

노아투자일임 주식회사

2022년 Annual Letter

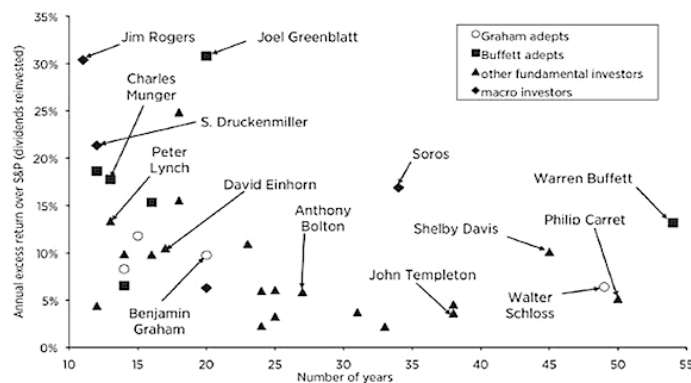
성과

Year	노아투자일임	KOSPI
2020 (2020.12.03 ~)	+3.1%	+7.4%
2021	+18.5%	+3.6%
2022	-17.8%	-24.9%
누적 (2020.12.03 ~ 2022.12.31)	+0.3%	-16.4%

(전문투자자 유형, 시간가중수익률 기준, 공모주 상품 제외)

2022년 한해 성과는 -17.8%, 2020년 12월 3일 이후 누적 성과는 +0.3%로 KOSPI 지수 대비 각각 +7.1%, +16.7% 초과 했습니다. 지수 대비 성과가 우수하다고 절대 손실을 긍정적으로 평가할 수 없습니다. 반대로 시장 하락 중 한해 손실을 과대 해석 할 필요도 없습니다. 워렌 버핏은 버크셔해서웨이를 운영한 58년의 기간 동안 지수 대비 성과가 저조한 해가 총 19번, 절대 손실이 발생한 해는 총 11번 있었습니다(출처: 버크셔해서웨이 2022년 주주서한). 테리 스미스의 말처럼 1년 이라는 기간은 지구가 태양을 한 바퀴 회전하는데 걸리는 시간일 뿐, 1년 간의 지수 대비 수익률이나 연간 수익률은 그다지 의미가 없습니다.

탁월한 투자자는 장기간 성과로 평가 됩니다. 연 평균 수익률이 5년의 50%, 10년의 40% 보다 20년의 30%가 더 어렵기 때문에 더 높은 평가를 받아야 한다고 생각합니다. 아래의 그래프는 투자자들의 투자 기간과 초과 수익률의 점도표 입니다.



<출처: Excess Returns by Vanhaverbeke Frederik>

표시된 투자자들은 모두 탁월한 투자자지만 왼쪽 상단의 수익률이 높은 투자자 보다 오른쪽의 중간쯤에 있는 워렌 버핏이 가장 높은 평가를 받는 이유는 그만큼 장기간 높은 수익률을 달성하기 어렵기 때문입니다. (10년 미만의 투자자들은 점을 찍지도 않았습니다.) 메이저리거가 몇 년 타율이 좋거나 홈런을 많이 쳤다고 명예의 전당에 오를 수 있는 것은 아닙니다. 선수 생활 전체의 누적 결과를 통해 평가 받습니다. 워렌 버핏이 위대한 이유는 58년이라는 기간 동안 연 평균 수익률이 20% 이기 때문이고 그래서 명예의 전당 제일 꼭대기에 있습니다.

따라서 얼마나 어려운 목표에 도전 하느냐는 얼마나 긴 시간 지평을 바라보느냐로 결정됩니다. 저는 이미 버핏 처럼 58년을 목표로 할 수는 없지만 20년이라는 어려운 목표에 도전 할 수 있습니다. 시간 지평을 20년으로 한다면 대략적으로 역사에 남을 투자자라면 연 30%, 훌륭한 투자자라면 15%, 평범한 투자자라면 역사적 주식 시장 평균인 7% 수준이 될 것입니다. 20년 후 저의 성과도 이 사이 어디쯤에 있을 것이고 목표는 가장 높은 수준 입니다. 지수 대비 성과나 매년 수익률은 목표를 향한 여정의 이정표에 불과합니다. 2년 남짓의 이정표는 4.2Km 지점에서 마라톤의 최종 순위를 가늠하는 정도의 의미 밖에는 없습니다.

