

글로벌 알파 리서치 어젠다

2020



본 보고서는 전문투자자만을 대상으로 작성되었으며, 일반 투자자용이 아니므로 그 외의 경우에는 본 보고서에 의존해서는 안됩니다.

중요 정보 및 리스크 요인

본 보고서는 전문투자자만을 대상으로 작성되었으며, 일반 투자자용이 아니므로 그 외의 경우에는 본 보고서에 의존해서는 안됩니다.

본 보고서는 2020년 2월을 기준으로 작성 및 승인되었으며 그 이후 업데이트 되지 않았습니다. 보고서 작성 당시의 의견을 대변하는 것으로 현재의 관점을 반영하고 있지 않을 수 있습니다.

투자 이익 및 손실 가능성

모든 투자전략에는 이익과 손실의 가능성이 존재합니다. 과거의 성과가 미래의 수익률을 보장하지는 않습니다.

종목 예시

본 보고서에 게재된 종목 예시 및 이미지는 특정 주식의 매매를 권장하거나 향후 수익성이 있음을 나타내기 위한 의도로 사용되지 않았습니다. 해당 종목이 당사의 미래 포트폴리오에서 어떤 양상을 나타낼 것인지 알 수 없습니다. 모든 개별 종목은 전체 포트폴리오의 일부만을 대표하며 오로지 당사의 투자방식 설명을 돕기 위해 선택되었습니다.

해당 보고서는 상품투자에 독립적이지 않은 관계자가 작성했을 수 있습니다. 따라서 독립적 조사에 대해 제공되는 보호 조치를 받지 못할 수 있으며, Baillie Gifford와 직원은 해당 투자 거래에 관여했을 수 있습니다.

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

본 보고서의 모든 이미지는 오직 설명을 돕기 위해 삽입되었음을 밝힙니다.



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

**CHARLES
PLOWDEN**

운용역

Baillie Gifford 37년 근무
총 37년 경력



**MALCOLM
MACCOLL**

운용역

Baillie Gifford 21년 근무
총 21년 경력



**SPENCER
ADAIR**

운용역

Baillie Gifford 20년 근무
총 20년 경력





글로벌 알파 리서치 어젠다

본 보고서를 통해 2020년의 리서치 어젠다를 발표합니다. 이를 통해 올 한해동안 집중하게 될 주요 주제 영역을 엿볼 수 있습니다. 당사는 세부적인 부분에 주목하고 주식에 집중하는 기존의 접근법은 고수하되, 다음의 어젠다를 참고하여 실무에 임하고자 합니다. 해당 어젠다는 숨겨진 새로운 성장 기회를 찾는 동시에 현 포트폴리오를 세심하게 들여다볼 수 있는 프레임워크를 제시합니다. 이러한 작업에는 시간 제한이 없습니다. 바로 포트폴리오 변경으로 이어지는 리서치 프로젝트가 있는 반면, 수년간 어떠한 영향도 미치지 못하는 프로젝트도 있습니다. 투자는 끊임없이 이어지는 프로세스입니다. 당사의 포트폴리오는 마르지 않는 호기심과 꺼지지 않는 학구열을 바탕으로 항상 미래 잠재력으로 충만할 것이라 확신합니다.

지난 해 어젠다 중 포트폴리오 상 가장 유의미한 변화를 불러온 영역은 변화하는 헬스케어 산업이었습니다. 실제 지난 1년간, 당사 포트폴리오에서는 Illumina(유전자배열), Abiomed(미니어처 심장 펌프), Novocure(새로운 암 치료법), Teladoc(의료서비스), Sysmex(진단법) 등 다섯가지 종목에 신규 투자했습니다. 또한 무역전쟁과 경제성장 둔화 등의 우려를 씻어낼

수 있는 구조적 강점을 지닌 기업을 찾기 위한 시도를 통해 개도국 시장에 대한 투자도 늘렸습니다. 이를테면 Prudential(생명보험), Alibaba(이커머스, 클라우드) 등을 포함하고, Reliance Industries(인도 석유화학, 통신, 리테일) 그리고 Brilliance(BMW의 중국벤처투자)를 추가로 구입했습니다.



에너지의 미래와 대전환

천연가스와 석유, 석탄으로 대표되는 화석연료는 전세계 에너지 소비의 75%를 담당하며 난방과 운송, 음식, 전자기기의 충전 등에 쓰이고 있습니다. 앞으로 투자의 여러 측면을 좌지우지할 것으로 예상되는 지구 온난화의 주범이기도 합니다.

