
Improve Korea

코리아 디스카운트 개선을 통한 경제 발전

책임에 대한 고지

본 프레젠테이션은 Dalton Investments가 오로지 정보제공을 위한 목적으로 준비하였으며 투자, 회계, 법률, 세금 기타 다른 자문에 해당하지 않고 그렇게 이해되어서도 안될 것입니다.

본 프레젠테이션은 공개적으로 이용 가능한 정보(Dalton Investments가 별도로 검증하지 않은 정보)를 기초로 작성되었으며:

- (i) 완전하거나 포괄적인 정보라는 취지로 작성되지 아니하였고;
- (ii) (본 프레젠테이션에 포함된 내용 및 조건에 명시된 바에 의하거나 달리 나타난 바와 관계없이) 계약, 제안, 제안의 권유, 또는 어떠한 거래를 체결하거나 완결하도록 하거나 다른 어떤 조치를 취하거나 이를 금지하는 것을 권장하는 조언이나 제안에 해당하지 않으며;
- (iii) 의결권대리행사권유나 다른 유사한 행위 또는 그 어떤 조치를 취하거나 금지하는 행위와 그에 대한 조언 및 제안이나 의결권대리행사권유나 다른 유사한 행위를 구성하는 어떠한 행동을 취하도록 하거나 금지하는 행위를 구성하지 않습니다.

본 프레젠테이션에 포함되거나 활용된 시장데이터는 (구제적으로 특정된 경우를 제외하고) 2018년 12월 31일을 기준으로 합니다. 이러한 시장 데이터와 관련하여 변경사항이 발생하였거나 장차 발생할 수 있으며 당사는 본 프레젠테이션에서 업데이트된 정보나 추가정보를 제공하거나 부정확한 부분을 수정하여야 할 의무가 없습니다.

본 프레젠테이션에 포함된 정보는 "미래 예측적 진술"을 포함합니다. 미래 예측적 진술은 "~일 수 있다", "~할 것이다", "예상된다", "믿는다", "예측된다", "계획한다", "잠정한다", "기대한다", "목적으로 한다", "예보한다", "모색한다", "~할 수 있다" 등의 단어 또는 이의 부정형 및 변형된 형태나 유사한 용어를 포함하나 이에 제한되지 않고, 역사적 또는 현재의 사실에 엄격하게 연관되지 않은 사실들을 의미합니다. 이와 마찬가지로, 목적, 계획 또는 목표를 설명하는 진술도 미래 예측적인 것에 해당합니다. 모든 미래 예측적 진술은 현재 의도, 믿음, 예상, 예측 및 예보에 근거한 것입니다. 이러한 진술은 미래의 성과를 보장하지 않으며, 위험, 불확실성, 가정 및 예측하기 어렵고 중대하며 실질적인 결과의 차이를 가져올 수 있는 요소들을 포함합니다. 이에 따라, 미래 예측적 진술에 의존하여 실제 결과를 예측해서는 아니되며, 실제 결과는 미래 예측적 진술에 포함된 실제 표현이나 함의된 내용과 현저하게 다를 수 있습니다.

본 프레젠테이션에 포함된 많은 진술은 당사가 공개적으로 접근 가능한 정보에 대한 분석을 기초로 한 것입니다. 본 프레젠테이션에 내포된 모든 표현, 진술 또는 의견은 해당 내용을 의존하지 않는다는 전제 하에 선의로 제공된 것입니다. 이곳에 포함된 내용과 관련하여 독자는 별도의 전문가 자문을 구하고 개별적인 평가를 진행하여야 합니다. 당사는 본 프레젠테이션 또는 그 내용의 전부 또는 일부를 신뢰하고 이를 사용함으로써 발생하는 어떠한 손해나 책임, 및 본 프레젠테이션과 관련하여 발생하는 그 어떤 손해에 대해서도 의무를 부담하거나 책임을 지지 않는다는 것을 명백히 하는 바입니다.

당사가 작성하여 프레젠테이션에 포함된 자료와 관련하여 영문본과 국문본 사이에 불일치 사항이 있는 경우 영문본의 의미가 우선합니다.

Disclaimer

This document is provided for informational purposes only, and does not constitute a solicitation of any shares in any investment vehicle managed by Dalton Investments LLC. Such solicitations can only be made to qualified investors by means of the private placement memorandums, which describe, among other things, the risks of making an investment. Additionally, this presentation does not constitute investment advice of any kind.

All of the information in this document relating to Dalton Investments LLC or its affiliates (collectively, “Dalton” or the “Firm”) is communicated solely by Dalton, 1601 Cloverfield Boulevard, Suite 5050 N, Santa Monica, CA 90404, regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). SEC registration does not imply SEC endorsement. No representation or warranty can be given with respect to the accuracy or completeness of the information, or with respect to the terms of any future offer of transactions conforming to the terms hereof. Certain assumptions may have been made in the analysis which resulted in any information and returns/results detailed herein. No representation is made that any results/returns indicated will be achieved or that all assumptions in achieving these returns have been considered or stated. Additional information is available on request. Opinions and estimates offered constitute our judgment and are subject to change without notice, as are statements of financial market trends, which are based on market conditions. Unless otherwise indicated, figures presented are preliminary, unaudited, subject to change and do not constitute Dalton’s standard books and records.

Any estimates, projections or predictions (including in tabular form) given in this communication are intended to be forward-looking statements. Although Dalton believes that the expectations in such forward-looking statements are reasonable, it can give no assurance that any forward-looking statements will prove to be correct. Such estimates are subject to actual known and unknown risks, uncertainties and other factors that could cause actual results to differ materially from those projected. These forward-looking statements speak only as of the date of this communication. Dalton expressly disclaims any obligation or undertaking to update or revise any forward-looking statement contained herein to reflect any change in its expectations or any change in circumstances upon which such statement is based.

