

노아투자일임 주식회사

2025년 Annual Letter

성과

<u>Year</u>	<u>노아투자일임</u>	<u>KOSPI</u>
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%
2025	+8.8%	+75.6%
누적 (2020.12.03 ~ 2025.12.31)	+60.4%	+57.5%

(전문투자자 유형, 시간가중수익률)

2025년 성과는 +8.8%로 KOSPI 지수 +75.6% 대비 -66.8%이고 누적으로는 +60.4%로 KOSPI 지수 +57.5% 대비 +2.9%를 기록했습니다.

지난 연간 서한에서 당시 미국 시장이 크게 상승한 반면 국내 시장은 침체되어서 '바람의 방향은 변하기 마련입니다' 라고 희망 섞인 말을 했었는데 1년 만에 바람의 방향이 바뀌었을 뿐만 아니라 강풍이 국내 시장에 불었습니다. 하지만 이번 강풍은 특히나 선별적으로 불었고 아쉽게도 우리를 비켜 갔습니다.

20년 마라톤 레이스에서 ¼ 지점인 5년이 지났기 때문에 성과에 대한 평가가 필요한 시점입니다.

평가와 구매력

초창기(2022년) 연간 서한에서 목표에 대해서 언급한 적이 있습니다. 목표 수익률보다 목표로 하는 기간을 정하는 것이 우선되어야 하고 목표 기간이 정해지면 목표 수익률은 자연스럽게 정해진다고 했습니다. 그때 저는 목표를 20년으로 설정했고 그랬을 때 역사에 남은 투자자라면 연 30%, 훌륭한 투자자라면 15%, 평범한 투자자라면 7% 수준이 될 것이라고 했습니다.

약 5년간 연평균 수익률은 9.7%이고 훌륭한과 평범함 사이에서 평범함 쪽에 치우쳐있습니다. 목표는 훌륭함 보다 높은 수준이기 때문에 목표에는 현저하게 못 미칩니다. 만약에 훌륭함 그 이상을 하려면 앞으로 남은 15년 동안 연평균 수익률을 16.8% 이상을 해야 하고 역사에 남은 투자자가 되려면 37.6% 이상을 해야 합니다. 초기 높은 수익률이 시간이 흐를수록 평범해 지는 것이 보통의 흐름인 것을 감안하면 목표 달성 가능성은 낮아지고 있습니다. 이는 마라톤의 ¼ 시점에서 후위 그룹에서 우승이 나올 확률과 비슷할 것 같습니다.

목표에 미달했다면 최소한의 존재 이유라도 있어야 할 것입니다. 마침 리 루가 최근 스피치에서 부(Wealth)와 투자의 성과에 대해서 아래와 같이 얘기 했습니다.

“부란 세계 경제 전체에서 내가 가지는 구매력의 비중이고 활기찬 경제에서 가장 역동적인 회사의 주식을 보유함으로써 경제의 부침에 상관없이 나의 구매력의 비중을 늘려나가는 것이 투자의 목표이다.”

the essence of wealth is the proportion of purchasing power in the economy, and the goal of value investing is to hold shares of the most dynamic companies in the most vibrant economies, thereby preserving and growing wealth.

<출처: Global Value Investing in Our Era, Li Lu's keynote speech at Peking University, December 2024>

고객의 부를 지키지 못한다면 존재의 이유가 없을 것입니다. 리 루가 얘기한 대로 세계 경제에서 구매력의 비중이 유지됐는지 따져 보면, 5년간 60.4%의 성과는 같은 기간 인플레이션 27%¹과 환율의 평가절하 33%²를 더해서 고려하면 글로벌 경제에서 구매력의 비중을 가까스로 지켜낸 것처럼 보입니다.

5년간의 성과를 요약하면 목표에는 턱없이 부족하고 존재의 이유는 간당간당한 수준입니다. 그럼에도 배움을 통한 의사결정의 품질을 지금보다 개선시켜 간다면 앞으로 남은 기간 훌륭한의 허들인 연평균 16.8%에 도전해볼 수 있겠다는 생각은 여전히 가지고 있습니다. 이 서한은 저의 향후 성과를 예측할 때 참고할 수 있는 유일한 자료이기 때문에 지난 1년간 무엇을 배우고 실행했는지를 정리하는 것이 가장 그 목적에 부합하는 것이라고 생각합니다.

¹ IMF 발표 기준

² USD 대비 KRW

그런 의미에서 앞선 리 루가 언급한 내용을 통해 배운 점을 곱씹을 필요가 있습니다. 리 루는 구매력 비중을 계속 성장시키기 위해서는 '활기찬 경제'에서 '역동적 기업'에 투자해야 한다고 했습니다.

