

안녕하세요 머스트자산운용 김두용 입니다.

지난 레터 이후 반년 만에 레터를 드립니다. 지난 25년에도 투자회사 머스트를 애정하고 응원해 주셔서 진심으로 감사드립니다.

2025년 1년간의 운용성과는 다음과 같습니다.

-Korea Focus 펀드(1~8호 등) : +65.6% ~ +68.3%

-Korea Only 펀드(9호) : +74.9% (vs KOSPI +75.6%, KOSDAQ +36.5%)

-U.S. Focus 펀드(10호) : +44.2% (vs S&P500 +16.4%, NASDAQ +20.4%)

* Korea Focus : 한국에 약 75%, 미국 등 기타 국가에 약 25% 투자하는 펀드 / Korea Only : 한국에만 투자하는 펀드 / U.S. Focus : 미국에 약 75%, 한국 등 기타 국가에 약 25% 투자하는 펀드입니다.

지난해 모든 펀드가 다행히 절대적으로 낮지 않은 수익률을 기록했습니다. 하지만 마지막 4분기에 코스피가 약 23% 상승하였음에도 펀드는 약 1%의 분기 수익률만을 기록하여 3분기까지의 절대적, 시장 상대적으로 꽤 괜찮았던 성과가 연간으로 평범하게 둔감화된 점은 상당히 아쉬웠습니다

당사는 시장 지수를 추종하지 않고 절대 수익률을 추구하는 펀드이고, 대부분의 고객분들이 5~10년 이상 장기투자자 이시지만, 지난 4분기의 상대적 뒤처짐에 대한 아쉬움을 함께 느끼셨을 투자자분들의 마음을 공감하며 4분기에 초점을 맞춘 운용상의 복기 내용을 아쉽고 송구한 마음을 담아 공유 드리겠습니다.

우선 지난 4분기 코스피의 이례적인 상승은, 잘 알려진 바와 같이, 합산하여 전체 시장의 30~40%를 차지하는 SK하이닉스와 삼성전자가 각각 3개월 동안 87%, 44% 상승하였기 때문입니다. 따라서 이 두 기업을 30~40% 보유하지 못한 투자자는 물리적으로 시장 수익률을 따라가기 어려웠고, 수급 블랙홀 효과(자본시장에서 두 기업에 대해 수급이 급격히 쏠림에 따라 다른 괜찮은 한국 기업들의 주가가 침체됨)로 인해, 절대적인 수익 창출 또한 이례적으로 어려웠던 특정 분기였습니다.

안타깝게도 4분기 시작 시점, 당사의 SK하이닉스+삼성전자 합산 비중은 약 2%에 불과했습니다. 당사는 AI가 만들어가는 시장의 변화를 이해하려 노력했고 지난 몇 년간 국내와 해외에서 여러 좋은 투자기회들을 발굴하여 좋은 성과를 거두어 왔지만, 정작 메모리반도체 쇼티지(shortage)의 순간에서 과감하게 관련된 투자의 비중 확대를 충분히 하지 못했습니다. 상당히 아쉬운 과오임에 분명합니다. 그 과오가 진심으로 아쉽고 송구합니다.

현재 기준으로 당사는 점점 심화되는 쇼티지 상황에 대한 투자 매력을 팔로우업하면서 4분기 중 비중 확대를 통해, 두 기업 합산 약 15%, 관련된 소재, 장비 기업들까지 포함하면 약 25%의 비중을 투자중입니다. 작지 않은 비중이지만 한국 전체 시장과 비교하면 여전히 시장 대비 약 10~20% 낮은 비중입니다. 매일 같이 변하는 해당 산업의 환경, 시장의 변화들을 학습과 모니터링하면서 당사의 운용 전략은 변화해 갈 것입니다만, 웬만해서는 해당 산업에 대한 투자 비중을 현재의 비중에서 유의미하게 추가 상승시키지는 않을 생각입니다. 이에 대한 당사의 운용적 판단의 기초와 기저가 되는 생각들에 대해 잠시 말씀드리겠습니다.

당사는 지금의 메모리반도체와 같이 빠른 주가 상승 가능성이 예상되는 매우 매력적인 투자아이디어가 있을 때, 리서치하며 강한 설렘을 느낍니다. 하지만 당사는 그와 동시에 그 설렘이 운용적인 흥분으로 이어질 수 있음에 대하여 강한 경계를 합니다.