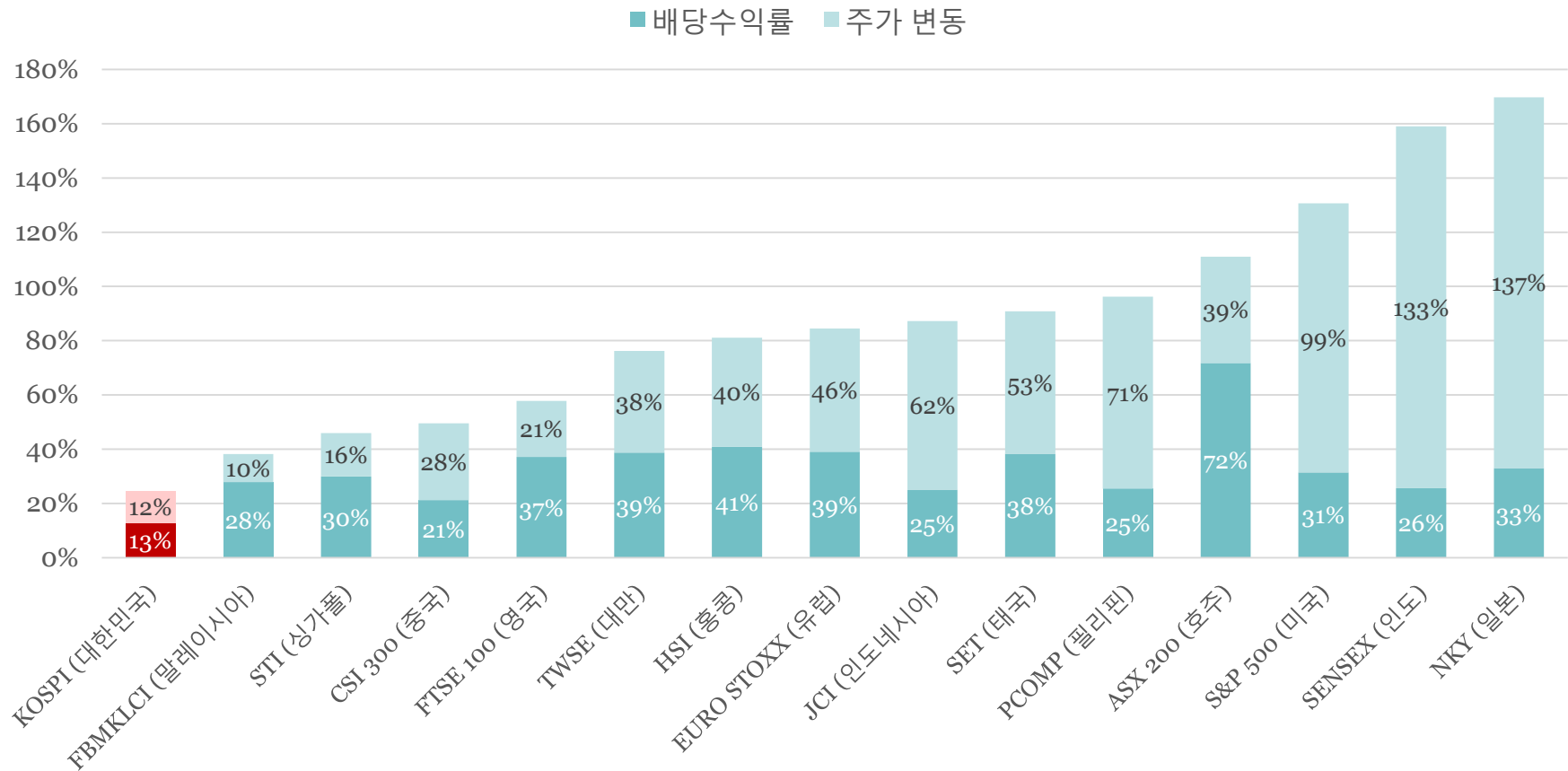
경제민주화에 대한 저희의 견해

대한민국 기업들은 강하고 혁신적이며 많은 이익을 창출합니다. 또한 대한민국 기업들은 상당한 경제적 가치를 창출합니다. 그러나 이러한 가치는 좀처럼 소수주주들에게 잘 돌아가지 않습니다. 대한민국 국민들은 주주로서 직접, 또는 연금 등을 통해 간접적으로 대한민국 기업들이 창출한 가치를 공유받아야 합니다.

저희 Dalton Investments는 약 4조원의 자산을 운용하는 장기 가치투자 회사로, 주식이 경제민주화에 적합한 수단이라고 생각합니다. 주식은 적은 자본으로도 보유 가능할 뿐 아니라, 국민연금, 퇴직연금 등을 통해 대한민국 국민 대다수에게 영향을 끼치기 때문입니다.

대한민국 주식시장은 지난 7년간 성과가 가장 저조했던 시장 중 하나임...

