

# 노아투자일임 주식회사

## 2024년 Annual Letter

### 성과

Year	노아투자일임	KOSPI
2020 (2020.12.03 ~ )	+3.1%	+7.4%
2021	+18.5%	+3.6%
2022	-17.8%	-24.9%
2023	+29.8%	+18.7%
2024	+13.3%	-9.6%
누적 (2020.12.03 ~ 2024.12.31)	+47.4%	-10.3%

(전문투자자 유형, 시간가중수익률)

2024년 성과는 +13.3%로 KOSPI -9.6% 대비 22.9% 초과하였고, 누적으로는 +47.4%로 KOSPI -10.3% 대비 57.7% 초과하였습니다.

작년 레터에서 벤치마크 지수 선택에 대한 고민과 지수 대비 상대 성과에 대한 회의적인 생각을 이야기했었는데, 미국과 한국 시장의 성과 차이가 극명하게 벌어진 2024년에는 모두가 공감하셨으리라 생각합니다.

예년처럼 성과를 마라톤에 비유해 보면, 눈, 비와 맞바람 등 매우 좋지 않은 환경에서 레이스를 펼쳤고 순위는 올라갔으나 기록은 목표에 미치지 못했습니다. 반면, 순풍을 한껏 받은 바다 건너 한 동네 대회에서는 신기록이 쏟아졌다고 합니다. 투자는 순위를 가리는 게임이 아니라 기록의 게임입니다. 평생 단 한번만 될 수 있는 기록이기 때문에 우리 동네 환경 탓만 할 수 없습니다. 어떤 환경에서도 기록을 단축할 수 있는 튼튼한 다리와 집중력이 필요합니다. 다행인 건 이제 8.5km를 뛰었을 뿐이고 바람의 방향은 변하기 마련입니다.

### 투자의 관대함

지난 2년간의 성과를 돌아보면 전체 수익의 95% 이상이 단 두 회사에 대한 투자에서 나왔습니다. 같은

기간 동안 전체 투자 의사결정 중에서 성공한 비율로 따지면 20%가 채 되지 않습니다.

모니시 파브라이는 투자의 세계는 아주 관대한 비즈니스라고 말했습니다.

*"so the investing business is a **forgiving business extremely forgiving business** if you ran a a 10 stock portfolio and you were wrong about half the stocks which is probably what you should expect would happen about half the stocks what you expect is going to happen ... because of the asymmetry of the way the investing business works with risk and reward you know an investor could would be extremely successful and do extremely well even if they were were right one out of 10 times"*

<출처: <https://www.youtube.com/watch?v=0qxxVBKd8CI&t=677s>>

파브라이의 말을 제가 몸소 증명한 셈입니다. 평균 일 년에 한 번, 20%에도 못 미치는 성공률로도 수익을 낼 수 있으니 이 얼마나 관대한가요. 하지만 제 생각에는 이 세계의 관대함을 경험하려면 몇 가지 조건이 필요합니다.

우선 기업에 투자하는 게임의 성격을 알아야 합니다.

이 게임은 30%, 50%, 100%가 중요한 게임이 아니라고 생각합니다. 3배, 5배, 10배의 게임입니다. 그 이유는 현재의 기업의 가치는 아주 먼 미래의 결과까지 반영하기 때문인데, 현재의 작은 변화가 구조적이라면 앞으로 영구히 그 기업에 미치는 '영향의 총합'은 현재 시가총액보다 몇 배 클 가능성이 많습니다. 게다가 다양한 인간의 감정이 개입되면 그 크기는 훨씬 더 증폭될 수도 있습니다.