경제 위기가 와서 시장이 폭락하더라도 상대적으로 역동적 기업을 소유하고 있음으로써 다시 경제가 회복되고 호황이 왔을 때 나의 구매력의 비중은 그 이전보다 늘어날 것이라고 설명하며 투자 대상 기업의 퀄리티를 강조했습니다. 투자 후보 기업이 장기적으로 나의 구매력의 상대적 크기를 성장 시켜 줄지를 생각하면 의외로 답이 쉽게 나올 수 있습니다. 오늘도 체크리스트에 한 줄을 추가합니다.

리 루는 활기찬 경제를 설명하면서 찰리 멩거가 항상 강조했던 '낚시는 물고기가 있는 곳에서 해야 한다'라는 말을 인용했습니다. 찰리 멩거가 리 루 본인에게 유일하게 투자를 맡긴 것도 같은 이유(그가 중국에서 태어났고 중국에 물고기가 많다는 사실) 때문이라고 했습니다.

여러 가지 구조적인 원인으로 향후 대한민국에 물고기가 많을 것이라고 생각되지 않습니다. 다행히 국내 주요 산업에서 AI의 수혜를 받는 바람에 최근 국내 시장에 다시 활기가 돌기 시작했습니다. AI 덕분에 다른 시장을 알아볼 시간적 여유를 벌었다고 생각합니다. 리 루의 말에 지금이라도 각성하고 적극적으로 활기찬 경제가 생생한 시장에서 구매력의 비중을 증가 시켜줄 기업을 찾아 나설 때라고 생각합니다. 내년 서한부터는 해외 투자 성과를 같이 적게 되기를 희망합니다.

작은 흠과 게임

올해 실패의 금메달은,

2025년 초에 좋은 타이밍에 꽤 비중 있게 투자했던 B2C 회사의 작은 흠을 발견한 후 시장이 급락했을 때 그 작은 흠이 크게 다가와 매도한 일입니다. 그 기업의 주가는 이 글을 쓰는 현재까지 1년이 조금 넘는 기간 동안 10.7배가 상승했고 그 작은 흠은 기업가치에 아무런 영향이 없는 것으로 판명되었습니다. 꽤 무게가 나가는 금메달입니다.

시장이 급락하지 않았거나 작은 흠을 큰 Risk로 판단하지 않았다면 매도하지 않았을 겁니다. 이 두 가지가 합쳐져서 가장 안 좋은 시기에 저로 하여금 최악의 의사결정을 하도록 만들었습니다. 금메달을 만든 이 두 조합 각각에서 배울 점이 있습니다.

첫 번째는 작은 흠을 실제 기업에 미치는 영향은 고려하지 않은 채 그저 Risk가 있다는 사실만 머릿속에 남아서 투자 의사결정의 품질이 저하 된 것입니다. 작은 흠을 찾아서 비판하는 것을 좋아하는 개인적인 성향이 투자에 영향을 미친 것 같습니다. 개인 성향을 극복하려면 Risk의 존재만으로 움츠려 들지 말고 실제 회사에 미치는 영향을 확률이 고려된 기대 값의 변화로 판단하는 습관을 길러야 할 것입니다.

최근에 Business Owner Fund로 알려진 RV Capital의 파트너인 안드레아스의 투자 철학에 대해서 조사했습니다. RV Capital은 창립자인 로버트 비널의 주주서한이 국내에 그나마 좀 알려져 있는데, 다소 생소한 그의 파트너인 안드레아스가 투자 내공이 보통이 아님을 간파하고 그와 관련된 자료를 최대한 많이 찾아봤습니다. 그는 수학 천재였고 1994년 ~ 2000년 까지 연 수익률이 100%를 초과 하기도 했습니다. 마침 그가 2025년 Annual Meeting에서 투자 기업에 대해 알지 못했던 부정적인 견해를 접했을 때 어떻게 대처해야 하는지에 관한 내용을 언급했고 앞서 언급한 실수를 한 이후라서 그 부분을 노트해놨었습니다.

“자신이 틀렸다고 너무 쉽게 결정해서는 안 됩니다. 때로는 제가 틀렸다는 인상을 받고, 무언가를 팔고, 결국에는 제가 항상 옳았다는 것이 드러나기도 합니다. 그래서 자신의 생각에 어느 정도 확신을 가져야 합니다. 만약 자신의 생각이 사실에 근거했고, 결정을 내릴 때 가능한 한 객관적이 되려고 노력했다면, 주가가 내려간 후에 생각하는 것만큼 틀리지 않았을 수도 있습니다. 그래서 자신의 판단을 믿어야 합니다.”

you should not too easily decide that you are wrong. Sometimes I get the impression that I'm wrong, I maybe sell something, and in the end it turns out I was always right. So you have to have some conviction in your own thinking. If your thinking was based on facts and you bent over backwards to be as objective as possible when making the decision, then maybe you're not as wrong after all as you may think after the share price goes down. So maybe you should believe in your own judgment.

