 달라지고 있다는 것입니다. Facebook 같은 회사에게는 IPO를 통해 주식시장에 등장하는 것이 일종의 영광스러운 성년식이었습니다. 그러나 이제는 유명하고 규모가 큰 SpaceX, Stripe, Epic Games, ByteDance (TikTok의 모기업) 등도 계속 비상장인 채로 있습니다. 기업공개와 성공의 연결고리가 약해지고 있는 것이죠. 결국 상장을 완료한 Spotify, Airbnb, Peloton, Meituan 등의 회사들도

이러한 트렌드에 한 몫 했습니다. 요즘 창업자들과 이야기를 나누다 보면 공개 시장에 대한 혐오감에 놀랄 때가 많습니다. 너무 짧게 머무르는 주주에 대한 불신도 엿볼 수 있습니다.

앞으로의 세상

기업 경제학의 변화, 정부 규제의 변화, 기업 문화의 변화로 대변되는 이러한 트렌드를 따라 건설한 기업들이 비상장 시장에 머무르는 사례가 점차 늘고 있습니다. 그 출발점은 재무 교과서 속 일목요연한 설명이 오히려 시대에 뒤떨어진 듯 느껴지기 시작한 21세기 초였습니다. 가족이나 친구의 초기 투자로 시작해 엔젤투자자와 은행에서 대출을 받고, 운영이 안정되면서 초기 벤처 캐피탈을 탈피한 후 마침내 IPO에 이르는 것이 정석이었죠.

비상장 상태를 길게 유지하는 기업들은 초기 벤처 투자자의 관심과 도움이 필요한 미숙한 신생기업과 전혀 다릅니다. 주요 직원을 고용하고 인사 정책을 수립하거나 마케팅 계획을 세우기 위해 외부의 도움이 필요한 기업들이 아닙니다. 도움이 필요하기는 커녕, 이미 성공적으로 성장 중인 기업 운영을 두고 잔소리 하는 투자자에 진절머리가 난 경우가 많죠.

이는 중요한 문제입니다. 비상장 시장은 애초에 외부 자본을 구하는 것이 목적이 아니기 때문이죠. 경영진은 회사의 주식을 제공할 조건과 가격을 바탕으로 투자자를 선택합니다. 투자할 수 있는 투자자들은 많지만, 회사가 선택한 투자자만이 매력적인 가격에 투자할 수 있습니다. 바로 이 때문에 저희는 빠르게 성장하며 성숙기에 접어든 비상장 시장에서 자연투자자가 되기 위해 무엇이 필요한지 파악하고 노력하고 있습니다.

저희는 이러한 기업의 자연투자자(Natural Buyers)를 자처합니다. 사실 이러한 기조는 10년전 잠시



세웠던 가설에서 출발했습니다만 비상장, 고성장 기업 90여 곳에 투자를 이어가면서 핵심적 신념으로 자리잡았습니다. 두가지 기준을 참고하여 이 가설을 살펴보겠습니다.

첫째, Baillie Gifford의 독점 거래 능력을 생각해봅시다. 저희는 은행이 주관하는 투자 경쟁에 굳이 참여하지 않고 기업과의 자체적인 관계와 인지도를 바탕으로 투자 기회를 얻을 수 있습니다. 지난 2년간 당사가 실시한 투자의 75% 이상이 이러한 독점 채널을 통해 이뤄졌습니다. 둘째, 비공개 자금 조달 시 Baillie Gifford가 전체 금액을 할당 받는 빈도를 고려합니다. 2019년에는 그 비율이 95% 이상, 2020년에는 97% 이상이었습니다. 다른 참가자 대비 유독 높은 수치입니다.

그렇다면 기업의 창업주들은 왜 Baillie Gifford와 파트너가 되려는 것일까요?

당사는 장기적인 접근방식과 장기적인 생각을 견지하며, 전세계 성장 기업을 지지하며 이를 입증했습니다. 비공개 자금 조달 과정을 통해 창업주를 돕고, 해당 기업이 상장될 때까지의 여정에 함께 하는 등 지속적인 지원이 가능한 수단을 활용합니다. 다시 말해 당사는 경영진과 함께 그 기업이 성장하는 과정을 함께 할 수 있습니다.