혹자는 기대값이 좋은 투자아이디어에 집중투자하는 것이 우월전략이라고 생각할 수 있고 저희도 그 생각 자체를 부정하지는 않습니다. 다만 101026&0을 운용철학으로 창업한 당사는 단기적으로 기대값이 최대화되는 투자전략뿐만 아니라, 수익률의 변동성을 최소화하고 그렇기에 가능한 중장기적으로 극대화된 수익률을 달성하는 투자전략을 함께 균형감 있게 지향하고 있습니다.

그렇기에 당사는 특정 아이디어(theme, cause)로 묶여 동질화된 투자 대상에 20~30%를 초과하여 투자하지 않으려 합니다. 그리고 2002년 투자를 시작하고 2006년 회사를 시작한 이후 긴 기간 동안 단 한 번의 연간 마이너스였던 2022년의 변동성을 겪으면서 당사는 이러한 운용철학을 더욱 견고히하게 되었고, 이를 시스템화 하였으며 그 생각을 고객분들께도 명확히 공유한 바 있습니다.

당사는 향후에도 흥분하지 않는 절제된 운용을 통해 당사와 수익자 모두의 공통된 목표인 '변동성을 최소화하고 중장기적으로 상당히 괜찮은 운용성과(101026&0)'를 만들어 나가겠습니다. 이러한 당사의 운용철학에 대해 폭넓은 이해와 지지하는 마음을 가져 주시길 바라겠습니다.

그리고 다가올 미래에 대해 조심스럽게 말씀을 드리겠습니다. 당사의 포트폴리오 중 메모리반도체 쪽이 아닌 약 3/4을 차지하는 투자대상들은 현재 매우 매력적인 투자 기대값을 유지하고 있다고 생각합니다. 이들 대부분은 지난 몇 달간 1) 관심 블랙홀 효과로 인해 이들의 내재적 펀더멘털 상승이 알려지지 않았고 2) 수급 블랙홀 효과로 인해 견고한 펀더멘털 임에도 불구하고 주가가 횡보 혹은 하락을 하여서, 기존의 매력에 더해 1)과 2) 만큼 투자 매력이 높아진 상황이라고 판단됩니다.

따라서 대부분의 기업들이 다가올 미래에 개별적인 펀더멘털 차력쇼를 통해 전체 시장의 환경과 무관하게 독립적으로 훌륭한 수익률을 포트 운용성과에 더해줄 것으로 기대하고 있습니다. 물론 항상 비판적 관점에서 보유 기업들을 모니터링하고, 냉정한 운용적 판단을 실행해 나아가야 함은 잊지 않겠습니다.

마지막으로 기술의 혁신이 빠른 시대에 투자자로서 존재하는 당사의 고민을 조금 더 말씀드리자면, 당사 역시 투자회사로서 학습의 노력을 부단히 하고 있고, 이를 통해 매일 같이 아는 것이 많아지고 있고, 동시에 매일 같이 모르는 것도 많아지고 있습니다. 성실한 노력을 통해 '기술의 혁신이 가져오는 변화', 특히 특정 산업과 기업의 펀더멘털 변화(메모리반도체의 쇼티지 등)을 알아가며 "확실히 아는 범위 내에서만 투자"하는 것도 저희가 해야 하는 일이고, 현재의 기술의 혁신이 가져온 변화를 뒤바꿀 '또 다른 기술의 혁신의 변수'에 대비해서도 흔들리지 않는 포트폴리오 구성을 유지하는 것도 저희가 해야 하는 일입니다. 전자를 위해 확실히 아는 것의 범위를 넓히기 위해 성실히 노력하고, 후자를 위해 확실하게 온전히/완전히 알 수 없는 것에 대해 대비하는 현명함을 항상 유지하겠습니다.

긴 시야로 먼 지평선을 함께 봐주신다면, 지난 20여 년과 마찬가지로 만족스러운 운용성과로 꼭 보답하겠습니다. 투자에 동행해 주심에 항상 진심으로 감사드리며 6개월 뒤에 다시 레터를 드리겠습니다.

올해에도 투자를 잘하는 것만을 목표로 하는 '투자'회사 머스트가 되겠습니다. 새해 복 많이 받으시길 바랍니다!

머스트자산운용 김두용 드림