<출처: Rob and Andreas' Q&A at RV Capital's 2025 Annual Gathering, <https://www.youtube.com/watch?v=xNezcoquYrg>, 59:07>

두 번째는 시장이 하락하는 와중에 (앞서 언급한 잘못 판단한 리스크를 생각하며) 손실 가능성이 높아지자 회피하려는 마음으로 매도 의사결정을 내린 점입니다. 2023년 서한에서 다짐했었던, 투자를 게임으로 생각하고 손실에 대한 두려움(돈에 집착)을 버리려고 노력해 왔는데 아직은 많이 부족합니다.

2025년 11월 AI Capex에 대한 우려가 한창 시끄러울 때 OpenAI가 미국 정부에게 보증을 요청했다는 루머가 돌면서 샘 알트먼의 관련 해명 글이 화제가 됐었던 적이 있습니다. 글의 내용은 정부 보증 루머에 대한 반박과 AI 투자와 배팅의 필요성에 대한 내용이었지만 저에게 크게 다가왔던 부분은 다음의 내용 이었습니다.

“우리가 일을 망치고 그것을 바로잡지 못한다면, 우리는 실패해야 합니다. 그리고 다른 회사들이 그 역할을 이어받아 고객에게 필요한 서비스를 계속 제공하면 됩니다. 그것이 자본주의가 작동하는 방식이고, AI 생태계와 경제는 아무 문제 없이 돌아갈 것입니다. [...] 그토록 중요한 일을 위해 이 정도 규모의 인프라 구축에 과감히 도전하겠다는 확신을 갖는 것. 이것이 우리가 하고 있는 배팅이며, 우리가 서 있는 위치에 서 볼 때 우리는 이 배팅에 대해 긍정적으로 보고 있습니다. 물론 우리가 틀릴 수도 있습니다. 그리고 만약 우리가 틀렸다면, 그것은 정부가 아니라 시장이 처리할 일입니다.”

If we screw up and can't fix it, we should fail, and other companies will continue on doing good work and servicing customers. That's how capitalism works and the ecosystem and economy would be fine. [...] to have the conviction to take a run at building infrastructure at such scale for something so important. This is the bet we are making, and given our vantage point, we feel good about it. But we of course could be wrong, and the market—not the government—will deal with it if we are.

<출처 <https://x.com/sama/status/1986514377470845007>>

그는 본인이 역사상 가장 빠르게 성공한 기업을 이끌다가 하루아침에 실패자가 되는 것을 아무렇지 않게 얘기하고 있습니다. 현시점에서 향후 AI의 수요 예측은 매우 어려운 과제이고 약간의 예측 오차로 OpenAI가 망할 수 있다는 것을 샘 알트먼은 알고 있기 때문에 배팅이라고 표현했고 실패하는 시나리오에 대해서도 솔직하게 얘기했다고 생각합니다. 개인적으로 샘 알트먼의 캐릭터는 불호에 가깝고 실제로 OpenAI가 굉장히 위험한 포지션에 있다고 생각하지만 개인적인 호불호를 떠나서 이 글을 보면서 실패에 대한 두려움은 전혀 느껴지지 않고 그가 마치 게임을 하고 있는 느낌이 들었습니다. 비슷한 느낌을 페이스북 액시안 직후 새로운 도전에 다시 모든 것을 거는 일론 머스크에게서 받았고 아메리칸 익스프레스에 집중 투자하는 워렌 버핏³에게서 느꼈습니다.

사람들은 그가 이미 엄청난 부자이기 때문에 실패해도 문제가 없으니까 저런 발언을 할 수 있는 것이라고 하지만 저는 돈과 명예에 대한 집착은 가진 것이 많다고 해서 반감되지 않는다고 생각합니다. 나심 탈레브도 부자가 되는 순간 재산을 잃었을 때의 고통은 재산을 늘렸을 때의 기쁨보다 훨씬 더 크다고 했습니다.⁴

저는 이번 실패와 샘 알트먼의 글을 통해서 한줌의 재산을 지키려고 전전긍긍하는 하는 투자가 아니라 실패에 대해서 게임 속 한 번의 플레이에서 진 것처럼 덤덤히 받아들일 수 있는 그런 자세로 투자를 해야 한다고 다시 한번 생각했습니다. 그런 자세가 도덕적으로 우월하다는 뜻이 아니라 변동성이 큰 투자

³ 2023년 연간서한, 5page

⁴ 안티프래질 한국어판, 나심 니콜라스 탈레브, 236page

영역에서 압도적으로 유리하기 때문입니다. 이번 실패로 아직 부족함을 많이 느꼈고, 굉장히 어려운 수준이기 때문에 자책 보다는 이번 기회를 통해 다시 느끼고 계속 도전 하고자 합니다.