그런데 먼 미래에 미치는 영향을 과소 평가하는 편향과 시간이라는 가치 할인 요소 때문에 시장은 변화가 미치는 '영향의 총합'을 천천히 반영하게 됩니다. 그래서 예측이 틀렸거나 실수를 했더라도 지적 정직을 갖추었다면 대부분의 시장참여자보다 실패를 빨리 깨달을 수 있기 때문에 손실의 크기는 실제 '영향의 총합'보다 과소 되고 운이 좋으면 수익권에서 매도하는 경우도 생깁니다. (최악이라도 손실의 최대는 -100%입니다.) 반면에 성공한 의사 결정의 경우 장기간 보유하면 과소 편향과 시간 할인이 주가 상승과 함께 해소되면서 몇 배의 성과 즉 '영향의 총합'을 온전히 누릴 수 있습니다. 이런 손실과 수익의 비대칭성에 기반하여 하나의 성공적인 의사결정의 결과가 나머지 그렇지 못한 의사결정을 압도하면 이 비즈니스의 관대함을 경험할 수 있게 됩니다.

다음 조건으로 관대함을 경험하려면 집중 투자가 필요합니다.

아무리 배수의 게임을 했더라도 심하게 분산되어 있으면 관대함을 경험할 수 없습니다. 집중 투자를 주저하는 이유 중에는 어떤 회사가 더 빨리 오를지 알 수 없기 때문인 경우가 있습니다. 특히 국내 시장은 테마로 인한 급등락이 자주 발생하다 보니 우연히 테마로 인해 급등했을 때 매도해서 빠른 수익을 얻는 경험을 반복하다 보면 낚시대를 최대한 많이 펼쳐 놓고 싶은 유혹에 빠지게 됩니다. 웬지 3개의 낚시대로는 무언가 얻어 걸리는 것을 놓치지 않는까 조바심이 납니다. 그런데 집중 투자를 한다고 이러한 행운이 비껴가는 것은 아닙니다. 매년 하나의 기업을 발굴해서 투자한다고 해도 20년이면 20개의 기업입니다. 20개면 충분한 낚시대로 운 좋게 얻어걸리는 물고기도 낚을 수 있습니다. 오히려 낚시대를 너무 많이 펼치면 한두 종목이 운 좋게 낚시에 걸려도 전체 그물의 포획량에 미치는 영향은 작습니다. 그리고 행운에 집착하게 되면 다시 퍼센트 게임에 빠지게 됩니다.

집중투자를 주저하는 가장 큰 이유는 변동성이 크다는 점인데, 20년을 놓고 보면 변동성도 충분히 분산됩니다. 다만 우려하는 것은 단기 변동성, 연간 수익률의 변동성인데 길게 보면 연단위 변동성은 저처럼 매년 고객 레터에 수익률을 기재할 때 다소 난감한 것 외에는 전혀 문제가 되지 않습니다. 워렌 버핏도 1992년 주주서한에서 연단위 변동성과 배수의 게임에 관하여 아래와 같이 언급했습니다.

*“우리는 **연간 실적에서 상당한 변동성을 계속 경험할 것입니다.** 이는 주식 시장의 일반적인 변동성, 소수의 회사에 대한 우리 주식 보유 집중, 그리고 우리가 내린 특정 사업 결정, 특히 대규모 재보험에 대한 자원 투입 결정으로 인해 보장됩니다. 우리는 이 변동성을 받아들일 뿐만 아니라 환영합니다. 단기적인 변동에 대한 관용은 우리의 장기적인 전망을 개선합니다. 야구 용어로, 우리의 성과 기준은 **타율이 아니라 장타율**입니다.”*

*“We will continue to **experience considerable volatility in our annual results.** That's assured by the general volatility of the stock market, by the concentration of our equity holdings in just a few companies, and by certain business decisions we have made, most especially our move to commit large resources to super-catastrophe insurance. We not only accept this volatility but welcome it: A tolerance for short-term swings improves our long-term prospects. In baseball lingo, our performance yardstick is **slugging percentage, not batting average.**”*

<출처: 버크셔 헤서웨이 1992년 주주 서한>

기업에 투자하는 게임의 성격을 이해하고 배수의 게임에 집중투자하고 장기간 보유하면서 장타를 노릴 때 투자의 세계의 관대함을 경험 할 수 있고 장기간 어려운 목표를 달성 할 수 있습니다. 2024년의 한국 시장은 이러한 관대함이 절실하게 필요한 시장이었습니다. 어려울수록 더욱 관대함의 조건을 지켜 나갈 필요가 있습니다.