진정한 장기투자: 철학과 구조

Baillie Gifford는 말로만 장기주의를 강조하지 않습니다. 전세계적으로 평균적인 주식 투자자의 주식 보유기간은 몇 개월이지만, 저희 LTGG 팀에서는 거의 10년에 달합니다. 저희는 단기적 전술 실행에 전전긍긍하기 보다 장기적인 전략 기회에 주목하며, 피투자기업에 도움이 필요할 때는 언제나 솔직하게 의견을 개진해왔습니다.

그리고 이를 비상장 주식 시장에도 적용하고 있습니다. 당사의 피투자기업도 저희가 굳이 IPO를 서두르지 않는다는 것을 알고 있습니다. 그리고 언젠가 실제로 상장이 필요할 때에는 든든한 지원군으로서 변함없이 그들의 곁을 지킵니다. 본 보고서를 작성하는 현재 기준 당사 고객이 비상장 기업에 투자한 금액만 50억 달러를 넘습니다. 그리고 최초 투자 시에는 비상장 기업이었다가 지금은 상장된 기업에 대한 투자금액은 430억 달러에 달하죠. 이 과정에서 당사는 피투자기업 이사회와 경영진 사이에서도 좋은 평판을 얻게 되고, 이는 다른 비상장 기업을 소개받는 기회로 이어집니다.

둘째, 당사의 이러한 투자 방식은 저희가 지속적인 지원을 제공할 수 있음을 의미하기도 합니다. 7~10년 만기의 일반적 벤처 투자와는 다릅니다. 당사의 비상장 기업 투자는 대부분 고정자본의 형태로 실시되고, 당사의 고객은 이러한 투자 수단을 통해 주식을 매매합니다.

때문에 당사에 유동성을 제공해야 한다는 단순한 이유로 피투자기업의 자금 조달 시점을 강요하지 않을 수 있습니다. 이 투자 수단의 또다른 강점은 기업의 상장 시에도 계속 해당 기업을 보유할 수 있다는 점입니다. 다시 말해 저희는 기업이 상장되었다고 다른 팀으로 인계하지 않고, 기업 공개 단계로 넘어가도 계속 지원을 제공할 수 있습니다.

이러한 연속성은 좀더 광범위한 수준에서도 적용됩니다. 당사에는 비상장과 상장 주식을 다루는 팀들 간 장벽이 없습니다. 실제로 당사의 Private Companies Team의 정식 구성원은 7 명이지만 그 외 서른명이 넘는 직원들이 비상장 주식과 상장 주식을 넘나들고 있습니다. 해당 팀에서 작성하는 연구결과는 중앙 리서치 라이브러리를 통해 당사의 모든 투자자에게 공유됩니다. 이를 바탕으로 Baillie Gifford는 훗날 비상장 기업이 상장을 하게 될 때에도 매끄럽게 관리를 이어갈 수 있습니다.

비공개 시장 내 유니콘의 가치가 2조 달러에 육박하는 지금,
성숙기의 비상장 기업을 차선으로만 생각할 수는 없습니다.



이렇게 저희는 기업이 아직 비상장 단계일 때부터 심도 있는 관계를 유지하면서 창업주들에게 상장 시장에 그들을 진정으로 잘 아는 잠재적 투자자가 있다는 사실을 상기시켜 줍니다. 이러한 관계는 한 기업과 그 기업의 기회, 경영, 문화 등을 제대로 이해할 수 있도록 돕고, LTGG 팀이 원하는, 수십년간 투자를 지속할 대상을 찾도록 보조합니다. 비상장 주식 투자에서부터 쌓은 인사이트 덕분에 저희 LTGG 팀은 최근 3년간 지난 13년간 참여한 공개 상장 건수와 맞먹는 공개 상장에 참여할 수 있었습니다.

또 저희는 피투자기업과의 장기적 관계 덕분에 그 창업주 및 경영진과 긴밀히 협력할 수 있습니다. 장기적으로 상장 주식 투자자가 되기 위해 비공개 시장에서부터 함께 하는 세상에 몇 안되는 투자자로서 기업이 상장에 대비할 수 있도록 조언을 제시하기도 합니다. 기업의 지배구조 정책에 대한 의견이나 IPO 시 훌륭한 장기 주주를 유치하기 위한 방도를 논의하면서 저희가 투자한 기업이 미래를 생각할 수 있도록 돕고 있습니다. 앞으로도 장기적 비상장 기업이 원하는 투자자로 남을 수 있도록 이러한 노력을 게을리하지 않겠습니다.