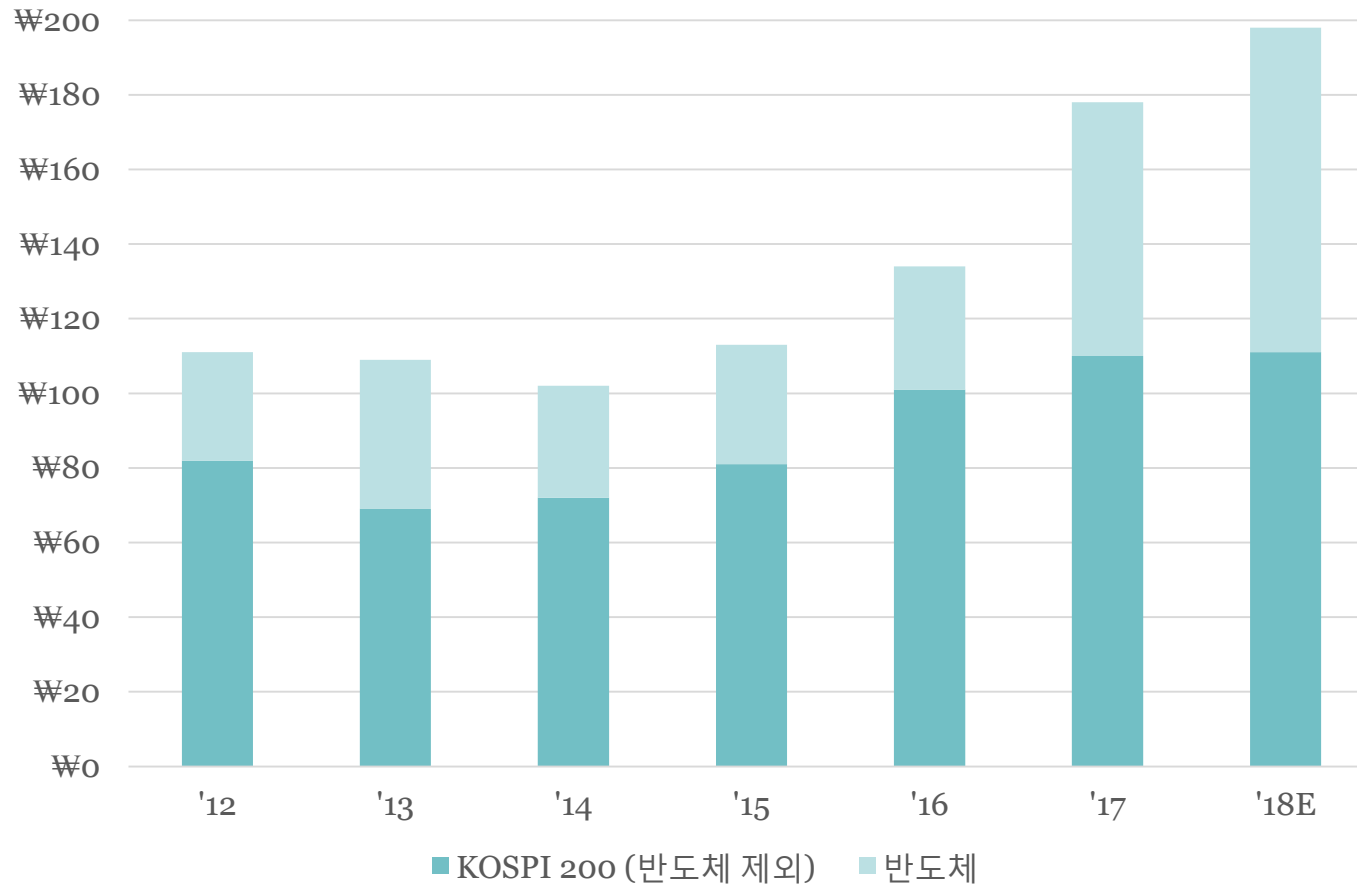
7년간 ('12년 1월-'18년 12월) 누적 총주주수익률



출처: Bloomberg; 배당금 지수에 재투자 가정

반면, 대한민국 기업들의 영업이익은 증가함

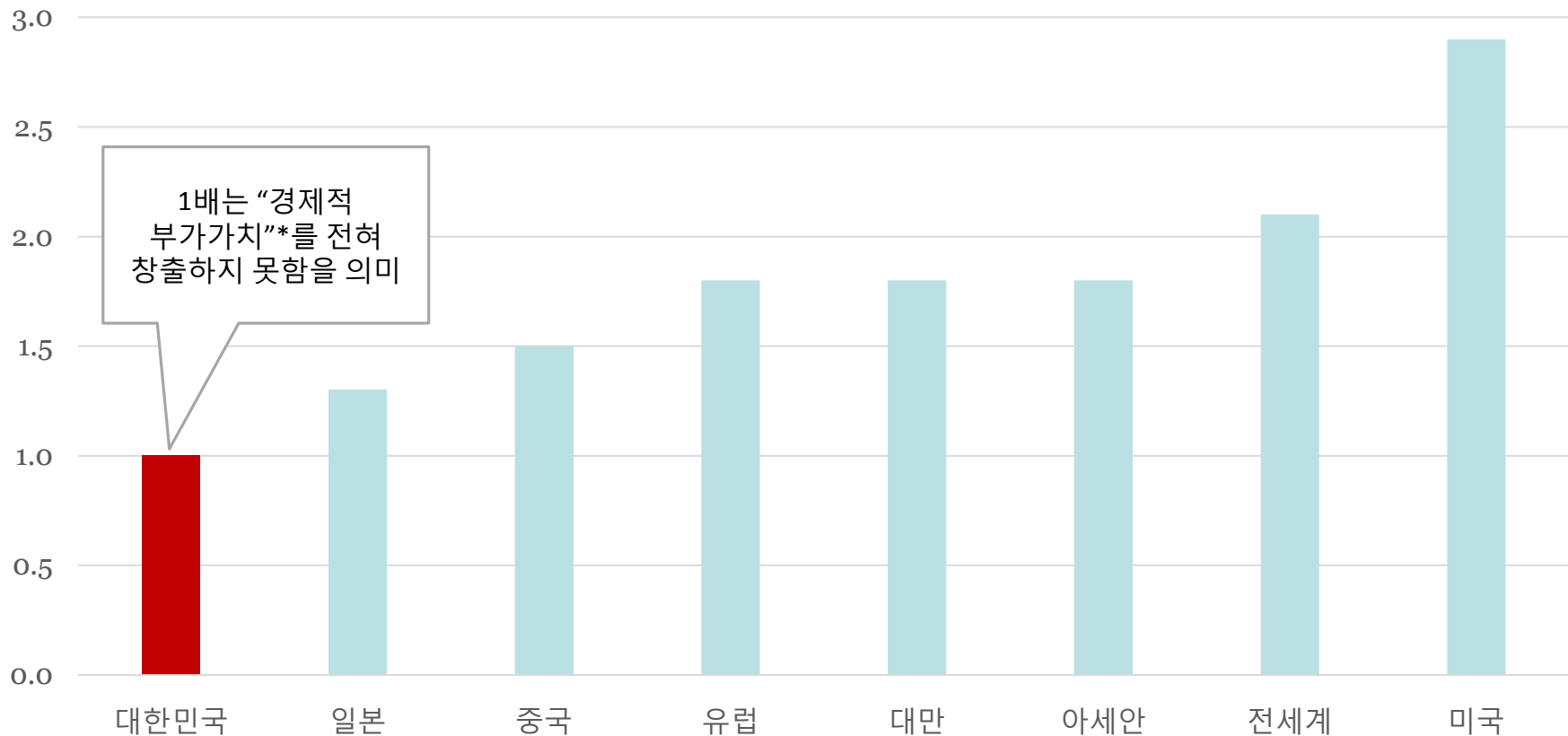
KOSPI 200 영업이익 (조원)