내적 점수표

2025년 하반기에 업계의 성공한 투자자와 식사하는 자리가 있었습니다. 가끔씩 만나는 사이였고 AUM이 선두권에 있는 업계에서 존경과 관심을 받고 있는 분이었습니다. 지난 번에 만났을 때는 상반기에만 30% 이상의 수익률을 거두었다는 얘기를 들었습니다. 그런데 이번 만남에서는 요즘 너무 괴롭다는 말과 함께 투자 경력에서 지금이 가장 힘든 시기라고 토로 했습니다. 하반기에 시장의 분위기가 바뀌면서 그분의 포트는 조정을 받은 반면 KOSPI 비중이 높은 반도체가 본격적으로 상승을 해서 KOSPI가 급등을 했기 때문입니다. 사실 한 해 성적도 절대 수익으로 보면 괜찮은 편이었고 고객과 개인 자산도 역대 최고였을 상황에서 가장 괴로운 시기를 지나고 있다는 것이 아이러니 했습니다.

추측건대 그분이 힘들어 했던 이유는 본인을 평가하는 지표가 지수 대비 성과이고 짧은 주기로 그 결과가 측정되고 있었기 때문이라고 생각합니다. 불행히도 지수는 외부 변수이기 때문에 본인의 노력이나 능력으로 결과를 바꿀 수가 없습니다. 워렌 버핏도 2024년 까지 60년 중에 20년은 S&P 지수보다 성과가 좋지 않았습니다. 그럼에도 누적으로는 140배의 성과 차이를 만들어 냈습니다. 워렌 버핏이 저분과 같이 외부 기준으로 스스로를 평가 했다면 3년마다 1년씩은 괴로워했을 것입니다. 또 짧은 빈도로 평가를 하다 보면 장기적으로 좋은 결과가 기다리고 있음에도 단기 결과를 과하게 나쁘게 받아 들일 수 있습니다. 수능 시험을 망쳐서 자살하는 학생을 생각해 보면 단기적인 결과에 목매는 것이 얼마나 어리석은지 알 수 있습니다.

모든 걸 경험했던 워렌 버핏은 내적 점수표(inner scorecard)에 대해서 여러 번 강조 해서 얘기 했고 가장 와 닿는 표현은 다음의 원문입니다.

Would you rather be the world's greatest lover, but have everyone think you're the world's worst lover? Or would you rather be the world's worst lover but have everyone think you're the world's greatest lover?

<출처 Snowball, Alice Schroeder, 19page>

저 역시 시장의 등락이나 외부 변수 때문에 괴로워 하던 시절이 있었기 때문에 워렌 버핏의 가르침을 따라 내적 기준을 세우고 시장과 관계 없이 스스로를 평가하려는 노력을 꾸준히 해왔고 노력으로 안 되는 부분은 주가나 지수를 보지 않는 등의 장치를 만들어서 보완하고 있습니다. 동일한 시기에 저분 보다 성과가 안 좋았을 것으로 예상되었지만(한 달 이상 계좌를 확인하지 않아서 정확히 모르는 상태였습니다.) 한 해의 지수 대비 성적에 대해서는 크게 신경 쓰지 않고 있었습니다. 나름의 내적 기준이 작동한 결과라고 생각합니다.

물론 고객의 규모를 생각할 때 시장과의 비교를 신경 쓸 수 밖에 없는 것도 이해가 가지 않는 것이 아닙니다. 하지만 내적 기준만으로 충족되지 않고 외부 기준 때문에 괴로울 정도라면 고객의 규모나 성격을 조정 해야 한다고 생각합니다. 워렌 버핏은 파트너쉽 시절에는 고객에게 개별로 서약서를 받았고 최종적으로는 모두가 알다시피 주식회사 구조로 바꾸었습니다. 모니시 파브라이는 어떤 고객에게도 연락처를 주지 않아서 외부의 평가 자체를 차단했습니다.

