

노아투자일임 주식회사

2021년 Annual Letter

성과

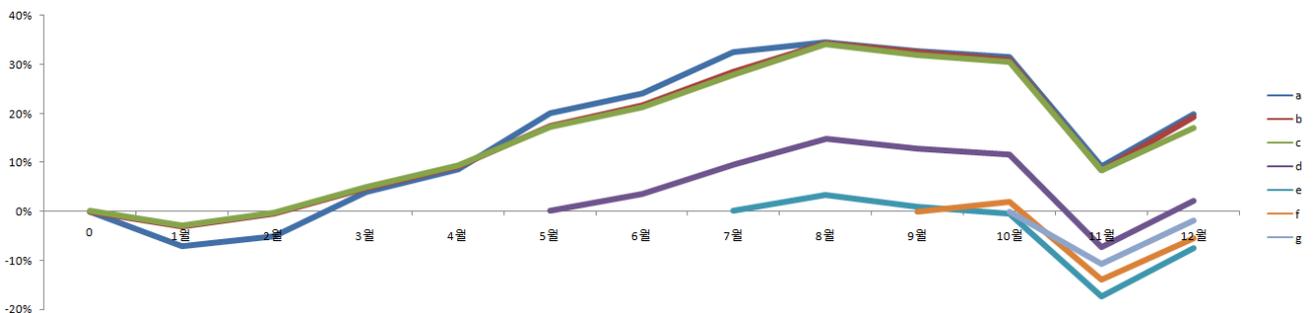
노아투자일임은 2020년 10월 금융위원회에 등록을 했고 12월 3일에 첫 고객을 맞이했으니 2021년은 회사 설립 이후 1년을 온기로 보낸 첫 번째 해입니다. 지난 2021년 운영 성과는 아래와 같습니다.

Year	노아투자일임	KOSPI
2020 (2020.12.03 ~)	+3.1%	+7.4%
2021	+18.5%	+3.6%
누적 (2020.12.03 ~ 2021.12.31)	+22.0%	+11.3%

(전문투자자 유형, 시간가중수익률 기준, 공모주 상품 제외)

2021년 말 기준 1년간의 성과는 +18.5%, 2020년 12월 3일 이후 누적으로는 +22.0%로 KOSPI 지수 대비 각각 +14.9%, +10.8% 초과 했습니다. 이러한 성과는 21년을 온기로 함께한 고객은 차이가 없지만 2021년 중에 함께한 고객의 성과는 어느 시점에 투자를 시작했느냐에 따라 달라집니다.

<고객 별 2021년 연중 성과 트렌드>

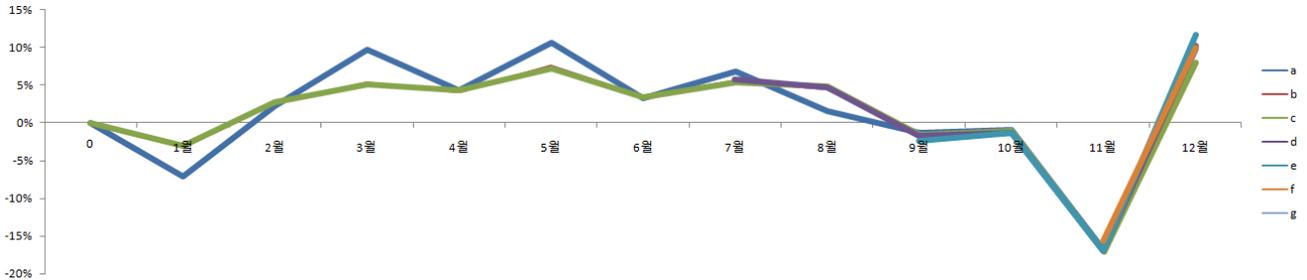


(공모주 상품 제외)

2021년 고객별 수익률 트렌드를 보면 투자 시점에 따라 고객별로 수익률에 차이가 있음을 알 수 있습니다.

다. 반면 고객별 월 수익률을 보면 큰 차이가 없음을 확인 할 수 있습니다.

<전체 고객의 2021년 월별 수익률>



(공모주 상품 제외)

이는 노아투자일임은 투자 성향이 같은 고객이라면 고객별로 차별하지 않는다는 원칙과 일치합니다.