## 실패의 금메달

투자가 관대함의 비즈니스라고 하더라도 언제까지나 장타율에만 의존할 수 없습니다. 앞서 밝힌 대로 최근 2년 동안 대부분의 수익은 특정 투자 대상으로부터 나왔고 의사결정의 성공률은 낮았습니다. 타율에 대한 반성이 필요합니다. 그래서 그 동안 성공하지 못한 의사결정과 당시 상황을 적고 사후 고찰을 해보았습니다. 그 결과 아래와 같이 실패의 이유를 그룹화할 수 있었습니다.

- 외부 환경 분석 부족
- 해자의 오판
- 변화의 크기 과대평가
- 회사 제공 정보에 대한 과도한 신뢰

이 중에서 2024년 실수 금메달을 뽑으려면 '외부 환경 분석 부족'을 뽑겠습니다. 나머지는 이미 알고 있었던 반면 '외부 환경 분석 부족'은 이번에 정리하면서 새롭게 인지하게 되었습니다.

기업을 분석할 때 그 기업의 과거와 현재를 꼼꼼하게 분석하고 미래를 예측하기 위해 다방면으로 생각을 확장했지만, 외부 환경에 대한 고민이 부족했음을 알게 되었습니다. 특히 오랜 기간 변화가 없는 외부의 환경 요소에 대해서는 상수라고 간주하고 고민 없이 예측에 반영하는 경우가 많았습니다. 그런데 그 동안 상수라고 생각했던 어떤 외부 환경이 변수가 되는 상황에 놓이게 되자 확신했던 의사결정이 불완전한 의사결정이 되어버렸습니다. 더 치명적인 사실은 오랜 기간 변화가 없었기 때문에, 한번 변화가 시작되면 장기간 회사에 영향을 미칠 것이 예상되어 처음 했던 의사결정을 계속 유지하기가 어렵다는 점입니다.

예를 들어, 20년간 지속된 일본의 제로 금리 상황을 상수로 놓고 가정한 모든 것들이 (지금은 당연하게 느껴지지만) 일본이 금리를 올리기 시작하면서 변수가 되었고, 금리나 환율과 연관된 노출이 심한 기업은 장기적으로 큰 영향을 받을 수밖에 없기 때문에 최초의 투자 결정을 고수하기는 어렵습니다.

반대로 기회비용 측면에서 전력기기 산업이나 화장품 산업처럼 그 동안 항상 짧은 사이클을 보였던 전방 수요를 생각하고 외부 환경의 큰 변화의 흐름에 대해 아무런 고민도 없이, 그저 이번에도 짧은 사이클일 것이라고 결론을 내림으로써 좋은 기회를 놓치고 말았습니다.

고백하건대, 워렌 버핏이 강조했던 '거시경제를 예측하지 말라'는 조언을, '거시 경제'와 기업이 처한 '거시

환경'을 동일시하여 예측 없이 현재 수준이 계속되리라고 가정하라는 뜻으로 곡해했던 것 같습니다. 앞으로 외부 환경의 변화를 정확히 예측하지는 못하겠지만, 현재 좋은 환경인지 나쁜 환경인지에 대해 판단하고 가급적 좋지 않은 환경에 놓인 기업 위주로 투자를 검토하고, 좋은 환경에 있는 기업은 보수적으로 접근하되 다가오는 큰 변화 흐름의 초입은 아닌지 심도 있는 고민을 해 볼 예정입니다. 2024년 실패를 통한 Learning으로 앞으로 타올까지 높일 수 있다면 어떤 성적이 나올지 벌써부터 기대가 됩니다.