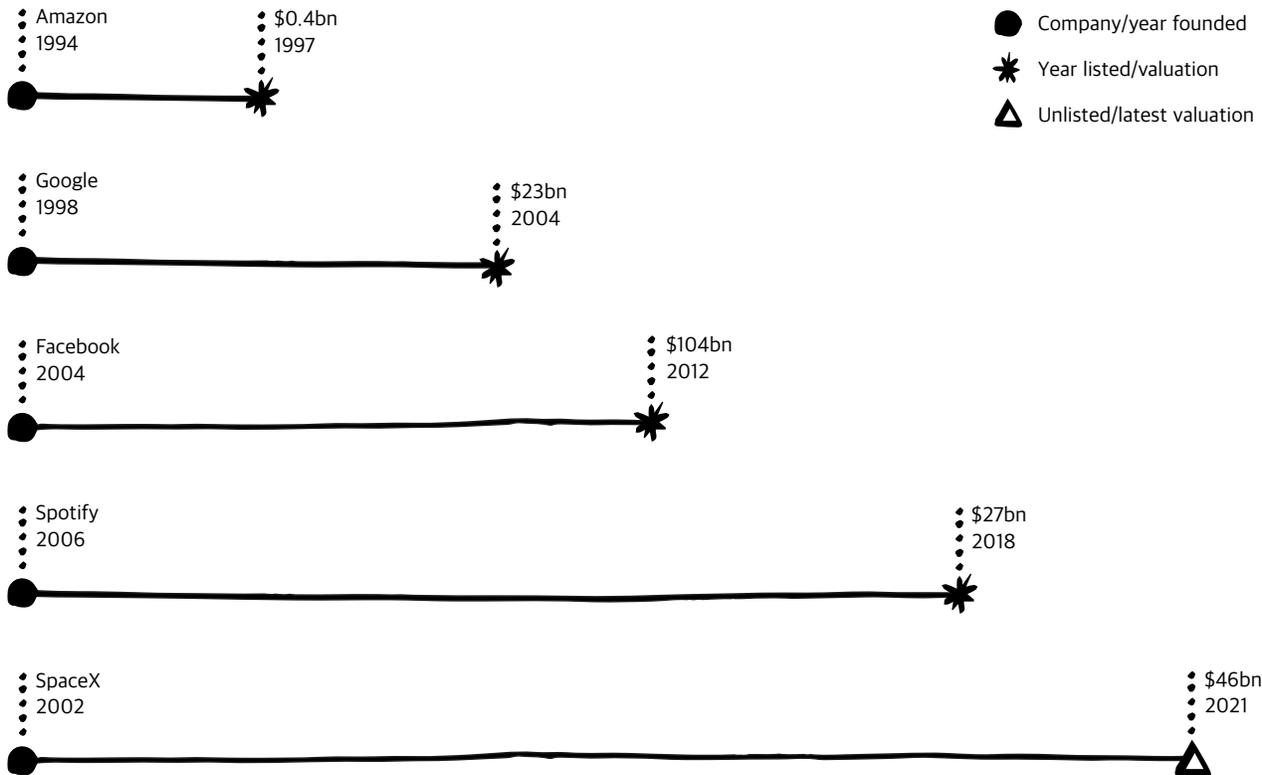
20세기 초부터 자본 조달의 세계는 전에 없던 방식으로 변화하고

있습니다. 저희는 2012년부터 성숙기의 비상장 기업들에 50억 달러 이상을 투자해왔습니다. 고객들이 고성장 기업들에 접근할 수 있는 길을 열었으며, 조만간 두번의 추가 투자기회가 있을 것으로 보입니다.

비공개 시장 내 유니콘의 가치가 2조 달러에 육박하는 지금, 성숙기의 비상장 기업을 차선으로만 생각할 수는 없습니다. 그에 걸맞게 새로운 비상장 주식 투자자가 필요합니다.

Baillie Gifford는 바로 그런 투자자가 되기 위해 최선을 다하고 있습니다.