그럼 왜 고객별로 이렇게 연간 성과 차이가 발생할까요? 그것은 변동성과 투자시점의 차이입니다. 1년간 수익률의 변동성을 보면 2021년 어느 시점에는 수익률이 40%를 상회 했었고 어떤 달에는 10% 이하로 떨어지기도 했습니다. 한달 사이에 20% 이상 변동 된 달도 있었습니다. 이러한 환경에서 연중 어느 시점에 투자했느냐에 따라서 2021년 말 기준 성과의 차가 클 수 있습니다. 실제로 1년 이상 된 고객과 올해 특정 시점에 진입한 고객과의 21년 말 기준 성과 차이가 최대 28% 발생했습니다.

변동성과 투자시점

그럼 이런 차이를 줄이기 위해 변동성을 줄이고 투자시점을 잘 선택하면 될까요?

주식 시장에 투자 하면 변동성은 필연적입니다. 이는 감정에 휘둘리는 수많은 사람이 참여하고 있고 셀 수 없는 경제 변수에 노출되는 주식 시장의 특성이기 때문에 피할 수 없습니다. 변동성에 굴복하면 장기적으로 좋은 투자성과가 불가능합니다. 그래서 주식투자를 하기 전에 스스로 변동성을 이겨낼 수 있는 사람인지 냉정하게 판단할 필요가 있습니다. 변동성을 이겨내려면 변동의 크기와 기간을 모두 이겨낼 수 있어야 합니다. 변동의 크기는 연간 30%, 변동의 기간은 2년, 즉 -30%를 연속해서 2년을 겪어 낼 수 있어

야 장기적으로 좋은 투자 성과를 낼 수 있다고 생각합니다.

이에 대해서는 21년 4월의 블로그(<https://blog.naver.com/noaham/222303769693>)를 통해 자세히 설명했습니다.

변동성이 필연적이라면 투자시점을 저점으로 선택하면 수익률이 극대화 될 것 같지만 최적의 투자시점을 예측하는 것은 불가능합니다. 수 많은 변수에 노출되는 금리, 환율, 인플레이션 등 거시경제를 예측하고 단기 시장을 예측해 최적을 투자 시점 찾는 것은 불가능하다고 생각합니다. 금리, 인플레이션은 하루 아침에 추세가 바뀔 수 있습니다. 선부른 거품이나 경기 침체를 판단하여 투자시점을 예측하는 것도 좋은 방법은 아닙니다. 거품 뒤에 더 큰 거품이, 침체 뒤에 더 큰 침체가 이어질 수 있기 때문에 투자시점을 예측하려다가 훨씬 큰 기회비용을 지불해야 할 수 있습니다. 여러 매체에 전문가는 많지만 2020년 코로나로 인한 시장 급락을 예측한 사람도, 이후의 급등을 예측한 사람도 극히 드물었습니다. 따라서 투자시점에 관계 없이 항상 시장에 참여하여 좋은 기업을 매력적인 가격에 투자하는 과정을 지속해야 합니다.

결론적으로 변동성을 없애거나 투자시점을 맞추는 것은 불가능 하기 때문에 투자시점에 따른 단기 성과의 차이는 필연적입니다.

장기 수렴

단기의 성과 차이는 장기적 관점에서는 다르게 볼 수 있습니다. 장기적으로 이러한 차이는 줄어들고 성과는 수렴하기 때문입니다.

a, b가 투자시점의 차이로 첫해에 각각 +18%, -8%로 성과 차이가 발생 했고 이후에 연 10% 수익을 장기간 달성했다고 가정하면 a와 b의 연평균 수익률은 첫해에는 차이가 많이 났지만 5년 후에는 6%, 10년 후에는 3%, 20년 후에는 2%, 30년 후에는 1%의 차이만 있을 뿐입니다. 연 10%의 수익이 아니라 연 20% 혹은 연 30%로 가정해도 이 결과에는 큰 차이가 없습니다.

		1년	5년	10년	20년	30년
연평균 10%	a	18%	12%	11%	10%	10%
	b	-8%	6%	8%	9%	9%
연평균 20%	a	18%	20%	20%	20%	20%
	b	-8%	14%	17%	18%	19%
연평균 30%	a	18%	28%	29%	29%	30%
	b	-8%	21%	26%	28%	29%

결국 단기 투자 시점에 따른 성과 차이가 크더라도 장기적으로는 연평균 수익률에 수렴하는 것을 확인할 수 있습니다. 결국 중요한 건 투자시점 보다는 투자자의 장기 성과입니다.