워렌 버핏은 내적 점수표를 자주 강조했지만 실제로 내적 점수표가 어떻게 이루어져 있는지에 대한 언급은 거의 없었습니다. 그가 언젠가 투자 기업의 해자의 확대를 주기적으로 평가하라는 짧은 언급을 했고 그래서 저는 매년 주가와는 별개로 포트폴리오 기업의 해자를 평가해 왔습니다. 주가의 변동이 아닌 내적 점수표에 따라 포트폴리오 기업을 독립적으로 평가하는 우수 사례는 테리 스미스가 운영하는 Fundsmith입니다. 그는 매 반기 작성하는 투자자 서한에 포트폴리오 기업의 ROCE 등의 점수표를 매년 기록하고 주가의 등락과는 독립적으로 평가하고 공개함으로써 자신만의 내적 점수표를 고객들과 소통해 가고 있습니다.

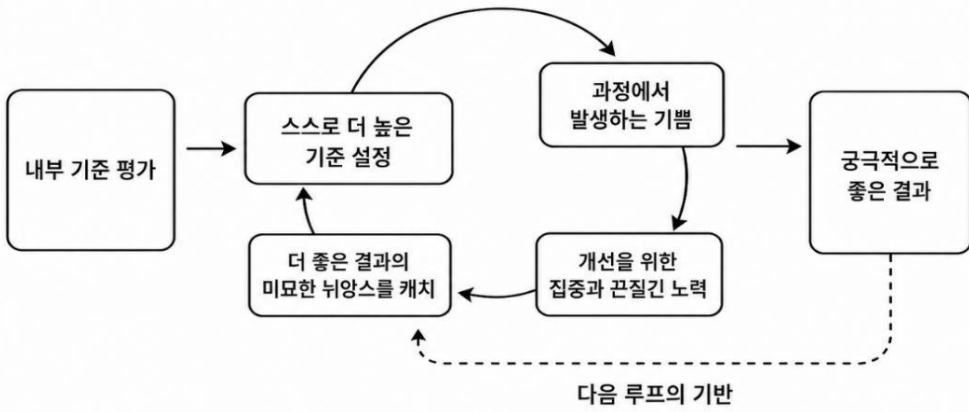
Year ended	Fundsmith Equity Fund Portfolio								S&P 500	FTSE 100
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025	2025
ROCE	29%	29%	25%	28%	32%	32%	32%	31%	17%	17%
Gross Margin	65%	66%	65%	64%	64%	63%	64%	62%	45%	43%
Operating Margin	28%	27%	23%	26%	28%	29%	30%	28%	18%	17%
Cash Conversion	95%	97%	101%	95%	88%	91%	85%	94%	89%	99%
Interest Cover	17x	16x	16x	23x	20x	20x	27x	29x	9x	8x

Source: Fundsmith LLP/Bloomberg.
 ROCE (Return on Capital Employed), Gross Margin, Operating Margin and Cash Conversion are the weighted mean of the underlying companies invested in by the Fundsmith Equity Fund and mean for the FTSE 100 and S&P 500 Indices. The FTSE 100 and S&P 500 numbers exclude financial stocks. Interest Cover is median.
 2018-2019 ratios are based on last reported fiscal year accounts as of 31st December and for 2020-25 are Trailing Twelve Months and as defined by Bloomberg.
 Cash Conversion compares Free Cash Flow per Share with Net Income per Share.

<출처: Fundsmith Letter to Shareholders 2025, <https://www.fundsmith.co.uk/documents>>

그런데 포트폴리오 기업의 평가 외에 투자 철학을 관통하는 내적 점수표에 대한 갈급함이 있었습니다. 그러던 와중에 최근에 Stone Sentinel Capital의 마르셀 고잘리가 최근에 발간한 책 *Wisdom: How to Think*

and Judge Well in an Uncertain World을 읽고 명확해지는 느낌을 받았습니다. 마르셀 고잘리는 가이 스피어가 주관하는 ValueX 행사의 연사로 처음 접하고 홈페이지에서 첫 번째 글을 읽자마자 그의 내공을 느낄 수 있었고 매 분기 새로운 레터가 올라오기를 기다리는 애독자가 되었습니다. 분기마다 확인할 수 있는 투자 성과도 역시나 훌륭했습니다. 책의 핵심을 관통하는 개념은 내적 기준에 대한 생각의 확장이었고 워렌 버핏의 내적 점수표에 대한 개념을 이 책을 통해 좀 더 구체화할 수 있었습니다. 책 내용 중 관련 내용만 제가 받아들인 대로 임의로 축약해서 도식화를 해보았습니다.



<출처: Wisdom: How to Think and Judge Well in an Uncertain World, <https://www.amazon.com/dp/B0GSZ6KDFP>, 자체 도식화>

이 책에 따르면 내부 기준으로 평가하게 되면 그 과정에서 기쁨을 느끼게 되고, 그러면 자연스럽게 집중하고 개선하여 스스로 탁월함을 추구하게 되고 그러면 더 높은 기준을 세우게 되는 선순환이 만들어집니다. 그리고 훌륭한 공수가 화살을 쏠 때 의도하지 않아도 화살이 손에서 저절로 풀려 가장 좋은 결과를 내는 것처럼 결과는 저절로 따라오게 됩니다. 반면에 외부로부터의 평가는 과정에서 기쁨을 느낄 수 없고 더 높은 기준을 세울 수도 없습니다.