기후변화에 대한 무관심이 끔찍한 결과를 초래할 것으로 점쳐지는 가운데, 대체 가능한 재생 에너지원으로 에너지의 전환이 일어날 것이 분명해 보입니다. 이에 당사는 향후 몇달간, 재생에너지 기술, 친환경 교통 솔루션, 탄소 포집 또는 상품의 재활용 등 새로운 저탄소 환경 조성을 돕는 기업에 투자할 기회를 신중하게 찾고자 합니다. Tesla는 운송과 에너지 축적 분야에서 변화를 선도하며 확장성이 있는 기업으로 부상한 바 있습니다. 이 물결을 이어갈 다음 기업들은 어디에 있을까요?

동시에 에너지 산업의 전환이 탄소 추출 산업에는 어떠한 영향을 미칠 것인지 검토하고자 합니다. 이미 재생에너지 기술에 수십억 달러의 투자를 시작한 에너지 '자본'도 있는데, 이러한 기술이 에너지 전환에서 중요한 역할을 할 수 있을까요? 가장 청정한

화석연료인 천연가스는 에너지 산업의 전환 과정에서 아무런 역할도 하지 못할까요? 개도국 시장의 성장 덕분에 화석연료의 수요는 끊이지 않고, 이 때 성장 투자가 붕괴된다면 우리는 과연 거대한 자본순환에 대비할 수 있을까요?

우리는 여러 복잡한 질문을 고려해야 합니다. 특히 20년 후 에너지 환경이 극적으로 변화할 것이라는 관점을 바탕으로 자본순환을 논할 때, 어떻게 그 열정 안에서 균형을 찾을 것인가를 생각해보아야 합니다. 또한 우리에게 투자의 수익을 극대화하고, 동시에 피투자기업이 우리 사회에 윤리적 책임을 다하도록 독려해야 할 의무가 있음을 반드시 기억해야 합니다.

장기적 전망과 더불어 실제로 변화가 실현된 증거가 크지 않다는 판단에 따라 현재 당사의 화석연료 관련 투자규모는 크지 않습니다. 이러한 관점은 언제든 변경될 수 있습니다만, 무엇보다도 에너지의 미래를 새롭고 지속가능한 세계로 선도하면서 실제 가치를 창출할 수 있는 기업을 발굴하겠다는 당사의 포부가 가장 중요합니다.

변화하는 자본주의의 얼굴

꽤 오래 당사는 우리가 중대한 인구학적, 문화적 변곡점 위에 서있는 것일지 모른다는 완곡한 신호에 주목하고 있습니다. 당사는 업계 리더 및 여러 사람들과 소통하며 서구 사회 전역에 새로운 목소리가 힘을 얻고 있음을 알게 되었습니다. 기업 내의 무자비한 자본주의적 태도가 직원, 소비자, 공급자, 정부, 주주 등 다양한 이해당사자에 더 큰 중점을 두는 태도로 대체되고 있음을 느끼고 있습니다. 언제나 당사는 열린 마음으로 모든 이해당사자를 대하는 것이야말로 장기적인 지속가능성과 투자의 성공의 필수요소라고 생각하고 있습니다.

때문에 많은 기업에서 이해당사자 간 조율이 진화한다는 것은 결국 당사의 장기적 관점과 일치하며, 차세대 혁신기업이 새로운 기회를 제시할 것이라는 생각입니다. 기존 기업 중에는 Microsoft가 태도의 변화를 잘 보여주고 있습니다. 이들은 한때 배타적이고, 방어적이며, 딱딱한 관행을 보여주었지만, 새로운 경영진과 함께 진취적이고, 야심 찬 고객 중심의 조직으로 진화했습니다. 또한 새로운 혁신기업 물결의 예로 이커머스 플랫폼인 Shopify를 소개하고자 합니다. Shopify의 비즈니스 모델은 기본적으로 고객과 생태계의 성공에 연결되어 있습니다.

우리는 소득증가의 정체와 부의 불평등에 대한 반응 또는 환경에 대한 광범위한 우려 등, 서구사회 내에서 드러나는 태도의 변화 그리고 그 문화적 기반에 대해 알아보려 합니다. 이 분명한 트렌드가 일시적일 수도 있고, 때문에 업계 리더들의 말이 아니라 행동을 지켜보아야 함을 잘 알고 있습니다. 다만, 어떤 움직임이 강력한 문화적 변화에 의한 것이라면, 그 힘은 강력하고 오래 지속될 수 있을 겁니다.



Satya Nadella, Microsoft CEO.
© Bloomberg/Getty Images.