이는 투자 대상인 기업에 적용해도 동일한 결과를 나타냅니다. 투자시점에 그 기업의 가치가 PER 5, 10, 15 일 때 기업의 장기 ROE와 투자 수익률을 비교해보면,

ROE	매수가격	1년	5년	10년	20년	30년
10%	PER 5	120%	26%	18%	14%	13%
	10	10%	10%	10%	10%	10%
	20	-45%	-4%	3%	6%	7%
20%	PER 5	140%	38%	29%	24%	23%
	10	20%	20%	20%	20%	20%
	20	-40%	4%	12%	16%	17%
30%	PER 5	160%	49%	39%	35%	33%
	10	30%	30%	30%	30%	30%
	20	-35%	13%	21%	26%	27%

<투자 이후 기업가치는 PER 10으로 가정>

PER(가격)을 2배, 3배의 더 지불 하더라도 단기 성과는 차이가 있으나 장기 성과는 그 기업의 ROE에 수렴하는 것을 확인할 수 있습니다. 물론 30년 연평균 수익률 3%의 차이가 결코 작다는 의미는 아니며 그렇기 때문에 좋은 회사를 매력적인 가격에 사기 위해 노력하고 인내 합니다. 그러나 장기적 관점에서 투자 성과를 평가하는 가장 중요한 것은 그 기업의 장기간 ROE 입니다.

Nick Sleep 이야기

21년 가장 큰 수확이라면 Nick Sleep을 접하고 배운 것입니다. 모니시 파브라이의 추천을 통해 전체 Annual Letter를 읽었고 투자 철학의 전환점이 될 것이라는 확신이 들었습니다. 2001년에 투자 회사를 설립한 Nick Sleep은 수년간 변하지 않았고 앞으로도 변하지 않을 포트폴리오(Amazon, Costco, Berkshire Hathaway)를 가지고 고객 자산을 운영하는 것은 의미가 없다고 판단하고 2014년에 회사를 청산합니다.

Nick Sleep은 '선과 모터사이클 관리술'을 통해 퀄리티를 추구할 때 만족과 평화가 온다는 깨달음을 투자에 적용하여 생각하고, 분석하고, 투자함에 있어 퀄리티를 추구함으로써 장기 성장 엔진을 가진 회사에 집중 투자(결국에는 위에 언급한 3개의 회사)하여 성공하였습니다.

본 링크(https://igyfoundation.org.uk/wp-content/uploads/2021/09/Nomad_Partnership_Letters_1-1.pdf)는 2001년부터 2014년까지의 Nick Sleep이 고객에게 보낸 Letter를 모은 것입니다.

Letter에서 Nick Sleep은 Costco를 예로 들며 Costco의 성장 엔진을 이해했다면 언제나 PER 기준으로 싸지 않았던 주가였지만 투자시점에 관계 없이 언제든지 투자하여 장기보유했다면 훌륭한 성과를 낼 수 있었다고 증명하며, 결국 투자의 성과는 투자시점 관계 없이 그 기업의 장기 성장엔진에 판가름 난다는 것을 설파했습니다. 찰리 멩거가 강조했던 장기 투자성과는 ROE에 수렴한다는 말을 Nick Sleep을 통해 이해하고 받아 들일 수 있었고 이렇게 이 글 앞에서 설명하게 되었습니다.

Nick Sleep은 2005년 Letter에서 기업의 먼 미래 예측은 불확실성의 반경이 커질 수 밖에 없고, *'일어날수 있는 미래 중에서 실제로 일어나는 몇 가지 안 되는 실제 미래를 찾는 것이 투자자가 하는 일이다'* 라고 얘기한 Bill Miller의 말을 인용했는데 이들이 말하는 투자자의 역할에 저도 굉장히 공감합니다. Nick Sleep은 *'어느 수준의 언덕에 도착해보니 이미 도착한 선배들의 흔적이 있었다'* 라고 했습니다. 2005년 기준으로 Nick Sleep은 *'버핏 보다는 50년 늦었고 빌 밀러 보다는 수년 늦었다'* 라고 했고, 모니시 파브라이는 2021년에 Nick Sleep을 통해 그 해에 완전히 투자 철학이 바뀌었다라고 한바 있습니다. 이제서야 언덕을 오르는 저는 아무리 빨라도 버핏 보다 67년, 빌 밀러 보다 30여년, Nick Sleep 보다는 17년, 모니시 파브라이 보다 1년 늦게 오르는 셈입니다. 지금이라도 이 언덕을 오르고 있는 것이 참 다행이라고 생각합니다. 언제 언덕에 안착 할지 모르겠지만 가격보다 기업을 먼저 보고 단기 실적이나 목표 주가 달성에 따른 매매 보다 장기 성장 엔진에 집중하게 되었으니 곧 도착하리라 생각합니다.