잘 보면 이 선순환의 핵심 동력은 기쁨입니다. 따라서 나의 내적 점수표와 내가 느끼는 기쁨이 반드시 연결되어 있어야 합니다. 왜 워렌 버핏이 매일 아침 탭댄스를 추면서 사무실에 간다고 얘기했는지 이제 더 잘 이해할 수 있을 것 같습니다.

보물 찾기

투자를 책으로 배우다 보니 책에서 가장 클라이맥스가 되는 찰리 멩거의 Blue Chip Stamps나 워렌 버핏의 Geico, 피터 린치의 Leggs(Hanes Corporation) 처럼 숨겨진 보물 같은 회사를 찾아내는 것이 투자의

정수라고 생각했습니다. 오래 전 다른 업계의 직장에 다니던 시절에 일과 후 혹은 주말에 시간을 쪼개서 나만의 보물을 찾기 위해 도서관 불이 꺼질 때까지 공시를 뒤져봤던 시절이 있었고 그 시간들이 즐거웠습니다. 아마 그 시간들이 저에게는 빌게이츠와 폴 앨런의 중학생 시절, 스티브 잡스와 워즈니악의 아타리 시절, 비틀즈의 독일 시절과 같은 시간들이라고 생각합니다. 그렇게 보물 찾기에 몰두했던 시간들과 비싸게 사고 싶어 하지 않는 잔돌이 성향의 조합이 지금까지 투자로 꾸준한 성과를 만들어 냈다고 생각합니다.

그런데 보물찾기는 수익률 극대화 측면에서는 몇 가지 걸림돌이 될 수 있습니다.

우선 보물은 찾기도 어렵고 어렵게 찾았더라도 가짜일 가능성이 높습니다. 애초에 보물이 흙 속에 묻혀 있다는 것 자체가 희박한 일입니다. 기업도 마찬가지로 훌륭한 회사가 시장에서 외면 받은 체 저평가 받고 있을 가능성은 낮고 못난이 회사가 갑자기 백조처럼 예뻐질 가능성은 잘하는 회사가 더 잘할 확률보다 희박합니다. 특히 누구나 쉽게 정보에 접근할 수 있는 AI 시대에서는 그런 보물 찾기는 더욱더 어려워질 것이라고 예상됩니다. 가이 스피어도 최근에 같은 맥락으로 글⁵을 쓰기도 했습니다.

그리고 보물 찾기에만 몰두하게 되면 이미 발굴된 수많은 보물, 즉 시장에서 활발히 회자되는 아이디어와 기업에는 투자하지 못함으로써 발생하는 기회비용이 매우 큼니다. 이미 발굴된 보물을 외면하면 주목 받는 기업들에 투자함으로써 기대할 수 있는, 관심의 쏠림과 거품까지 동반되는 상승으로 기간대비 수익률을 가장 극대화 할 수 있는 기회를 모두 놓치게 됩니다.

이런 문제를 오래 전부터 인지하고 있었고 소위 말하는 주도주에 대해서 편견 없이 보려는 노력을 지속해 왔지만 번번이 투자까지 이어지지 못했습니다. 이번에 그 원인을 냉정히 반추해보니 시장에서 회자되는 아이디어는 누군가가 이미 알고 있다는 생각 때문에 이미 의지가 꺾인 상태에서 미래를 예측하다 보니 '잘 모르겠다'로 결론이 났고, 미래의 범위가 커지니 기댓값이 낮아져서 결국 집중 투자하기에는 가격이 애매해지는 바람에 패스를 반복하게 되었습니다.

의지가 약해진 원인을 고민해보니 결국 그 과정이 즐겁지 않았기 때문이었습니다. 아마 억지로 주도주에 투자를 한다고 해도 즐겁지 않다면 기쁨에서 오는 퀄리티 향상을 만들어 낼 수 없기 때문에 결국에는 결과도 좋지 않을 것입니다. 물론 어떤 사람들은 주도주를 찾아서 수익률을 최대화 하는 과정에서 큰 즐거움을 느낄 것입니다. 그리고 어쩌면 이런 성향의 차이는 타고나는 측면이 있다고 생각합니다. 이러한 생각 과정을 통해 수익률 최대화는 저의 내적 점수표가 될 수 없다는 것을 깨달았습니다. 수익률 최대화를 하는 사람들은 저와는 다른 게임을 하고 있다는 것도 깨달았습니다. 서로 다른 게임을 하고 있는데 결과

⁵ *The Golden Age of Value Investing Is Over*, Guy Spier, Bloomberg, 18 September 2025

를 비교하거나 평가하는 것은 농구의 점수와 축구의 점수를 비교하는 것처럼 넌센스 입니다.