Time to IPO and market capitalisation at IPO illustrative examples:





아웃라이어 해부학

우월한 주식들의 공통적인 특성은 무엇이며 LTGG 포트폴리오는 어떻게 구성될까요?

2020년 4월호 작성 당시 저희 에디터 사무실은 복새통이 따로 없었습니다. 1년 사이 얼마나 많은 변화가 있었는지요! 집에 앉아 가만히 생각해보면 바뀌지 않은 중요한 것들에 안심하게 됩니다. 그 중 하나가 바로 LTGG 팀의 아웃라이어 투자입니다. 앞으로 혁신적인 성장을 이룰 것으로 기대되는 아웃라이어 기업들이죠.

17여년 전 LTGG가 처음 생긴 이후, 저희는 아주 극소수의 기업만이 진정 특별한 성장과 수익 실현 가능성을 가진다고 생각했습니다. 이러한 믿음은 선택과 집중에 기반한 당사의 투자 방식을 뒷받침합니다. 시간이 지나면서 어떻게 기술 혁신이 위대한 기업과 그 외 다수 사이의 차이를 만드는지 목격했고, 그 믿음은 더욱 강해졌습니다. 점차 많은 학술 연구에서도 이러한 접근방식이 입증되었습니다.

저희는 지난해 보고서에 '소노라 사막에서 얻은 교훈'이라는 글을

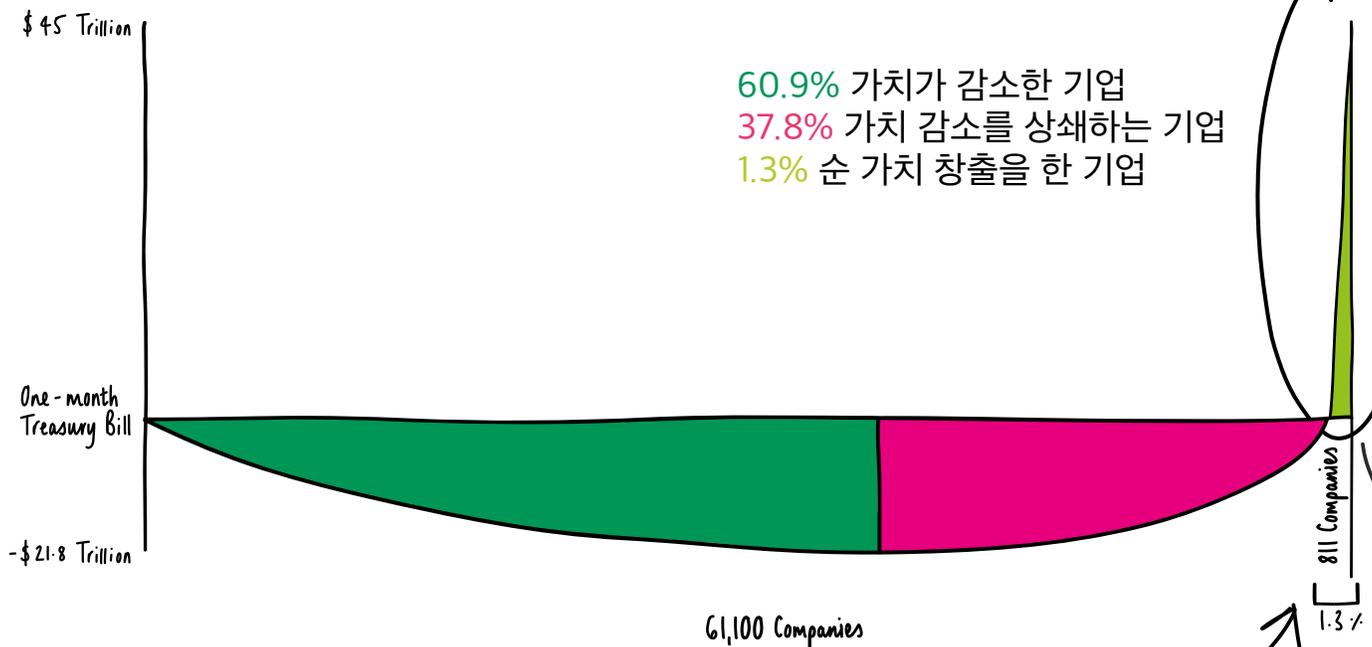
게재, 장기적인 수익의 근원을 찾는 실증적 작업을 다룬 바 있습니다. 이런 극소수의 우수 기업들이 공통적으로 보이는 특성에 대해 잠정적 결론을 내기도 했습니다.