출처: FN Guide; 키움증권

이는 “코리아 디스카운트” 로 나타남 - 대한민국 기업들은 장부가치 (5년 평균 기준)로 평가받고 있음

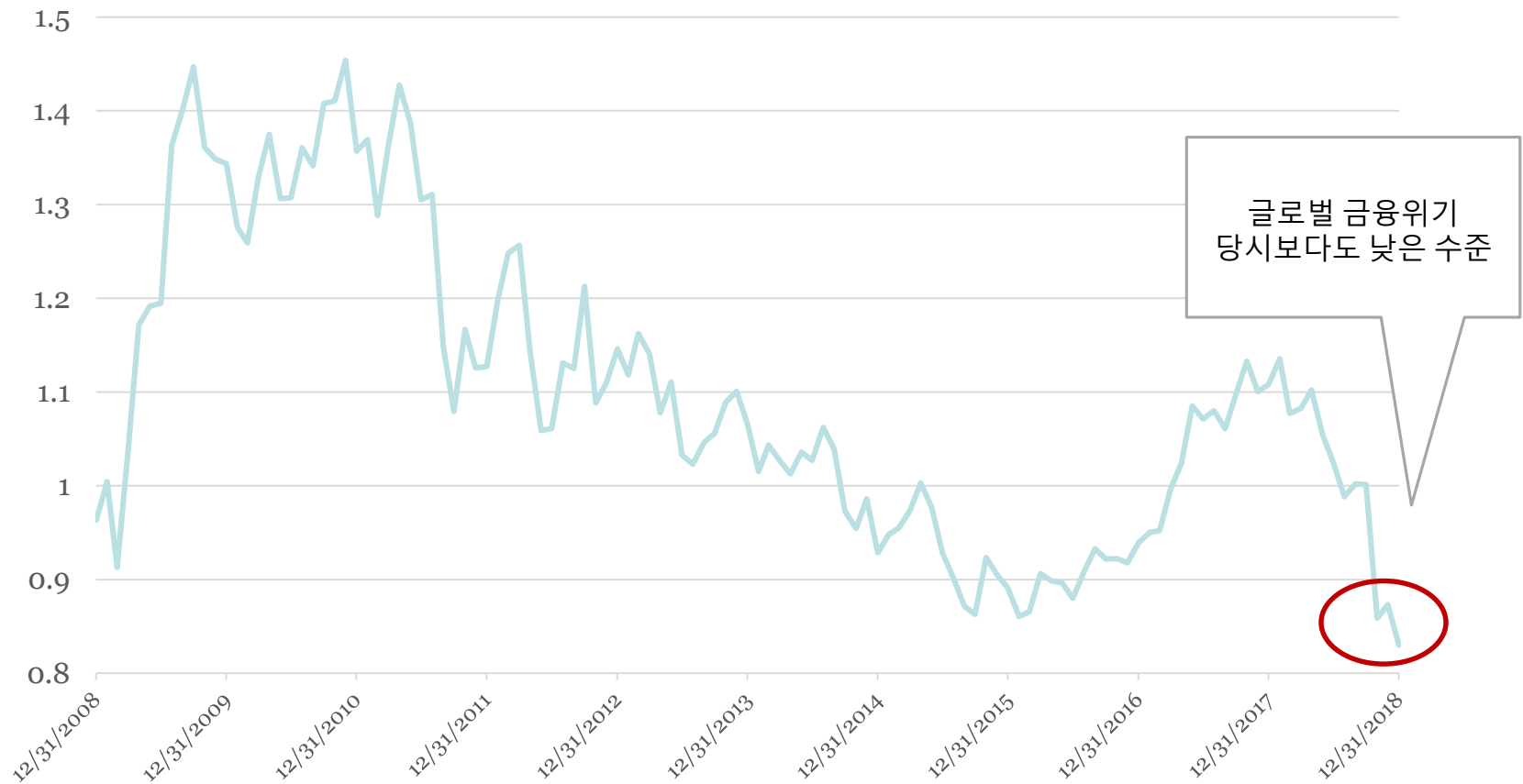
MSCI 각 지수별 5년 ('13~'17) 평균 Price to Book Ratio (주가순자산비율)



출처: Bloomberg, MSCI (Morgan Stanley Capital International Index) *경제적 부가가치 = 자본 x (자본이익률 - 자본비용률)

“코리아 디스카운트”는 심화됨

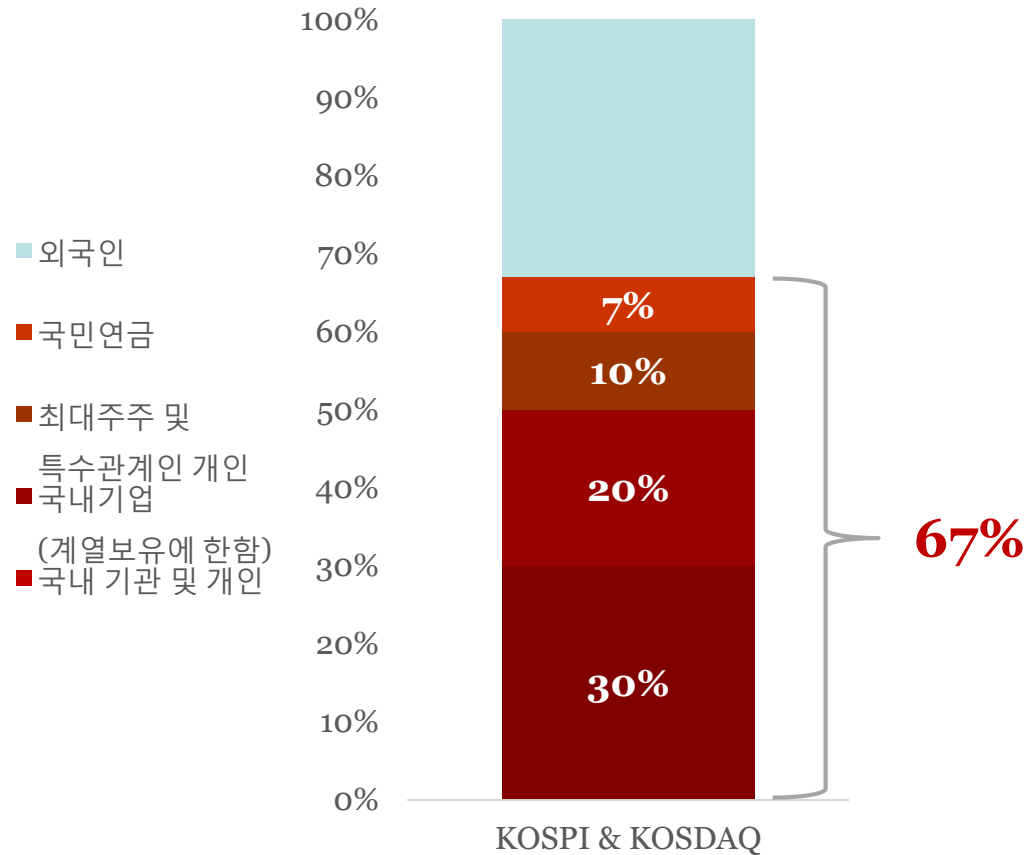
MSCI 대한민국 Price to Book Ratio (주가순자산비율)