서구사회 내의 분명한
태도 변화 그리고 그
문화적 기반에 대해
알아보고자 한다...

소비자의 눈길을 끌기 위한 전쟁

최근 몇 년간 뉴스와 사회적 상호작용, 게임, 쇼핑, 텔레비전, 음악, 영화 등이 디지털화 되면서 당사 포트폴리오의 수익률에 상당 부분 도움을 받았습니다. 더욱 편리하면서도 무제한에 가까운 선택권을 제시하는 새로운 비즈니스 모델이 등장하자 변화가 더딘 기업의 설 자리가 좁아졌습니다. 올해는 이러한 혁신을 어디까지 확장할 있는지 시험해 볼 계획입니다. 기업이 성숙해지면 Facebook, (Naspers를 통해 투자한) Tencent 그리고 Netflix 등의 성장 전망에는 방해가 될까요? 현 시대의 과잉 공급 및 경쟁 심화가 이들 기업의 가능성을 저해하게 될까요? 여전히 엄청난 기회를 가지고 있는 기업은 어디일까요?

선택권의 과잉이 마비로 이어질 조짐은 오래 전부터 있었던 것 같습니다. 이커머스의 경우, Amazon Prime 회원의 25%는 2019년 실시된 한 조사를 통해 제품 수가 너무 많아서 '압도된다'고 답변했습니다. 옷걸이처럼 간단한 물건의 검색 결과가 10만건을 넘어가면, 그 압도감을 이해할 수 있을 겁니다. 미디어에서도 마찬가지죠. 전세계적으로 YouTube 콘텐츠의 일별 평균 시청시간은 10억 시간입니다. 중간에 멈추지 않고 10억 시간을 보려면 10만년이 걸립니다. 그리고 Netflix 회원 중에 대충 콘텐츠 목록만 훑어보는 것에 그치지 않고 꼼꼼하게 시청하는 사람은 얼마나 되는지요?

여러 산업 전반에서 진화하고 있는 힘을 탐색할 때에는 소비자의 제한된 시간과 관심을 끌기 위해 싸우는 기업들의 눈을 통하면 쉽습니다. 살 수 있는 물건이 너무 많을 때, 들을 수 있는 음악이 너무 많을 때, 볼 수 있는 영화가 너무 많을 때, 선택할 수 있는 게임이 너무 많을 때, 과연 어떤 일이 일어날까요?

이제는 제품과 미디어 선택을 돕는 리뷰도 너무 많고, 이는 선택권의 과잉에 한층 더 기여하고 있는지 모릅니다. 이러한 상황에서 소비자의 행동은 어떻게 변화할까요? 가상의 홈 어시스턴트 같은 새로운 소비자 인터페이스는 어떠한 영향력을 갖게 될까요? 소비자의 관심을 유지하기 위해 기업들은 어떠한 방법에 적응해야 옳은 걸까요?

우리는 기업이 계속해서 고객의 눈길을 끌기 위해서는 적응을 해야 한다는 가설을 세웠습니다. 훌륭한 유통과 선택을 구비하면 소비자의 눈길을 끌기 위한 경쟁에서 약간의 효과가 있을 지 모릅니다. 하지만 이 경쟁에서 돋보이기 위해서는 콘텐츠의 품질, 원활한 고객센터, 탁월한 추천기능, 신뢰와 미디어 큐레이션(media curation)이 필요합니다. 소비자의 관점에서는 단순함이 가장 중요한 요소가 되지 않을까 생각합니다. 단순함을 구현하는 게 쉽지는 않지만, 이 싸움에서 이기려면 반드시 이뤄내야 합니다.

**선택권의 과잉이 마비로
이어질 조짐은 오래
전부터 있었던 듯하다.**



비명(The Scream), 1895, 개인소장, 에드바르 뭉크(Edvard Munch) 작품 (1863-1944).
© Hulton Archive/Getty Images.

클라우드 기반 혁명

현재 당사의 글로벌 알파 포트폴리오에는 클라우드 기반 소프트웨어 산업의 성장과 연관된 종목이 꽤 많이 포함되어 있습니다. 주로 Alibaba, Amazon, Microsoft 등 대규모 인프라와 서비스를 제공하고 있는 회사들이죠. 이러한 서비스에 대한 수요는 폭발적으로 증가했고, 새로운 스타트업은 물론 기존의 기업들까지 해당 서비스를 받아들이면서 그 수요가 우리가 염원했던 수준마저 넘어섰습니다.