미국에서는 1926년부터 2016년까지 90년이 넘도록 전체 기업 중 4%가 주식시장의 순 수익을 창출해왔습니다. 이들이 창출한 수익은 35조 달러에 달해 국채를 넘어섰습니다. 전세계를 보면 이러한 현상이 더욱 두드러집니다. 전체의 1%가 약 45조 달러를 창출합니다. 저희는 이 특별한 1%의 기업들에 공통적인 특성이 있는지 여부를 탐색했습니다. 이후 이렇게 특별한 기업들을 찾을 가능성을 극대화하기 위해서요. 그 1%의 공통적인 특성은 다음과 같습니다.



LTGG는 어떻게 구성되는가

1990년~2018년 사이 전세계 상장 주식이 창출한 부

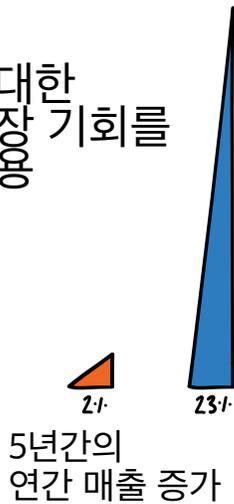


중요한 것은 정말 소수의 기업이다!

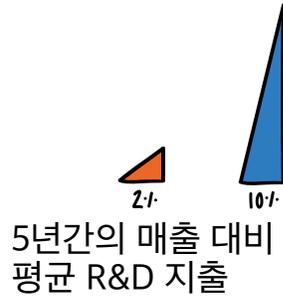
최고 성과 기업...

MSCI ACWI (orange) LTGG (blue)

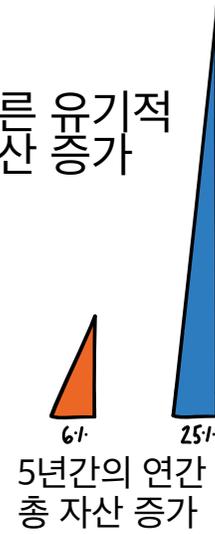
거대한 시장 기회를 활용



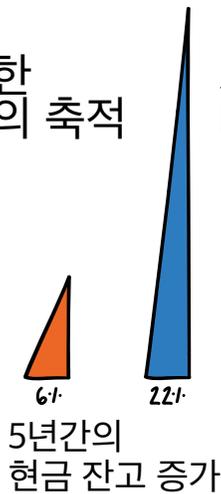
재투자 및 실험



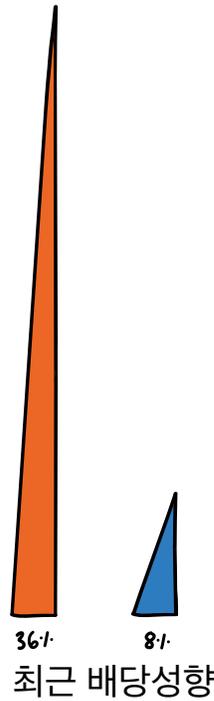
빠른 유기적 자산 증가



상당한 현금의 축적



자산을 재투자에 더욱 집중



LTGG의 포트폴리오와 이러한 특성과 비교하면 미래에 대한 큰 기대가 생깁니다. 그런데 주식시장 전반에서 아웃라이어의 증거를 충분히 강조하고 있지는 않습니다. 저희는 향후 10년간 이익을 견인할 수 있는 기업을 찾고 투자하겠다는 당면과제에 집중하고 있습니다.

출처: Baillie Gifford 및 기초 데이터 제공업체, 2020년 12월 31일 기준.

연말 기준 기간수익률(%)

	2016	2017	2018	2019	2020
LTGG Composite Net	-4.0	54.0	-1.6	34.1	102.0
MSCI AC World Index	8.5	24.6	-8.9	27.3	16.8

출처: Baillie Gifford 및 기초 데이터 제공업체. 미국 달러.