그럼에도 현재 시점

투자시점을 예측 해서 선택하지 않지만 21년에 누군가 '당신에게 투자금을 맞기기에 좋은 시기이냐?' 라고 물었을 때 '아닐 가능성이 높다' 라고 얘기했습니다. 이런 생각의 근거는 버핏 지수로 설명 될 수 있습니다. 버핏 지수라 불리는 미국 GNP 대비 미국 시장 전체 시가총액의 장기 그래프는 아래와 같습니다.



<출처: <https://www.gurufocus.com/stock-market-valuations.php>>

버핏은 전체 미국 상장 기업 시가 총액의 총 합이 GDP 대비 75% 정도의 수준이 투자하기 적당한 시점이라고 얘기했습니다. 버핏 지수는 큰 기업의 상장 여부에 따라 달라질 수 있기 때문에 딱 떨어지게 논리적이지 않아 개인적으로 투자 의사결정의 근거로 받아들이지는 않았지만 전체 그림을 보기에 충분하다고 생각합니다. 2000년 IT 버블 때 버핏은 150%가 넘어서 경고한바 있는데 21년에는 200%를 넘었고 그렇기 때문에 좋은 시점은 아닌 것은 분명해 보입니다. 그럼에도 고객을 장기 투자 동반자로 생각하기 때문에 21년 그 어느 시점에도 크게 개의치 않고 고객을 맞았습니다. 앞서 설명했듯이 장기적으로는 투자 시점에 상관없이 성과는 수렴할 것이기 때문입니다.

이 글을 쓰고 있는 22년 3월 기준으로 우크라이나 전쟁과 금리 인상으로 KOSPI 지수 기준 작년 말 대비 -13%, 작년 고점 대비 -21% 하락했지만 누군가 지금 시점이 어떠냐고 물어본다면 21년 보다는 낮지만 여전히 좋은 시점이 아니라고 답할 것입니다. 여전히 버핏 지수는 180%가 넘기 때문입니다.

2003년에 발표된 2002년 버핏의 주주서한을 보면,

'Despite three years of falling prices, which have significantly improved the attractiveness of common stocks, we still find very few that even mildly interest us. That dismal fact is testimony to the insanity of valuations reached during The Great Bubble. Unfortunately, the hangover may prove to be proportional to the binge.'

'지난 3년간 주식시장이 지속적으로 하락하면서 보통주의 매력도가 눈에 띄게 상승했으나 우리가 조금이

라도 관심을 가질 만한 주식을 찾기는 매우 어렵습니다. 이 암울한 현실은 과거 '거대한 거품'의 시절에 주식의 가치가 얼마나 과대평가 되었는지 반증하는 증거라고 할 수 있습니다. 안타깝게도 그때 붙어 닥친 흥청망청한 분위기만큼이나 그로 인한 속취도 심한 듯합니다.'

<출처: 버크셔해서웨이 2002년 주주서한, <https://www.berkshirehathaway.com/letters/2002pdf.pdf>>

NASDAQ 지수는 한창 거품이었던 2000년 중반 5,048에서 계속 하락하여 2002년 말 1,139가 되어 -77%, 1/4 토막이 났습니다. 그런데도 그 시점에 버핏은 여전히 좋은 투자 대상이 없다고 합니다. 그 때가 거품이었고 현재가 기회는 아니라는 것입니다.

현재도 2020년, 2021년의 코로나로 인해 돈이 많이 풀리면서 시장에 거품이 생겼다고 개인적으로 생각하고 22년의 조정이 좋은 시점이 될 만큼의 조정이라고 생각되지 않습니다. 그러지 않기를 바라지만 이런 침체 후의 반등이 코로나 회복처럼 빠르게 되지 않고 오히려 2003년의 버핏 처럼 2년 이상 기다려야 할 수 있다고 생각합니다.