출처: Bloomberg, MSCI

주식의 저성장으로 인해 가장 손해를 보는 것은 대한민국 주식의 약 70%를 보유한 대한민국 국민과 기관들임

대한민국 주식 보유 현황 추정*

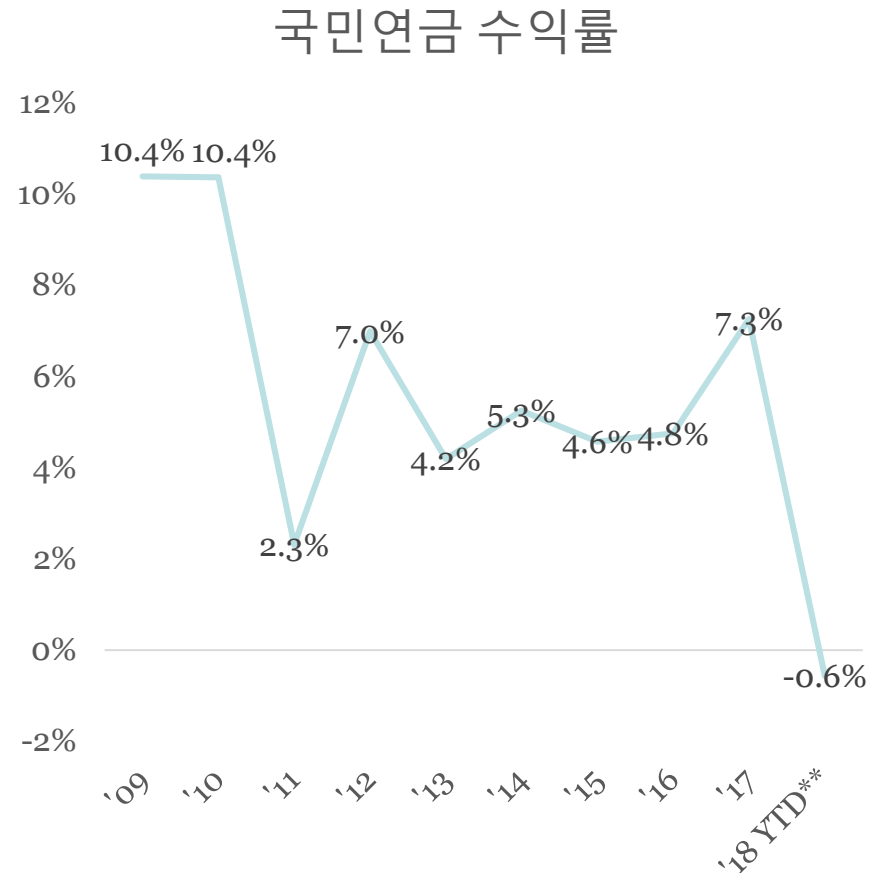
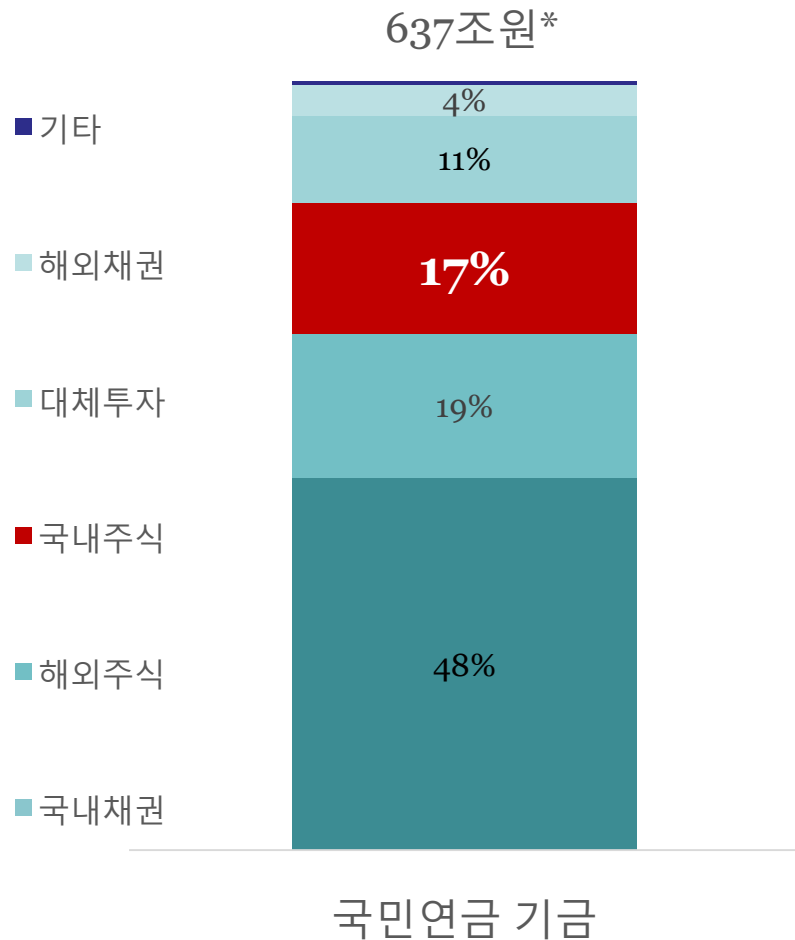