과거의 실적이 반드시 미래의 수익률을 보장하는 것은 아닙니다. 투자 전략의 변화와 투자 또는 투자 철회 등으로 포트폴리오의 실적과 결과가 크게 달라질 수 있습니다. 모든 투자전략에는 이익과 손실의 가능성이 존재합니다.

면책조항

출처: MSCI. MSCI는 명시적으로 또는 암시적으로 보증이나 표현을 하지 않으며 본 보고서에 포함된 MSCI 데이터와 관련하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 해당 MSCI 데이터를 재배포하거나 기타 지수 또는 증권 또는 금융상품의 근거로 활용할 수 없습니다. MSCI는 본 보고서를 승인, 보증, 검토, 작성하지 않았습니다. 본 보고서에 포함된 MSCI 데이터는 투자 조언이 아니며 특정 투자 결정을 하도록 (또는 특정 투자를 지양하도록) 추천하지 않으므로 그러한 목적으로 해당 데이터에 의존하여서는 안됩니다.

중요 정보

Baillie Gifford & Co와 Baillie Gifford & Co Limited는 영국 금융당국(Financial Conduct Authority, 약칭 FCA)의 인가 및 규제를 받고 있습니다. Baillie Gifford & Co Limited는 OEIC의 공인 기업이사(Authorised Corporate Director)입니다.

Baillie Gifford Overseas Limited는 영국 외 국가의 전문/기관투자자에게만 투자관리 및 자문서비스를 제공합니다. Baillie Gifford & Co는 Baillie Gifford Overseas Limited 소유이며, Baillie Gifford & Co와 Baillie Gifford Overseas Limited는 영국 FCA의 인가 및 규제 하에 있습니다.

영국 외의 지역에 거주 또는 주소지를 두고 있는 경우, 전문상담인에게 문의하여 영국 내 투자를 위해 정부 및 기타 기관의 허가를 구하여야 하는지 확인하고, 세무상담인에게 본인의 상황에 맞는 세무 조언을 구하여야 합니다.

유럽

Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limited는 (영국을 제외한) 유럽 고객에게 투자관리 및 투자자문을 제공하고 있습니다. 2018년 5월 아일랜드에서 설립되어 아일랜드 중앙은행(Central Bank of Ireland)의 허가를 받았습니다. EU 금융상품투자지침(MiFID) 허가를 통해 Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limited(프랑크푸르트 지점)을 설립하여 독일에서 투자관리 및 자문 서비스를 제공하고, Baillie Gifford Worldwide Funds plc의 상품을 판매하고 있습니다. Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limited는 연방금융기관법("FinIA") 제 58조에 의거하여 스위스 취리히에도 대표사무소를 운영하고 있습니다. 해당 사무소는 지점이 아닌 바 Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limited에 업무를 위임할 권한을 가지지 않습니다. 이는 FinIA의 관련 경과규정에 따라 스위스 내 집합자산을 운용하는 외국인이 속한 대표사무소를 유지하기 위하여 스위스 금융시장감독국(FINMA)의 승인을 받도록 하기 위함입니다. Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limited은 Baillie Gifford & Co가 소유하는 Baillie Gifford Overseas Limited의 자회사가 소유하고 있습니다.

홍콩

Baillie Gifford Asia (Hong Kong) Limited (柏基亞洲(香港)有限公司)는 Baillie Gifford Overseas Limited 소유 법인으로 홍콩 내전문 투자자에게 Baillie Gifford의 집합투자기구를 광고 및 판매하기위해 홍콩 증권선물거래위원회의 1종과 2종 라이선스를 보유하고 있습니다. 소재지 및 연락처는 다음과 같습니다. 주소: 30/F, One International Finance Centre, 1 Harbour View Street, Central, Hong Kong. 대표번호: +852 3756 5700.

한국

Baillie Gifford Overseas Limited는 한국 금융감독위원회로부터 역외 투자일임업 및 투자자문업 인가를 받았습니다.

일본

Mitsubishi UFJ Baillie Gifford Asset Management

Limited(MUBGAM)는 Mitsubishi UFJ Trust & Banking Corporation 과 Baillie Gifford Overseas Limited의 합작투자회사로 영국 금융당국의 인가 및 규제 대상입니다.