2003년의 버핏을 교훈삼아 2~3년간은 싸다는 착각을 최대한 극복하고 보수적인 접근을 하려고 합니다. 고점 대비 30%가 떨어지고 50%가 떨어져도 그 때가 거품의 상황이었었고 현재가 매력적인 것이 아닐 수 있기 때문입니다. 앞으로의 2~3년은 이런 유혹과의 긴 싸움이 될 것이라고 생각합니다.

집중 투자

노아투자일임은 소수의 기업에 집중 투자 합니다. 현재의 운영 규모를 고려 할 때 3~4개의 기업에 집중 투자 하는 것이 이상적이라고 생각합니다. 최고의 아이디어 대신 5번째 아이디어에 투자하는 것은 좋은 의사결정이 아니기 때문입니다. 장기 성장엔진을 가진 기업을 매력적인 가격에 투자 하고 장기간 동행하면 장기 절대 수익을 최대화 할 수 있다고 생각하며 고객을 대신 하여 매일 수익을 극대화 할 수 있는 집중 투자 대상을 계속 찾는 것이 저의 일입니다.

2021년에도 여러 기업을 끊임없이 공부했지만 다소 거품의 상황에서 집중 투자하고 있는 기존 투자 기업을 대체할만한 회사는 찾기 어려웠습니다. 찰리 멩거는 본인의 아이디어를 스스로 깰 때 자신에게 선물을 한다고 했는데 그런 면에서 21년에는 저는 스스로 선물을 받을 자격이 없습니다. 하지만(매년 선물은 못 받더라도) 현재 보유 기업을 뛰어넘는 기업이 아니라면 계속 인내할 예정입니다. 반면에 면밀히 모니터링

하고 있는 장기 보유중인 기업의 지난 한 해 동안 이룬 성과(주가의 오르내림과 관계없이)와 앞으로의 전망은 여전히 긍정적입니다.

시장에 대한 생각이 보수적이라고 해서 거시경제의 예측을 투자의 의사결정에 반영하지 않습니다. 2022년에도 장기 성장 엔진을 가진 기업이 매력적인 가격이라면 시점에 관계 없이 적극적으로 투자할 예정이며 이럴 때 일수록 기업 본질의 가치에 집중하려고 합니다.

집중 투자는 단기적인 변동성이 필연적입니다. 아무쪼록 변동성을 이겨내는 장기 투자 동반자가 되기를 기원합니다.

노아투자일임

손종현 드림

Appendix

<수익률>

번호 (정렬기준: 유령순, 가입일순)	기간	기간 수익률	비고	수수료율
1	2021.01.01 ~ 2021.12.31	20.0%	전문투자자, 상장 주식	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
2	2021.01.01 ~ 2021.12.31	19.2%	전문투자자, 상장 주식	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
3	2021.01.01 ~ 2021.12.31	17.0%	전문투자자, 상장 주식	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
4	2021.06.22 ~ 2021.12.31	2.2%	전문투자자, 상장 주식	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
5	2021.08.05 ~ 2021.12.31	-7.6%	전문투자자, 상장 주식	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
6	2021.10.05 ~ 2021.12.31	-5.3%	전문투자자, 상장 주식	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
7	2021.11.04 ~ 2021.12.31	-1.7%	전문투자자, 상장 주식	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
전문투자자, 상장주식 최고		20.0%		
전문투자자, 상장주식 최저		-7.6%		
전문투자자, 상장주식 평균	2021.01.01 ~ 2021.12.31	18.5%	시간가중평균	
8	2021.01.01 ~ 2021.12.31	69.3%	공모형	기본보수 0%, 성과보수 실현수익의 20%
9	2021.01.01 ~ 2021.12.31	105.4%	공모형	기본보수 0%, 성과보수 실현수익의 20%
공모형 최고		105.4%		
공모형 최저		69.3%		
공모형 평균	2021.01.01 ~ 2021.12.31	89.7%	시간가중평균	

Disclosure

본 자료는 노아투자일임(주)의 1년간 전반적인 운영 상황을 공유하는 Annual Letter로 투자광고 혹은 투자 권유 자료가 아닙니다. 본 자료는 노아투자일임(주)는 운용 또는 판매중인 금융투자상품의 보수·수수료, 수익률 및 포트폴리오 내역 등에 관한 정보를 노아투자일임(주)의 인터넷 및 모바일 홈페이지를 통해 정형화된 형태로 제공되는 자료입니다. 본 자료에는 일정기간동안의 각 유형별 가중평균수익률과 최고, 최저 수익률을 포함하고 있습니다.