아이러니 하게도 고객은 이러한 이정표만 가지고 소중한 자산을 맡길 투자자를 결정해야 합니다. 심지어 그러한 결정이 옳았는지는 오랜 시간이 지난 후에나 알 수 있습니다. 어쩌면 투자자가 장기 성장하는 기업을 찾는 것보다도 어렵고 인사이트가 필요한 결정입니다. 이런 결정에 어떤 설득도 큰 의미는 없을 것 같습니다. 그래서 노아투자일임은 고객 유치를 위해 앞으로 어떠한 영업도 하지 않기로 결정했습니다. 그저 어떤 물리학 교수가 미국 서부에서 2,400킬로미터를 운전해서 버핏의 첫 외부 고객이 된 것처럼 짝하고 나타나길 희망할 뿐입니다.

팔지 않는 투자

계속 Learning하고 변화하는 과정에서 표면적으로 이전과 가장 큰 차이는 '팔지 않는 투자'를 목표로 하는 것입니다. 과거에는 가치 대비 저렴한 회사에 투자 후 주가가 목표 수준에 오면 매도하는 과정을 반복하면서 나쁘지 않은 성과를 거뒀 왔습니다. 성과만 보면 만족스러웠지만 제가 이상적으로 생각하는 투자자들의 투자 행태와는 차이가 있었습니다. 그들은 한번 보유하면 (웬만하면) 팔지 않았습니다. 버핏과 멩거가 그랬고 리 루, 파브라이, 가이 스피어가 그랬고 비교적 최근에 알게 된 닉 슬립이 그랬습니다. 그들은 탁월한 기업과 오래 동행하면 장기 수익률도 탁월해지기 때문에 주가가 많이 상승해서 비싸 보여도(목표가를 초과해도) 팔지 말라고 조언했습니다. 오랜 고민 끝에 '팔지 않는 투자'의 의미를 이해하고 그 산을 오르기로 했습니다. 이런 변화의 이유를 여기서 상세히 설명하긴 어렵지만 단순히 그들을 모방을 하기 위

함이 아니라 변동성을 극복하고 긴 시간의 지평 동안 높은 수익률을 달성 하는 가장 쉽고 어쩌면 저에게는 유일한 방법임을 깨달았기 때문입니다. 목표 가격에 파는 것은 스스로 정한 Valuation에 대한 집착과 과신일 수 있고 팔지 않음으로써 겸손해 질 수 있습니다.

2022년에는 이런 변화가 시장 상황과 엇박자 나면서 투자 성과에 좋지 않은 영향을 미쳤습니다. 집중 투자 했던 A기업이 목표 가격을 초과하여 상승 했다가 시장 하락과 함께 급락하면서 성과가 좋지 않았습니 다. 과거의 방식대로 했다면 목표가 근처에서 수익실현을 했을 것이고 전체 수익률도 훨씬 나았을 겁니다. 어떤 분들은 한국은 미국과 달리 훌륭한 자본 배분을 하며 장기 성장하는 회사가 거의 없어 찾기가 어렵 기 때문에 당장 좋아질 회사에 투자해서 일정 수준 이상 주가가 오르면 수익실현 해야 한다고 조언합니 다. 어느 정도 동의되는 사실이기도 하고 2022년 결과로 판단한다면 조언을 받아들여 다시 과거의 성공 방식으로 돌아가는 것이 쉬운 길일 수 있습니다. 그러나 긴 시간 지평에서 높은 수준의 수익률이라는 어 려운 목표를 가지고 있기 때문에 어려운 길에 도전해야 한다고 생각합니다. 단기간의 결과에 흔들리지 않 고 '팔지 않는 투자' 즉 영원히 소유하는 투자를 계속 도전해 갈 예정입니다.

진짜 실패, 실수 금, 은, 동

몇 년 전에 Giverny Capital의 François Rochon은 매년 고객레터에 올해 최고의 실수 금, 은, 동을 발표 한다는 사실을 접한 이후로 저도 개인적으로 매년 선정하고 있습니다.