호주

본 자료는 귀하가 호주 회사법(2001)에 정의(5761G)된 대형고객 (wholesale client)이라는 가정 하에 제공됩니다. Baillie Gifford Overseas Limited (ARBN 118 567 178)는 해당 회사법 상 외국회사로 등록되어 호주 대형고객에게 금융서비스를 제공하기 위한 회사법 (2001) 상의 금융업인가 취득을 면제받았습니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 호주 내 적용법과 다소 상이한 영국 금융당국의 인가 및 규제 대상입니다.

남아프리카

Baillie Gifford Overseas Limited는 남아프리카 금융위원회에 외국금융서비스제공인으로 등록되었습니다.

캐나다

Baillie Gifford International LLC는 Baillie Gifford Overseas Limited의 소유로 2005년 델라웨어(Delaware)에서 설립되어 미국 증권거래위원회(SEC)에 등록되었습니다. 북미 시장에서 Baillie Gifford Overseas Limited의 대고객 서비스와 마케팅을 수행하는 법인입니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 SEC에 투자자문사로 등록되었습니다.

담당 운용역은 캐나다에 거주하지 않으며, 본사와 주요 사업장은 스코틀랜드 에든버러에 위치합니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 온타리오증권위원회(OSC)의 자산운용사 및 면제 시장거래인으로서 캐나다의 규제 대상입니다. 자산운용 면허는 캐나다 알버타, 퀘벡, 서스캐처원, 매니토바, 뉴펀들랜드앤라브라도에서, 면제 시장거래인 면허는 캐나다 전역에서 통용됩니다. Baillie Gifford International LLC는 면제 시장거래인으로서 OSC의 규제를 받으며, 해당 면허는 캐나다 전역에서 통용됩니다. Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limited(BGE)는 온타리오와 퀘벡에서 국제투자기금운용사를 위한 면제(International Investment Fund Manager Exemption)에 의존하고 있습니다.

오만

Baillie Gifford Overseas Limited("BGO")는 오만에서 사업의 영위나 사무소의 개설을 등록한 바 없으며, 오만에서 은행업을 수행하거나 금융 서비스를 제공하지 않습니다. 이에 따라 BGO는 오만 중앙은행이나 오만 자본시장청의 규제를 받지 않습니다. 또한 오만 자본시장청 및 기타 오만의 규제 당국으로부터 오만 내에서 금융 관련 자문이나 서비스를 제공하기 위한 어떠한 허가, 면허, 또는 승인을 받은 바 없습니다. BGO는 오만 내에서 사업을 영위할 뜻이 없고, 금융 또는 투자 상품 또는 서비스를 홍보, 제공, 판매 또는 유통하지 않으며, 증권이나 금융 상품, 금융 서비스에 대한 청약을 실시하지 않습니다. 본 보고서를 수령하는 자는 (자본시장법 시행령 제139조에 명시된) 금융기관 또는 전문 투자자로서 그 임직원은 관련 사업 및 금융에 대한 경험을 바탕으로 투자의 이익과 위험을 평가할 능력이 있습니다.

카타르

본 보고서는 관련 위험을 독립적으로 살펴볼 의향이 있고, 그러한 능력이 있는 소수의 투자자에게 제공됩니다. 일반 대중이 아닌 지정된 수신인에게만 공개되는 것으로

(해당 수신인의 직원, 대리인 또는 해당 수신인의 고문을 제외한) 그 외 인물에게는 제공하거나 제시하지 않습니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 카타르 중앙은행이나 여타 카타르 법률에 등록된 바 없으며, 등록할 계획이 없습니다. 카타르의 관할구역에서는 어떠한 거래도 하지 않을 것이며, 본 보고서와 관련된 질의는 Baillie Gifford로 하기 바랍니다.

이스라엘

Baillie Gifford Overseas는 투자자문, 투자마케팅 및 자산운용에 관한 법률 5755-1995(자문법)에 의한 허가를 취득하지 않았으며 해당 법률에 의거한 보험에 가입하지 않았습니다. 본 보고서는 해당 법률의 제1 부속서에 명시된 자격을 갖춘 이스라엘 거주자를 위해 작성되었습니다.



Investment managers

Calton Square, 1 Greenside Row, Edinburgh EH1 3AN
Telephone +44 (0)131 275 2000 / bailliegifford.com