## 리 루의 주유소

찰리 멩거가 유일하게 자금을 맡겼던 리 루가 최근에 낸 책<sup>1</sup>을 읽다가 아래의 문장에 큰 울림을 받았습니다.

*“하락장에서 영구 손실을 보지 않을 수 있다면 상승장에서 돈을 버는 것은 너무나 당연한 일입니다.”*

어쩌면 뻔할 수 있는 문장이지만, 실수의 금메달을 경험했던 직후라 하락장에서 버티는 것이 얼마나 어려운 일인가를 실감하고 있었고, 상승장에서는 당연히 수익을 낸다는 부분에서 당위에 가까운 스스로에 대한 믿음이 더 크게 다가왔습니다. 리 루는 강연이나 글을 통해 하락장에서 영구 손실을 보지 않기 위해 필수적으로 갖춰야 할 자세로 '지적 정직'에 대해 여러 번 강조했습니다. 그리고 지적 정직은 다음의 것들을 인지 함으로써 갖춰진다고 했습니다.

- 아는 것, 모르는 것, 알 필요가 없는 것, 모른다는 사실조차 모르는 무언가가 있다는 것

이는 투자의 경험과 분석 능력이 쌓이면서 순차적으로 경험하게 되는 것 같습니다. 처음에는 내가 아는 것에 집중하지만 투자 경험이 쌓이면 모르는 것에 더 주목하게 됩니다. 노이즈에 몇 번 휘둘리다 보면 알 필요가 없는 것을 구분하는 것의 중요성을 알게 됩니다. 그리고 자신감이 쌓여갈 때쯤 몇 번의 실패와 함께 모른다는 사실조차 모르는 무언가가 있다는 것을 알게 되고 겸손하게 됩니다.

그런데 하나의 투자 대상에 지적 정직을 갖추기 위해 무한정 시간을 투자할 수 없습니다. 그렇다면 언제

---

<sup>1</sup> 문명, 현대화 그리고 가치투자와 중국, 포레스트북스, 2024

까지 지적 정직을 추구해야 할까요?

리 루는 주유소 이야기를 하면서 그 수준을 언급했습니다.<sup>2</sup>

리 루가 처음 투자를 시작할 때 주유소를 소유한 회사를 공부하다가 집 근처 2개의 주유소를 유심히 살펴보다 신기한 것을 보게 되었습니다. 2곳의 주유소는 위치, 가격 등 모든 조건이 동일해 보였는데 한 곳이 다른 곳 보다 4배 장사가 잘 되었습니다. 리 루는 오랜 시간 동안 관찰과 탐문을 한 이후에야 이유를 알게 되었습니다. 여러 요인이 있었지만 가장 근본적인 차이의 원인은 한 곳은 인도 이민자 출신이 모든 재산을 투자한 후 직접 경영한 주유소였고 다른 곳은 백인 종업원이 운영했기 때문입니다. 그래서 서비스 수준에서 품질 차이 등에 따른 영업 성과 차이가 난 것입니다.

분석을 하다 보면 리 루의 주유소처럼 피상적인 결과의 원인을 여러 정보의 조합을 통해 이해하게 되는 아하 모멘트를 경험할 수 있습니다. 그것은 하나의 그래프가 될 수도 있고 기사 한 줄 혹은 사업보고서 귀퉁이의 문구나 하나의 엑셀 수식 혹은 이것들의 조합일 수 있습니다. 그 순간이 지적 정직이 갖춰 지는 순간이라고 생각합니다. 투자 의사결정 하기 전에 그 회사에 대해서 리 루의 주유소만큼 핵심을 알고 있는지 자문해야 합니다. 그러나 많은 경우 꽤 많은 시간을 투자해도 리 루의 주유소 모멘트까지는 못 가겠구나 하는 생각이 드는 경우가 있습니다. 이럴 때는 미련 없이 패스하면 됩니다.