<출처: https://www.youtube.com/watch?v=ejmn_pxJwtI&list=PLGGpadyh0wS53HdovgrEgRwEqHcWrJwgP&index=12>

2022년에는 명백한 실패를 했기 때문에 최고의 실수 선정에 고민이 필요 없었습니다. 금메달은 앞서 언

급한 A라는 기업을 팔지 않은 것입니다. 팔지 않는 투자를 고수한다고 했는데 팔지 않은 것이 가장 큰 실패라니 모순처럼 보일 수 있지만, 고백컨대 '팔지 않는 투자'에 너무 몰두한 나머지 기업이 보내오는 여러 시그널을 외면하고 심사숙고 하여 대응하지 못한 것이 가장 큰 실수입니다. 자주 회사에 방문하고, 여러 해 주총에 참석하고, 자회사의 프랜차이즈 설명회까지 참석 했지만 그 과정에서 확인한 부정적인 정보들을 '팔지 않는 투자'를 한다는 우쭐함에 외면했고 가격이 급격히 하락한 뒤에야 실수를 깨닫고 대부분을 정리했습니다. 금메달이 아깝지 않습니다. 비록 실패했지만 실수를 체크리스트에 반영하고 되새기며 앞으로 팔지 않는 기업을 찾는 눈을 키워나가는데 이번 실패가 밑거름 되기를 희망합니다.

사실 팔지 않는다는 것은 결과일 뿐 중요한 것은 팔지 않을 수 있는 회사에 투자하는 것입니다. '영원히 소유하려면 어떤 기업에 투자해야 하는가?' 이것이 앞으로 Learning 해야 할 메인 주제가 될 것이고 앞서 산에 오른 투자자들을 연구하는 과정을 통해 힌트를 얻을 수 있습니다. 최근에 접한 '현금의 재발견'의 저자 윌리엄 손다이크의 인터뷰(<https://www.50xpodcast.com/episodes/will-thorndike-the-power-of-long-holding-periods>, 번역 <https://blog.naver.com/thegeneralfox/222988928899>)는 좋은 예라고 생각합니다. 손다이크는 인터뷰에서 매출의 퀄리티를 강조하며 100명의 고객을 보유한 상태로 연초에 사업연도를 시작했다면 연말에 몇 명의 고객이 남았는지가 중요하다고 강조하고, 그 이유를 고객 이탈률이 낮으면 현금 창출의 예측력이 높아지고 효율적인 자본 배분을 쉽게 계획 할 수 있다고 설명했습니다. 저는 무릎을 쳤고 아직 갈 길이 멀다고 생각했습니다.

집중투자의 한도

집중투자를 기피하는 가장 큰 이유로 집중투자가 실패했을 때 회복하기 어려운 결과를 초래한다는 생각 때문입니다. 집중 투자했던 A기업에 대한 투자가 실패로 마무리 되면서 작년부터 올해까지 전체 성과에 좋은 않은 영향을 미칠 것으로 예상되는 만큼 집중투자의 실패 사례를 살펴볼 필요가 있습니다.

2017년에 빌 애크먼의 Herbal Life에 관한 다큐를 접하고 궁금해서 운영 현황을 찾아 봤더니 당시 10조 이상을 운용하면서 4개 회사에 대부분의 투자가 집중되어 있었습니다. 개인적으로 집중투자에 대한 방향성은 잡았지만 실천에 어려움을 겪던 시기라 그 집중도에 크게 놀랐었던 기억이 있습니다. 빌 애크먼은 2014년부터 집중투자 했던 Valeant Pharmaceuticals에 실패 하면서 2015년 ~ 2017년에 3.5조 이상의 손실을 입었고 비슷한 시기에 다큐로 만들어졌던 Herbal life의 Short 투자도 실패 하면서 1조 이상의 손실을 입었습니다. 그래서 당시에는 집중투자의 대표적인 실패 사례로 빌 애크먼이 자주 회자 되곤 했습니다. 그런 빌 애크먼의 2022년까지의 성적은 다음과 같습니다.