올 한 해 우리는 이 산업에서 다음의 세가지 중요한 질문에 답을 구하고자 합니다. 그 첫번째 질문은 우리가 과연 클라우드 서비스의 수용곡선 상 어디에 위치하는지와 관련이 있습니다. 이는 현재 Amazon Web Services(AWS) 및 Microsoft(Azure)와 같은 기업이 보여주는 인상적인 수익과 이유에는 대규모 시가총액이 동반되는 경우가 많기 때문에 중요합니다. 아직도 우리는 '기술의 S 곡선' 상 초기에 있을 뿐이고, 필수업무를 클라우드로 이전하기 시작했을 뿐이라는 생각에는 변함이 없습니다. 이는 엄청난 자본투자에 완전한 정당성을 부여하는

대목이기도 합니다. 이쯤에서 우리의 신념을 더욱 공고히 하고자 합니다. 두번째 관련 질문은 이들 기업의 궁극적인 기대 수익은 어느 정도일 것인가입니다. AWS는 부가가치 서비스의 제공을 통해 영업이익을 20% 이상으로 끌어올릴 수 있었습니다. 이러한 수익성의 지속을 기대해도 좋을까요? 아니면 오직 대규모 기업만이 이 방식을 유지할 수 있을까요? 수익성은 지금보다 더 높은 수준까지 증가할 수 있을까요?

마지막 질문으로, AWS를 비롯한 여러 기업이 점점 더 많은 도구와 서비스를 제공하게 되면 (Salesforce, Dropbox 등) 오늘날 클라우드에 특화된 기업의 장기적 전망은 어떻게 될까요? 이들은 폭넓은 클라우드 기반의 생태계의 일부로서 AWS나 Azure 같은 기업들과 협업하며 계속 성장을 이어갈 수 있을까요? 아니면 시장의 혁신을 위한 넉넉한 예산을 바탕으로 통합 번들 제품을 판매할 수 있는 대형 주주들에 밀려 경쟁에서 도태되고 말까요? 클라우드 분야의 여러 회사들에게 부여된 평가를 고려할 때, 정말 중요한 문제입니다.

멘탈 모델

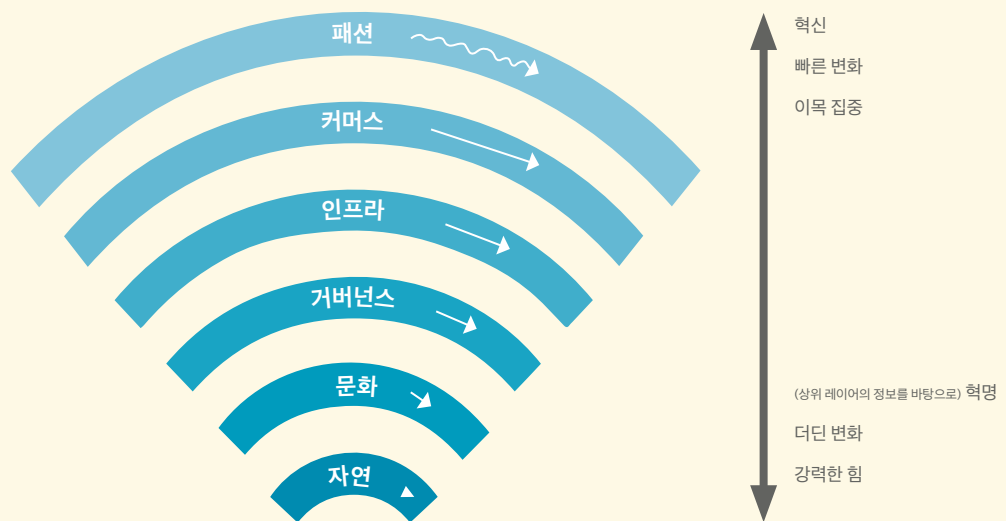
우리는 매년 글로벌 알파 어젠다를 통해 당사 내부 프로세스를 증진하기 위한 노력을 알려드리고자 했습니다. 2020년에는 멘탈 모델, 즉 인식 모형을 활용하는 방식을 재정비하는 시간을 가지려 합니다. 멘탈 모델은 거대한 아이디어를 간소화 한 모형입니다. 훌륭한 멘탈 모델일수록 복잡한 현실을 가져다 핵심으로 요약하는 지도와 유사합니다. 축척이 1:1인 지도는 지구만큼 클 테니, 중요한 것만 단순화할 때는 쓸모가 없겠지요. 다양한 산업과 학문 분야의 멘탈 모델을 활용하면 특정 문제에 대한 새로운 통찰과 인지적 다양성을 얻을 수 있습니다. 하나의 질문을 다차원에서 살펴볼 때 상황의 변화를 결정짓는 변수를 이해하고 식별할 수 있습니다.