그래서 앞으로도 보물 찾기에 더욱 몰두하여 2024년 서한에서 언급했던 리 루의 주유소, 아하 모멘트를 발견했을 때의 기쁨과 내적 점수표에 더 집중 할 생각입니다.



<출처: 자체 제작 with AI>

어쩌면 이 길을 오래도록 가다가 어느 순간 풍차를 향해 돌진 중인 돈키호테가 되어 버린 저를 자각하게 될지도 모르겠습니다. 장기 목표와 실제 성과와의 간극을 Learning을 통해 매우며 옳은 길을 찾아 가려고 하겠지만 기쁨이 관장하는 길이라고 생각하면 이렇게 태어난 이상 그 끝이 풍차라면 어쩔 수 없다는 생각도 듭니다. 투자자 혹은 예비 투자자 분들께서는 제가 하는 게임과 경로를 보시고 혹시 돈키호테는 아닌지 잘 판단하시기 바랍니다.

AI와 거품

앞서 워렌 버핏이 S&P500 지수보다 못했던 해가 20번 있었다고 했는데 가장 지수 대비 성과가 부진했던 해는 1999년으로 버크셔 해서웨이의 성과가 -19.9% 였던 반면 S&P 500은 +21.0%(NASDAQ +85.6%) 였습니다. 주요 포트폴리오 중에 코카콜라 주가가 반 토막 났고 제너럴 리가 형편없는 실적을 냈습니다. 연 중 버크셔 해서웨이 주가도 반 토막(-48%) 났고 자사주 매입 발표를 하고서야 저 정도로 마감할 수 있었습니다.(워렌 버핏이 내적 점수표를 가장 강조했던 시기도 바로 이 시기 입니다.) 그리고 다음해에 모두가

알다시피 닷컴 버블이 깨졌습니다.

모든 것이 AI에 쏠리고 있는 지금 닷컴 버블의 역사를 살펴보는 것은 당연합니다. 역사를 공부하면서 제가 눈여겨 본 사실은 다음과 같습니다.

- 버블을 만든 인터넷은 이후의 역사에서 진짜 무언가였다.
- 기술 혁신의 선두 기업 이었던 Cisco의 매출은 버블이 터진 이후에도 한동안 성장했다. 즉 실적은 후행이다.
- 버블로 향하는 4년 동안 NASDAQ은 5배 상승했고 극단적인 밸류에이션과 자금의 쏠림이 있었다.

닷컴 버블이 꺼지면서 실리콘 밸리를 몇 년 간 황무지로 만들었지만 그 이후 역사를 통해 인터넷은 그 당시 인류에게 가장 큰 영향을 미친 기술임이 밝혀 졌습니다. 모든 사람에게도 싸고 안전한 빛을 쬐던 석유도 거품을 만들었고 이후 역사를 통해 그 가치가 증명되었습니다. 시장이 인류 역사에 영향을 미칠 기술임을 인지할 때 거품이 발생한다고 생각합니다.

AI가 인류의 역사를 바꿀 수 있는 그 무엇임이 증명되면 될수록 거품은 반드시 발생할 수 밖에 없을 것입니다. 매년 그 가치가 시장에서 딱 적정수준으로 반영된다는 것은 오히려 확률이 떨어지는 시나리오입니다. 거품의 크기는 거품을 만드는 기술이 앞으로 사회에 미칠 영향력이 크면 클수록 거품의 크기와 비례할 수 있다고 생각합니다. AI의 파급력을 생각하면 거품은 필연적이고 어찌면 닷컴 버블보다 더 거대한 거품이 생길 수 있습니다.

닷컴 버블 구간에서 지금의 Nvidia와 놀랍도록 유사한 역할을 했던 것이 Cisco 입니다. Cisco의 닷컴 버블 붕괴 전후의 실적은 다음과 같습니다.