Annual Net Returns			
Year	PSLP / PSH	S&P 500	
2004	42.6%	10.9%	
2005	39.9%	4.9%	
2006	22.5%	15.8%	
2007	22.0%	5.5%	
PSLP	2008	(13.0%)	(37.0%)
	2009	40.6%	26.5%
	2010	29.7%	15.1%
	2011	(1.1%)	2.1%
	2012	13.3%	16.0%
	2013	9.6%	32.4%
	2014	40.4%	13.7%
	2015	(20.5%)	1.4%
	2016	(13.5%)	11.9%
PSH	2017	(4.0%)	21.8%
	2018	(0.7%)	(4.4%)
	2019	58.1%	31.5%
	2020	70.2%	18.4%
	2021	26.9%	28.7%
	2022	(8.8%)	(18.1%)
Compound Annual Return			
	Since Firm Inception (1/1/2004) ⁽¹⁾	15.9%	8.9%
	Since PSH Inception (12/31/2012)	12.0%	12.5%

<출처: <https://pershing-squareholdings.com>>

2015년부터 2017년의 좋지 않은 성적에도 불구하고 지난 19년의 기간 동안 15.9%로 S&P 500 8.9% 대비 훌륭한 성과를 보이고 있습니다. 집중투자의 실패 사례로 유명한 빌 애크먼의 성과를 수년간 트래킹 하면서 오히려 집중투자에 대한 확신을 가질 수 있었습니다.

집중투자의 또 다른 사례로 Chou funds를 운영중인 Francis Chou의 사례를 들어보겠습니다. 2020년에 모니시 파브라이가 신뢰하는 투자자로 Francis Chou를 언급 하는 것을 듣고 1999년부터 20년간의 Annual Letter를 모두 읽어 보았습니다. 그는 2000년 IT 버블 때 순현금 아래로 내려간 테크주에 성공적으로 투자하고, 현금 30% 이상을 가지고 4년간 인내하여 2008년 금융 위기 때 금융 주에 투자하는 등 2010년 기준 15년간 연간 13.6%로 S&P500의 6.8% 대비 훌륭한 성과를 기록 하였습니다.

December 31, 2010 (Series A)	1 Year	3 Years	5 Years	10 Years	15 Years
Chou Associates (\$CAN)	19.2%	3.0%	3.1%	9.0%	11.2%
S&P500 (\$CAN)	8.3%	-2.8%	-0.9%	-2.7%	4.5%
Chou Associates (\$US) ¹	25.5%	2.8%	6.5%	13.6%	13.6%
S&P500 (\$US)	15.0%	-2.8%	2.3%	1.4%	6.8%

<출처: <http://choufunds.com>>

그런데 2011년 유럽의 금융위기 때 저렴해진 Nokia에 투자하여 쇠퇴한 2015년까지 보유 했고 2013년에 미국의 유통 업체인 Sears에 투자하여 파산 직전인 2017년까지 보유 했던 결과 2022년까지 20년간의 수익률은 평범한 수준인 7%가 되었습니다.

December 31, 2022 (Series A)	1 Year	3 Years	5 Years	10 Years	15 Years	20 Years
Chou Associates Fund (SCAN)	9.3%	14.7%	7.1%	7.7%	6.0%	6.2%
S&P 500 (SCAN)	-12.5%	9.2%	11.1%	16.1%	11.1%	9.0%
Chou Associates Fund (SUS)	2.1%	13.1%	5.5%	4.4%	3.8%	7.0%
S&P 500 (SUS)	-18.2%	7.6%	9.4%	12.5%	8.8%	9.8%

<출처: <http://choufunds.com>>

빌 애크먼과 Francis Chou의 결정적인 차이는 실패에 대한 반응이라고 생각합니다. 두 사람 모두 집중투자 했던 기업들이 실패 했지만 빌 애크먼은 실패를 인정하고 포트폴리오를 재구성 한 반면, Chou는 실패한 기업들의 파산직전까지 보유하며 '그럼에도 여전히 싸다'라는 표현이 몇 년에 걸쳐 Annual letter에 등장합니다. 빌 애크먼은 2022년에도 넷플릭스에 대한 1.3조의 투자를 3개월도 채 지나지 않은 시점에 실패를 인정하고 약 5,300억의 손실과 함께 청산 했습니다. 의사결정의 결과를 떠나 그 유연함은 인상적입니다.

집중투자를 한다면 집중 할 수 있는 최대 한도는 몇 퍼센트인지에 대한 고민이 있을 수 있습니다. 저는 투자 대상에 나를 투영하지 않고 자존심이 결부 되지 않는 수준, 즉 언제든지 실패를 인정하고 매도 할 수 있는 최대의 크기가 집중 투자의 한도 라고 생각합니다. 그것이 몇 퍼센트인지 그리고 몇 종목일지는 각자 성향과 처해있는 환경에 따라 다를 것입니다. 그리고 이 한도 내에서 집중투자 했을 때 특정 집중투자가 실패하더라도 여전히 장기적으로 훌륭한 성과를 거둘 수 있다고 생각합니다.