리 루의 주유소 모멘트가 생겼다고 해서 항상 정확하게 미래를 예측할 수 있는 건 아닙니다. 그러나 주유소 모멘트가 중요한 건 스스로의 지적 정직성이 갖춰진 후에야 (그것이 실제로 맞든 틀리든) 하락장에서도 버틸 수 있기 때문입니다. 그리고 상승장에서 거둬 수익을 당연시할 수 있습니다. 또 만약 의사결정에 실수가 있었더라도 그 실수를 누구보다 빨리 알고 피해를 최소화 할 수 있습니다.

## AI와 투자

AI 시대의 발화점을 지나면서 AI 이야기를 하지 않을 수 없습니다.

개인적으로 처음 나왔을 때부터 AI에 대한 관심이 많았고 특히 2024년에는 직접 코딩을 활용하여 API 레벨에서 AI를 활용하는 데 시간을 많이 투자했습니다. AI 시대에 앞으로 가치가 부각될 분야가 보이기도 했지만, 아쉽게도 투자 대상으로 AI에 직접적인 수혜를 받으면서 적정 가치에 있는 회사를 발굴하지는 못했습니다.

---

<sup>2</sup> 2019년 11월에 베이징 대학 광화 경영대학원의 학생 대상 연설 중

하지만 돌을 뒤집는(투자 대상을 찾는) 과정에서 AI를 활용하며 많은 도움을 받았습니다.

많은 정보를 수집하고 선별하는 데 있어 코딩은 AI에 날개를 달아준다고 생각합니다.

초보 수준이지만 다행히도 예전에 어깨너머로 코딩을 배워 두었고, 지금까지는 회사에서는 고객 간에 차별이 없도록 주문을 잘게 쪼개 후 랜덤 순서로 시장에 영향을 최소화하여 자동으로 처리하는 데에만 코딩을 활용해 왔습니다.

그런데 AI는 저 같은 초보 개발자도 코딩을 활용해서 수많은 데이터에서 원하는 정보를 선별하여 투자에 활용할 수 있게 해 줍니다. AI는 코딩 자체를 획기적으로 도와주기도 하고, 또 원하는 결과를 만드는 데에도 도움을 주기 때문에 평먹고 알먹는 상황입니다. 2024년에 활용했던 것도 대부분 수많은 정보를 코딩으로 수집해 AI를 통해 결과를 얻어내는 작업(RAG라고 부르는...) 이었습니다. 몇 가지 예를 들어 보면 아래와 같습니다.

- 상장된 모든 회사의 신규 공시 보고서를 이전과 비교하여 새롭게 추가된 문구만 추출
- 국내 상장된 모든 회사와 관련된 키워드 수집과 트렌드 분석
- 발표된 모든 IR 자료 분석과 선별
- 모든 종목 게시판의 민심 분석
- 국내 다양한 쇼핑몰의 랭킹, 리뷰 카운팅과 전체 리뷰의 감정 분석

이렇게 AI를 활용하게 되면서 혼자서 돌을 뒤집을 수 있는 회사가 급격히 늘어난 것도 있지만 해외 기업 리서치의 경우에도 접근성이 이전과는 비교가 안 되게 증가하였습니다. 예를 들어 중국 회사를 공부할 때 공시 하나를 찾아보는 것도 시간이 많이 걸리는 작업이었지만 이제는 십 년치 공시를 AI를 활용해서 번역과 동시에 분석할 수 있습니다. 이렇게 심리적인 장벽이 사라지면서 이제는 세계 어느 기업이든 원하면 분석할 수 있겠다는 생각이 듭니다. 특히 국내 기업과 관련된 해외 경쟁 기업을 분석하거나 국내 기업을 공부하다가 알게 된 해외 기업을 분석하는 데 큰 도움을 받고 있습니다. 당연한 결과로 현재 국내에 한정된 일임 고객의 투자처를 해외로 확대하는 것을 고민 중입니다.