분기	기간	매출	매출 YoY	영업이익	영업이익 YoY
1999 Q1	98년07월~98년10월	2,597	39%	727	52%
1999 Q2	98년10월~99년01월	2,844	41%	483	-27%
1999 Q3	99년01월~99년04월	3,165	44%	880	220%
1999 Q4	99년04월~99년07월	3,548	48%	894	28%
2000 Q1	99년08월~99년10월	3,918	51%	654	-10%
2000 Q2	99년10월~00년01월	4,357	53%	1,046	117%
2000 Q3	00년01월~00년04월	4,933	56%	713	-19%
2000 Q4	00년04월~00년07월	5,720	61%	822	-8%
2001 Q1	00년07월~00년10월	6,519	66%	902	38%
2001 Q2	00년10월~01년01월	6,748	55%	1,032	-1%
2001 Q3	01년01월~01년04월	4,728	-4%	-3,801	-633%

<출처: Cisco Annual Reports 1999~2001>

닷컴 버블이 붕괴를 시작한 2000년 1월 이후에 매출이 오히려 더욱 가파르게 성장했습니다. Cisco가 망가진 실적을 발표한 시점은 주식 시장이 폭락을 시작하고 1년 3개월 후인 2001년 4월, 고객 기업들이 도산하면서부터입니다. 거품의 붕괴를 어떤 시그널로 예측하는 것은 매우 어려운 일입니다.

닷컴 버블이 터지기 전 4년간 Nasdaq은 5배 상승했고 Cisco의 PER는 200배가 넘었습니다. 심리적 광기와 함께 모든 자금은 관련 기업으로만 집중됐고 인터넷과 관련이 없는 섹터는 심각한 주가하락이 발생했습니다. 1999년 워렌 버핏의 수익률을 보면 자금의 쓸림이 얼마나 심했는지 상상 할 수 있습니다. 현시점 Nvidia의 PER는 30배가 안되고 다른 섹터의 주가를 심각하게 무너뜨릴 정도의 자금 쓸림 현상도 없기 때문에 아직 AI 버블이 왔다고 보이지 않습니다. 아마도 닷컴 버블의 형성 시기로 치자면 1995년과 1998년 사이 어디쯤이라고 생각됩니다.

버블의 초입이라면 수익률 극대화를 위해서는 버블에 올라타야 하겠지만 앞서 강조 한대로 그 과정이 즐겁지 않기 때문에 그건 제가 할 수 있는 게임이 아닙니다. 그럼 이제 남은 것은 워렌 버핏의 1999년을 대비하는 것입니다. 1년이 걸릴지 5년이 걸릴지 모르지만 AI 거품은 계속 부풀 것이고 시장과의 수익률 괴리는 더욱 커질 것입니다. 그리고 거품이 극한에 달할 때는 1999년의 워렌 버핏처럼 성과가 가장 좋지 않을 가능성이 높습니다. 몇 년이 될지 모르는 기간을 내적 점수표를 붙들고 견뎌 내는 것이 쉬운 일은 아닐 겁니다. 아이작 뉴턴도 남해회사 거품의 유혹을 끝내 이기지 못하고 거품 붕괴 직전에 뛰어 들었습니다.

AI가 가장 요란한 가운데 워렌 버핏은 조용히 버크셔 해서웨이 회장직에서 내려왔습니다. 한 시대가 저물고 새로운 시대가 열리면 그 시대에 맞는 투자의 방법론이 따로 있는지도 모르겠습니다. 하지만 누군가가 기쁨을 느끼는 과정과 같이 바꿀 수 없는 것도 있습니다. AI가 익숙해진 상태에서 AI의 도움을 전혀 받지 않고 글을 쓰는 것은 여간 힘든 일이 아닙니다. 굳이 그렇게 하는 건 AI 글이 아직 제 기준에는 맞지 않기 때문입니다. 아직 본격적으로 시작도 하지 않는 거품을 대비하는 것이나 고객 자금을 운용한다면 수익률 극대화 게임을 안 하겠다는 것도 그런 바뀌지 않는 기쁨에 기인한 내적 점수표가 있기 때문입니다. 하루하루 과정에서 기쁨을 찾고 그걸 원동력으로 탁월함을 추구하다 보면 장기적으로 목표한 결과가 따라올 수 있다고 여전히 생각합니다.

2026년 4월

노아투자일임 손종현 드림

Appendix

<수익률>

번호 (정렬기준: 유형순, 가입일순)	기간	기간 수익률	비고	수수료율
1	2025.01.01 ~ 2025.12.31	8.2%	전문투자자	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
2	2025.01.01 ~ 2025.12.31	9.4%	전문투자자	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
3	2025.01.01 ~ 2025.12.31	9.3%	전문투자자	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
4	2025.01.01 ~ 2025.12.31	9.2%	전문투자자	기본보수 0%, Hurdle rate 6%, 성과보수 25%
최고	2025.01.01 ~ 2025.12.31	9.4%		
최저	2025.01.01 ~ 2025.12.31	8.2%		
평균	2025.01.01 ~ 2025.12.31	8.8%	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 일정 기간 동안의 각 유형별 가중평균수익률과 최고, 최저 수익률을 포함하고 있습니다.