이해관계의 일치

노아투자일임은 운용수수료를 수취 하지 않기 때문에 2022년과 같이 손실이 발생 했을 때에는 고객에게 어떤 수수료 수익도 얻지 않았습니다. 또 저 개인이 회사의 가장 큰 고객임으로 고객에게 발생한 손실만큼 저도 동일한 비율로 손실이 발생했고 절대 금액으로는 가장 큰 손실을 입었습니다.

처음 버핏의 파트너쉽 시절 수수료 구조인 운용수수료 0%, Hurdle rate 6%, 초과 성과 보수 25%, 즉 0/6/25의 수수료 구조를 동일하게 적용 하려고 할 때 Hurdle rate에 대한 고민 있었습니다. 2020년 당시만 해도 시장 금리가 제로 금리에 가까웠고 6%라는 Hurdle rate은 버핏이 파트너쉽을 운영했던 고금리 시대에 국채 수익률 수준이었기 때문에 낮은 금리 수준에 맞게 낮추고 싶은 유혹도 있었고 고객 중에는 역으로 Hurdle rate이 너무 높은 것 아니냐고 걱정해주는 분도 있었습니다. 이후 2년이 조금 넘는 현재 금리 상승으로 6%의 Hurdle rate은 적절해 보입니다. 손바닥 바뀌듯이 변하는 시장에서 매년 Hurdle rate을 바꿀 수도 없기 때문에 6%를 고수 한 것이 다행 이라고 생각합니다. 수수료 구조 하나를

정할 때에도 단기적인 마인드가 아닌 장기적인 마인드가 필요하다는 것을 절감했습니다.

현재 시점

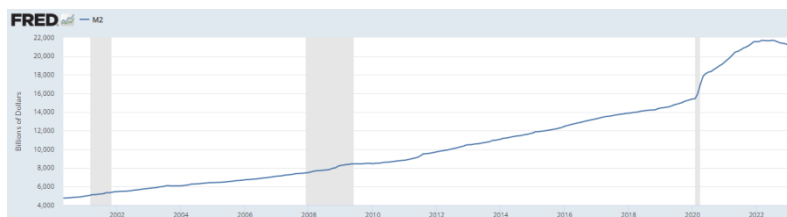
작년과 동일하게 버핏 인덱스로 시장의 현재 시점에 대해서 생각해보면,



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

GDP가 성장하고 주식 시장이 하락하여 21년의 200%에서 현재는 154% 정도로 간격이 좁혀졌습니다. 그러나 버핏이 경고했던 150% 수준 보다 여전히 높음으로 아직은 투자하기 좋은 시점이라고 볼 수는 없습니다.

개인적으로는 금리 인상으로 단기간에 인플레이션이 목표 수준으로 안정화 되지는 않을 것으로 예상합니다. 2008년부터 시행된 양적완화 조치가 코로나 때 추가로 급격히 증가하였고 인플레이션이 과거 수준으로 돌아가려면 작년부터 시작한 양적축소 조치가 지속되어 유통되는 돈, M2가 큰 폭의 레벨 다운이 필요하다고 생각합니다. 그런데 M2 트렌드를 보면 이제 시작으로 보입니다.



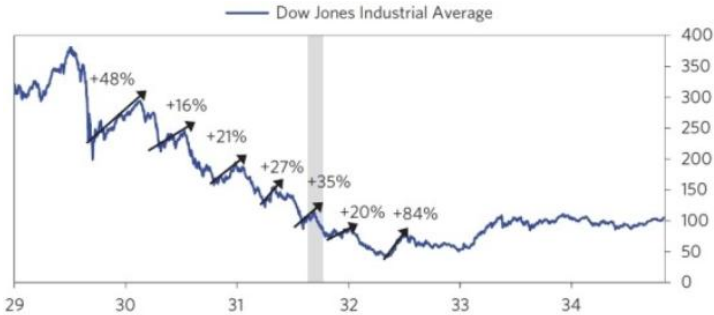
<출처: <https://fred.stlouisfed.org/series/M2SL>>

M2 변화의 크기가 주식시장의 버블과 붕괴에 심각하게 작용한다고 생각하기 때문에 현재 시점에서 투자를 급하게 서두를 필요는 없어 보입니다. 올해 버핏의 주주서한을 보면서 섬뜩하게 다가왔던 문구가 있었 습니다.