출처: 금융투자협회 - 종합통계서비스; FN Guide - Company Guide; 국민연금 등

차지)의 주식가치 보유내역 분석 시, 최대주주 및 특수관계인의 주식가치 지분은 약 10%, 국내기업 (계열보유에 한함) 지분은 약 19% 였음

*58개 기업집단 (전체 시가총액의 약 75%

국민연금은 총운용자산 약 637조원* 중 약 17%를 국내주식에 투자하므로 직접적인 영향을 받음



출처: 국민연금 기금운용본부

*2018년 10월 말 기준

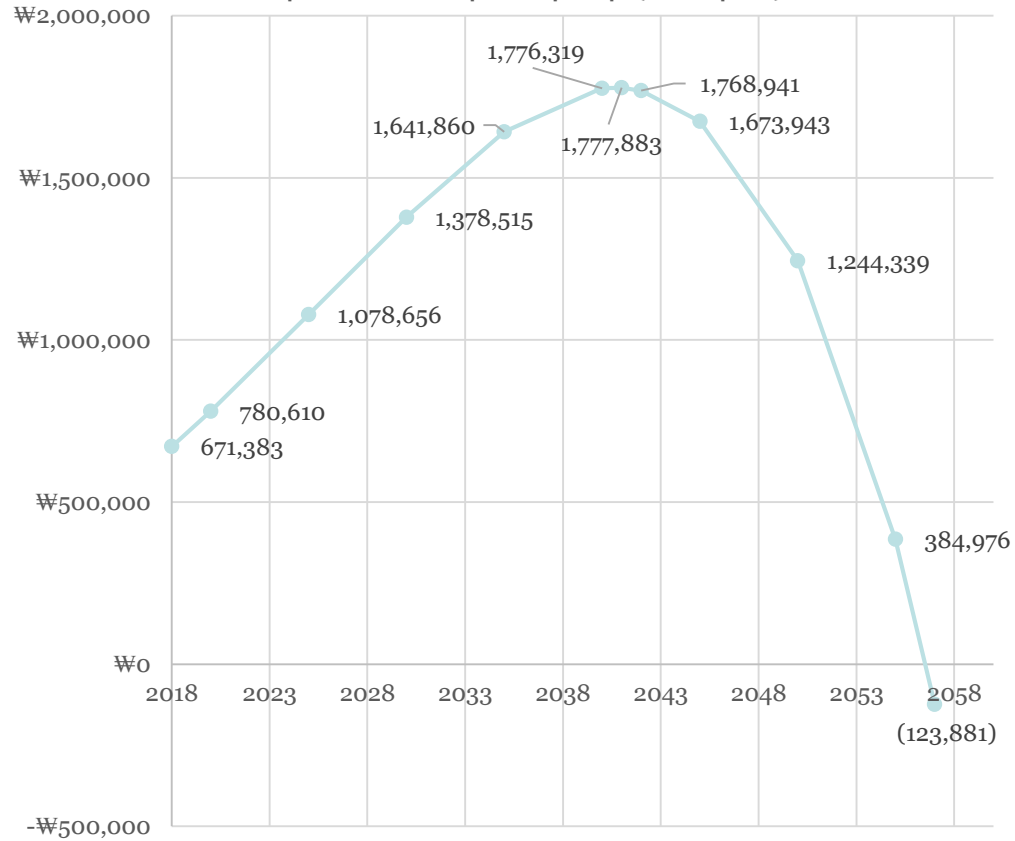
**2018년 1월부터 10월까지 수익률

국민연금 기금 (약 637조원*)은 빠른 고령화로 인해 2057년 고갈될 것으로 전망

국민연금 기금 고갈시기 추계

추계	고갈 연도
1차 추계 ('03)	2047
2차 추계 ('09)	2060
3차 추계 ('13)	2060
4차 추계 ('18)	2057

국민연금 기금 추계 (십억원)

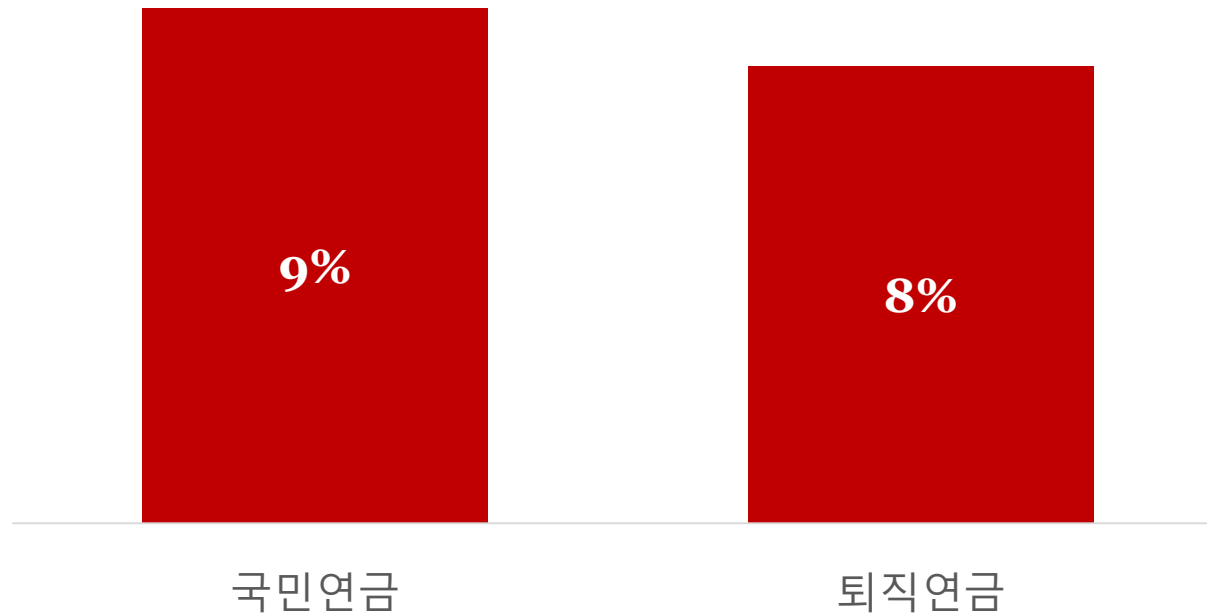


출처: 국민연금재정추계위원회

*2018년 10월 말 기준

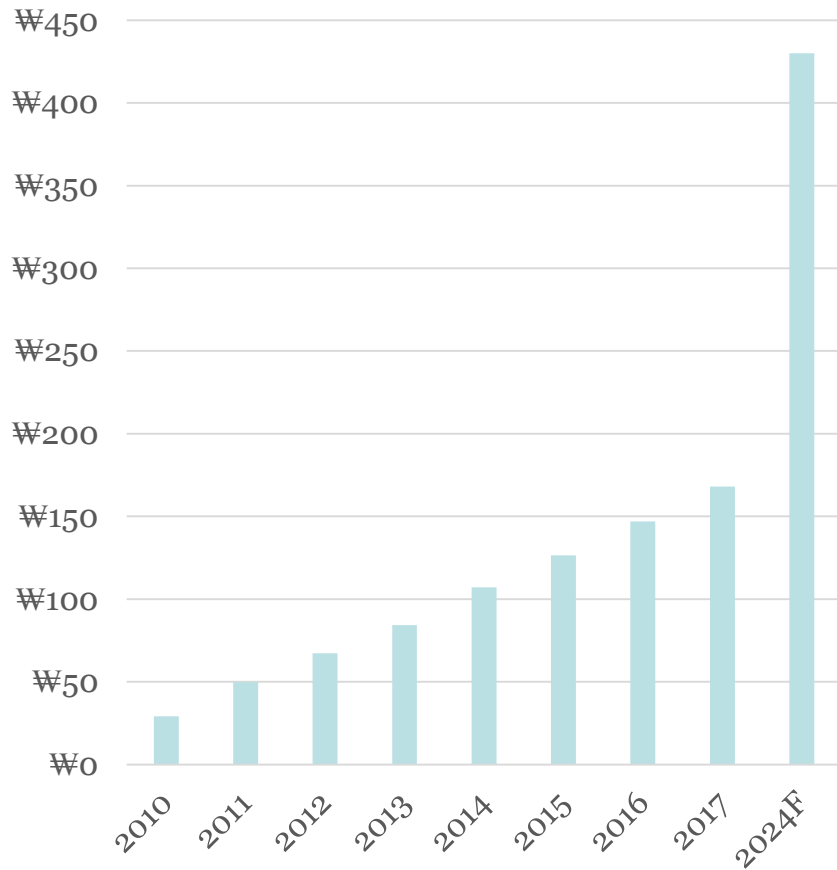
국민연금 및 퇴직연금 연간 적립액은 대한민국 국민
근로소득의 약 17%이며 국민연금의 경우, 보험료율 인상
논의가 진행되고 있음