또 반대로 생각해보면 해외에서 국내 시장을 바라보는 것도 동일한 상황일 수 있습니다. 해외 투자자의 눈으로 봤을 때, 국내 시장은 그동안 폐쇄적인 정보 공유와 언어적인 장벽으로 외국인이 접근하기 쉽지 않은 시장이었을 것으로 추정됩니다. 그러나 AI가 보편화될수록 그들도 우리나라 시장에 대한 리서치가 쉬워질 테고 매력적인 투자 기회가 있다면 그들도 심리적 장벽 없이 투자하는 경우가 많아질 것으로 생각됩니다. 그러면 자연스레 시장에서 관심 밖에 있는 국내의 저평가 기업들의 가치 발견에 걸리는 시간이

점차 줄어들 수 있다고 생각합니다. 따라서 시장 전체가 침체되어 있는 국내 시장이 AI로 긍정적인 영향을 받을 수도 있겠다는 생각이 듭니다.

또 AI로 인해 정보의 우위가 사라질 수 있는 상황도 생각해 볼 필요가 있습니다. 실례로 작년에 특정 기업을 분석하면서 대만의 작은 경쟁사가 공시한 분기보고서 구석에서 해당 기업과 연관된 내용을 보면서 이런 것까지 찾아본 사람이 몇 명이나 있을까 생각했었는데, 올해 검색 에이전트와 딥서치가 나오자마자 딥서치로 그 기업을 분석한 결과 중에 해당 내용이 튀어나와서, 이제서야 여기저기에서 그 내용이 언급되는 것을 경험했습니다. 이제는 나의 아이디어를 시장이 언제쯤이나 알아줄까 하는 걱정은 안 해도 될 것 같습니다. 시장이 조만간 알게 되거나 영원히 모르거나 둘 중 하나일 가능성이 큼니다.

어느덧 나이가 들면서 투자 인생의 경로가 어느 정도 레인지에서 윤곽이 결정된 것은 아닌가 하는 생각이 들었습니다. 그런데 전성기가 시작되었던 시즈캔디에 투자할 당시 그들의 나이와 비교하면 지금의 저는 찰리 멩거보다 조금 어리고 워렌 버핏보다 조금 많습니다. 제가 예상했던 것 보다 그 당시 그들의 실제 나이가 훨씬 많아서 의외였습니다. 다소 의기소침 해 질 수 있는 시기에 AI가 나타난 것은 감사한 일인지도 모르겠습니다. AI를 활용하면서 다시 느껴지는 열의가 어찌면 그들처럼 아주 오랜 기간 적극적으로 투자 활동을 할 수 있을지도 모르겠다는 기대를 가지게 합니다.

2025년에도 투자의 관대함 속에서 배수의 게임을 펼치기 위해 집중 투자하고, 장기간 보유하며, 장타율을 다듬어 나가겠습니다. 또한, 지적 정직을 갖추기 위해 '리루의 주유소 모멘트'를 찾아 타율을 끌어올리는데 AI와 함께 최선을 다하겠습니다.

2025년 2월

노아투자일임 손종현 드림

## Appendix

### <수익률>

번호 (정렬기준 유형순, 가입일순)	기간	기간 수익률	비고	수수료율
1	2024.01.01 ~ 2024.12.31	13.1%	전문투자자	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
2	2024.01.01 ~ 2024.12.31	13.0%	전문투자자	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
3	2024.01.01 ~ 2024.12.31	15.0%	전문투자자	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
4	2024.01.01 ~ 2024.12.31	16.4%	전문투자자	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
5	2024.01.01 ~ 2024.12.31	13.8%	전문투자자	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
6	2024.01.01 ~ 2024.12.31	14.4%	전문투자자	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
최고	2024.01.01 ~ 2024.12.31	16.4%		
최저	2024.01.01 ~ 2024.12.31	13.0%		
평균	2023.01.01 ~ 2023.12.31	13.3%	시간가중 평균	

## 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.