실제로, 변화의 속도 자체를 대상으로 멘탈 모델의 활용을 생각해볼 수 있습니다. 여러 멘탈 모델 중에서도 특히 속도를 레이어링 하는 컨셉의 모형에 주목하게 되었습니다. 작가 Stewart Brand가 처음 도입한 이 모델은 패션과 커머스에서 시작해 인프라, 거버넌스, 문화를 거쳐, 궁극적으로는 자연에 이르기까지 우리 사회와 경제 내에 여러 '레이어'가 있다는 원칙을 기반으로

하고 있습니다. 가장 높은 곳에 위치한 레이어가 가장 빠르게 변화합니다. 밑으로 내려갈수록 변화의 속도는 더디지만 결국 가장 강력한 힘을 가집니다. Amazon과 Google 등 플랫폼 비즈니스를 생각하며 우리는 이와 같은 Brand의 작업에서 큰 영향을 받았습니다. 이런 회사들은 커머스 레이어를 뚫고 이제 '인프라'에 침투, 훨씬 심오한 경쟁력을 누리게 되었다고 할 수 있을 듯 합니다. 이들이 끝내 '거버넌스(규제)'의 구속을 받게 될 것인지 여부는 여전히 논의 중입니다.

당사는 다양한 학문 분야의 거대한 아이디어를 찾고, 그 아이디어가 투자자들에게 어떠한 의미인지 조사하며, 그 한계를 파악하는데 전념하고자 합니다. 멘탈 모델의 도구와 이 도구를 적절히 활용하기 위한 지식을 발전시킨다면, 세계와 그 구조적 변화의 방향을 더욱 이성적으로 생각할 수 있을 겁니다. 결국 초반에 더 훌륭한 결정을 내리고, 더 넓은 식견으로 타인의 생각을 비판적으로 소화할 수 있도록 하는 것이 궁극적인 목표입니다. 그리고 가장 강력한 아이디어를 공유하고자 합니다.

속도 레이어링



*Stewart Brand의 1999년 저서, 롱 나우의 시계(The Clock of the Long Now) 참고

결론

올해의 어젠다를 아우르는 주제는 여러 국가를 가로지르는 구조적 변화를 이끌고 있는 힘입니다. 변화는 기회를 동반하기에 산업을 바꾸는 특출한 성장기업을 찾아내는 작업을 하기에 앞서 당사도 기대가 큼니다. 시장의 단기적 향방이나 포트폴리오의 가치를 예측할 수는 없지만, 장기적으로 고객들에게 우수한 실적을 제공할 수 있을 것임은 자신합니다.

중요 정보

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

Baillie Gifford Overseas Limited는 영국 외 국가의 전문/기관투자자에게만 투자관리 및 자문서비스를 제공하며, Baillie Gifford & Co 및 Baillie Gifford Overseas Limited 소유로 영국 FCA의 인가 및 규제 하에 있습니다.

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

홍콩

Baillie Gifford Asia (Hong Kong) Limited (百利亞洲(香港)有限公司)는 Baillie Gifford Overseas Limited 소유 법인으로 홍콩 내 전문 투자자에게 Baillie Gifford의 UCITS 펀드를 광고 및 판매하기 위해 홍콩 증권선물거래위원회의 1종 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 Corporation과 Baillie Gifford Overseas Limited의 합작투자회사로 영국 금융당국의 인가 및 규제 대상입니다.

호주

본 자료는 귀하가 호주 회사법(2001)에 정의(s761G)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 적용법과는 상이한 영국 금융당국의 인가 및 규제 대상입니다.

남아프리카

Baillie Gifford Overseas Limited는 남아프리카 금융위원회에 외국금융서비스제공인으로 등록되었습니다.

북미

Baillie Gifford International LLC는 Baillie Gifford Overseas Limited의 소유로 2005년 델라웨어(Delaware)에서 설립되었습니다. 미국에서는 Baillie Gifford Overseas Limited의 대고객 서비스와 마케팅을 수행하고 캐나다에서는 일부 마케팅을 수행하는 법인입니다. Baillie Gifford Overseas Limited는 미국 증권거래위원회에 투자자문사로 등록되었습니다.

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) Limited은 Baillie Gifford & Co가 소유하는 Baillie Gifford Overseas Limited의 자회사가 소유하고 있습니다.

세상에
호기심을
품다

bailliegifford.com/thinking