대다수 대한민국 국민의 보험료 및 적립 부담
추정 (근로소득 대비)

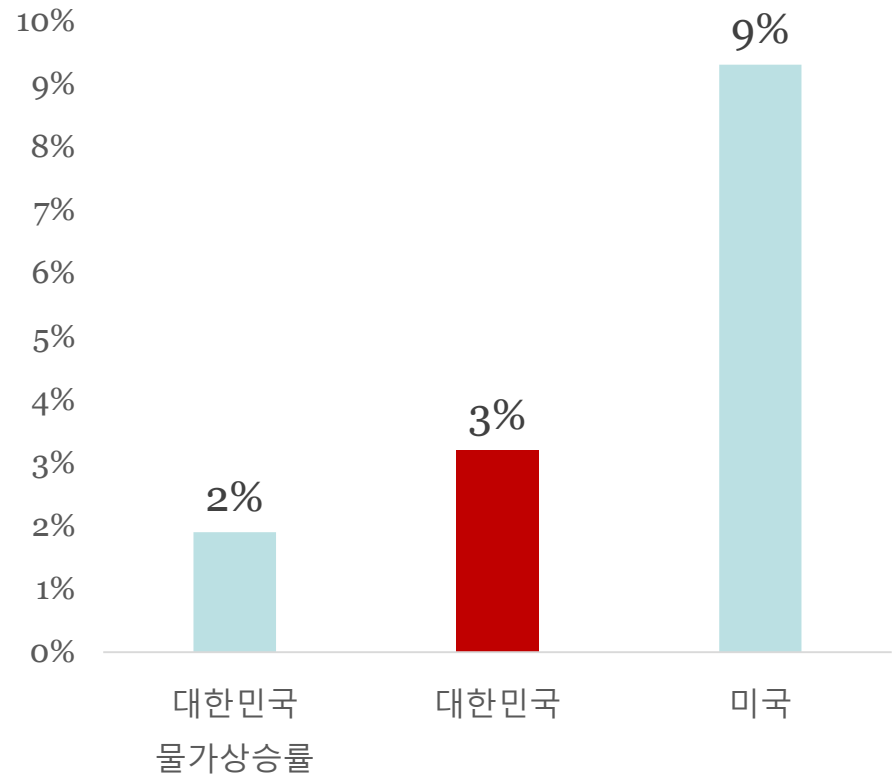


사적연금인 퇴직연금 자산규모는 빠르게 성장했지만 수익률은 미미함

대한민국 퇴직연금 자산 (조원)



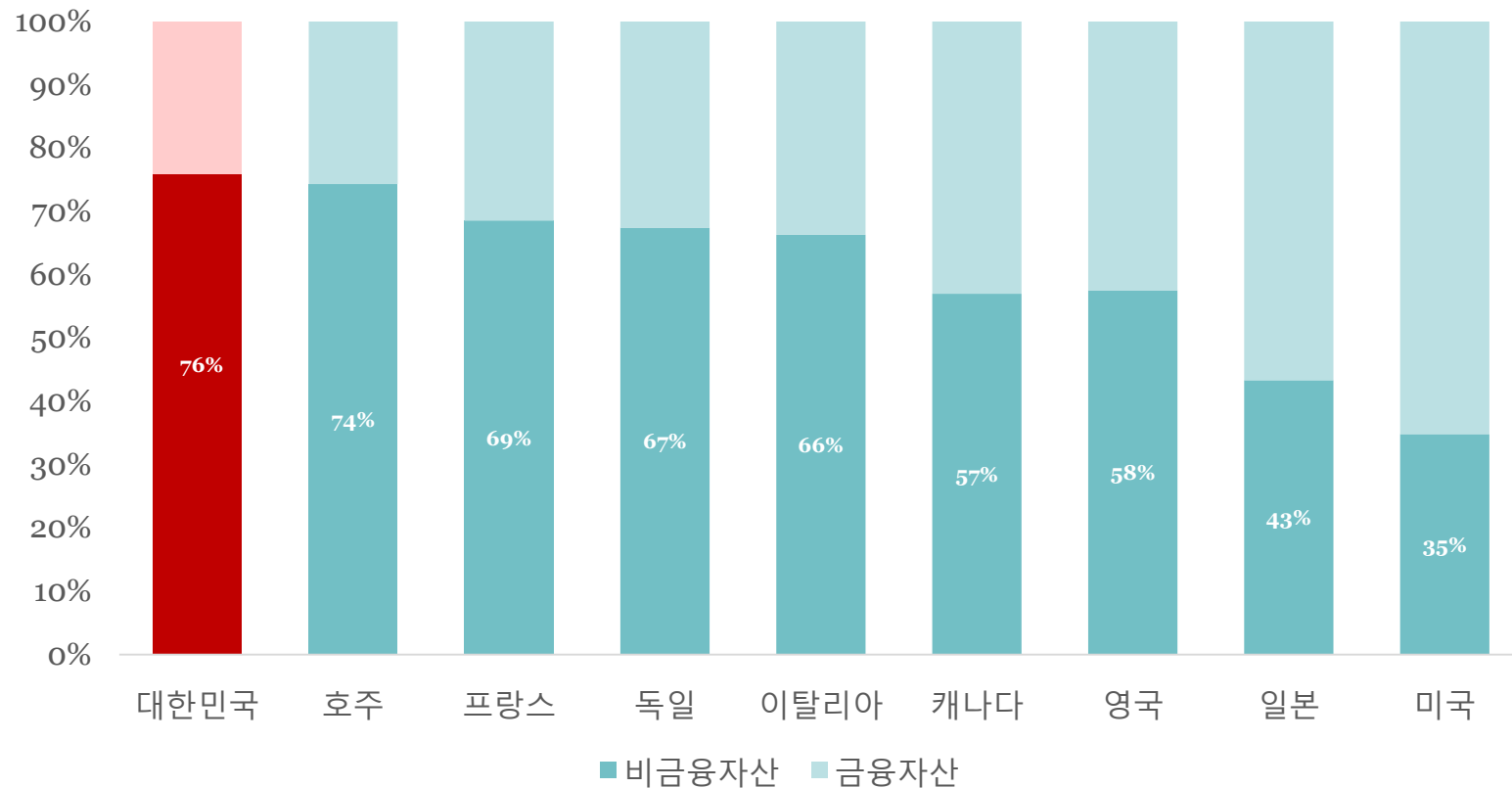
3% 대한민국 퇴직연금 수익률 대
9% 미국 퇴직연금 수익률
(2017년까지 9년간 추정 평균 연간 수익률)