'Huge and entrenched fiscal deficits have consequences.'

<출처: 버크셔해서웨이 2022년 주주서한 >

버핏이 예상하는 결과가 무엇이든 때는 빨리 맞는 편이 낫습니다. 같은 의미로 변동성을 잘 받아들이는 사람에게 2022년처럼 급격한 조정이 오히려 반가울 수 있습니다. M2의 정상 레벨에 빨리 도달하여 2022년과 같은 조정이 1~2번 더 이어지면 투자하기 좋은 시점을 빨리 맞이할 수 있기 때문입니다. 반면에 연준이 변동성을 두려워하고 연착륙이라는 유혹에 빠진다면 길고 지루한 조정 기간을 맞이하게 될 수 도 있습니다.



출처 : Ray Dalio - Big Debt Crises

<재출처: <https://blog.naver.com/tosoha1/222940014622>>

대공황 시기의 위 그래프는 극단적인 예가 되겠지만, 장기간 하락하는 와중에 강한 반등으로 흐름이 바뀌 었다고 생각할 때마다 다시 급락하는 시장이 수년간 반복되었을 때 위대한 투자자였던 벤자민 그레이엄 까지 우울 감에 빠뜨렸다고 합니다. 반면에 찰리 멩거는 어려운 상황에서도 침착함과 우아함을 잃지 말라 고 했습니다.

"If you're going to be in this game for the long pull, which is the way to do it, you better be able to handle a 50% decline without fussing too much about it. And so my lesson to all of you is conduct your life so that you can handle the 50% decline with aplomb and grace. Don't try to avoid it"

<출처: 데일리저널 2017년 주주총회>

최악의 상황을 가정해서 길고 지루한 조정 기간을 맞이하게 되더라도 좌절하지 않고 우아함을 유지하려면 기대감을 낮추고 시장과 계좌의 숫자와 한발 떨어져서 관조하는 현명한 자세가 필요해 보입니다.

거시경제에 대한 생각은 투자의사결정에 영향을 미치지 않습니다. 또 시간 지평 20년의 가장 높은 수준인 30%를 목표로 한다고 해서 올해의 목표가 30%라는 뜻은 아닙니다. 3할 타자가 3번에 한번이 아니라 모든 타석 안타를 치려고 노력 하듯이 저도 매년 더 높은 수익률 기대하며 영원히 소유할만한 회사를 적절한 가격에 살 수 있다면 2023년에도 투자하는데 망설일 생각이 없습니다.

노아투자일임

손종현 드림

Appendix

<수익률>

번호 (정렬기준 유형순, 가입일순)	기간	기간 수익률	비고	수수료율
1	2022.01.01 ~ 2022.12.31	-18.3%	전문투자자, 상장 주식	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
2	2022.01.01 ~ 2022.12.31	-18.1%	전문투자자, 상장 주식	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
3	2022.01.01 ~ 2022.12.31	-16.0%	전문투자자, 상장 주식	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
4	2022.01.01 ~ 2022.12.31	-16.3%	전문투자자, 상장 주식	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
5	2022.01.01 ~ 2022.12.31	-18.0%	전문투자자, 상장 주식	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
6	2022.01.01 ~ 2022.12.31	-17.4%	전문투자자, 상장 주식	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
7	2022.01.01 ~ 2022.12.31	-16.9%	전문투자자, 상장 주식	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
전문투자자, 상장주식 최고		-16.0%		
전문투자자, 상장주식 최저		-18.3%		
전문투자자, 상장주식 평균	2022.01.01 ~ 2022.12.31	-17.8%	시간가중평균	
8	2022.01.01 ~ 2022.11.30	9.6%	공모형	기본보수 0%, 성과보수 실현수익의 20%
9	2022.01.01 ~ 2022.12.31	-1.3%	공모형	기본보수 0%, 성과보수 실현수익의 20%
공모형 최고		9.6%		
공모형 최저		-1.3%		
공모형 평균	2022.01.01 ~ 2022.12.31	1.4%	시간가중평균	

Disclosure

본 자료는 노아투자일임(주)의 1년간 전반 적인 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.