출처: 금융감독원 - 2017년 퇴직연금 적립 및 운용현황; 미래애셋 은퇴연구소; Fidelity Investments

대한민국 가계들은 비금융자산 (예: 부동산)에 투자하기로 선택함

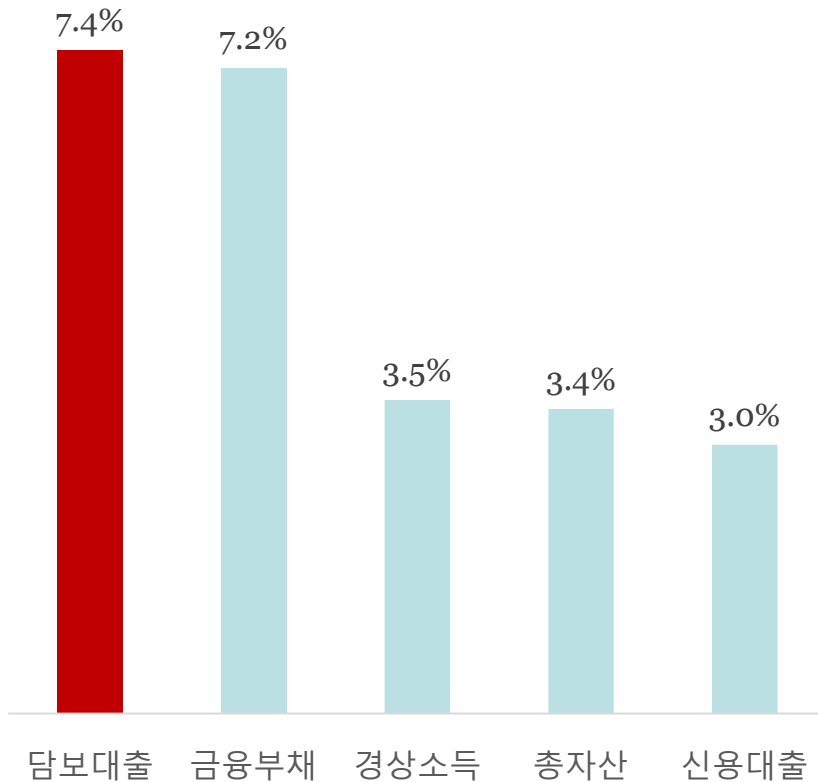
가계 순자산 중 금융자산 비중 낮음
(추정, '13-'16년)



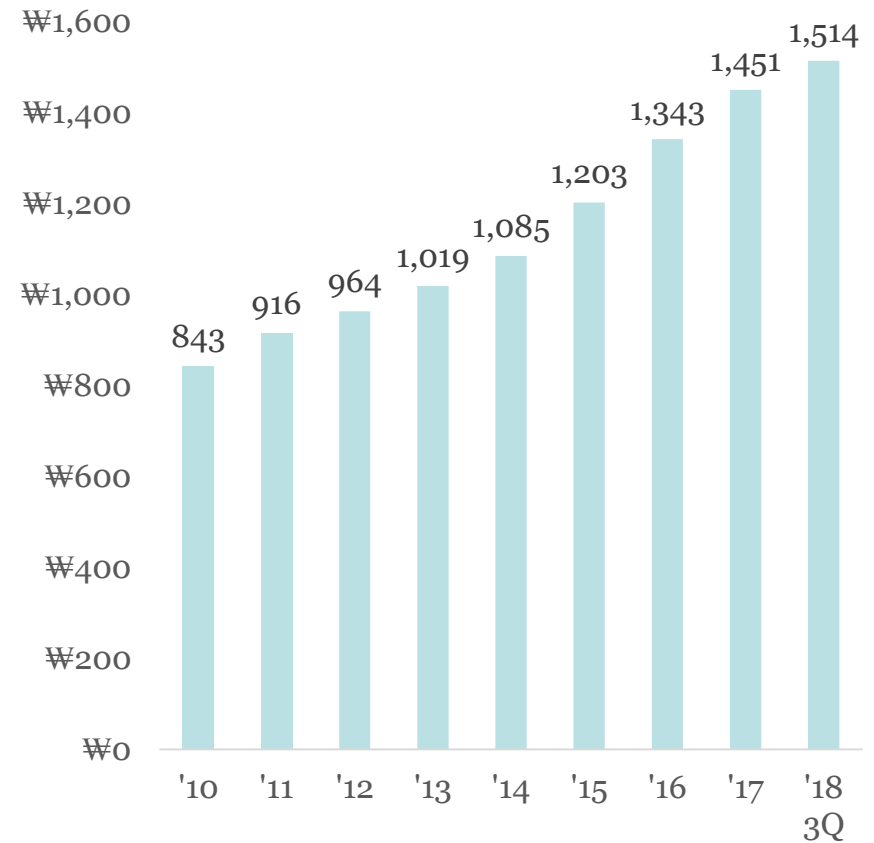
출처: OECD; Bloomberg

부동산 투자는 가계부채 증가의 원인이 됨

대한민국 가계 금융부채 성장률
(‘12년부터 ‘17년까지)



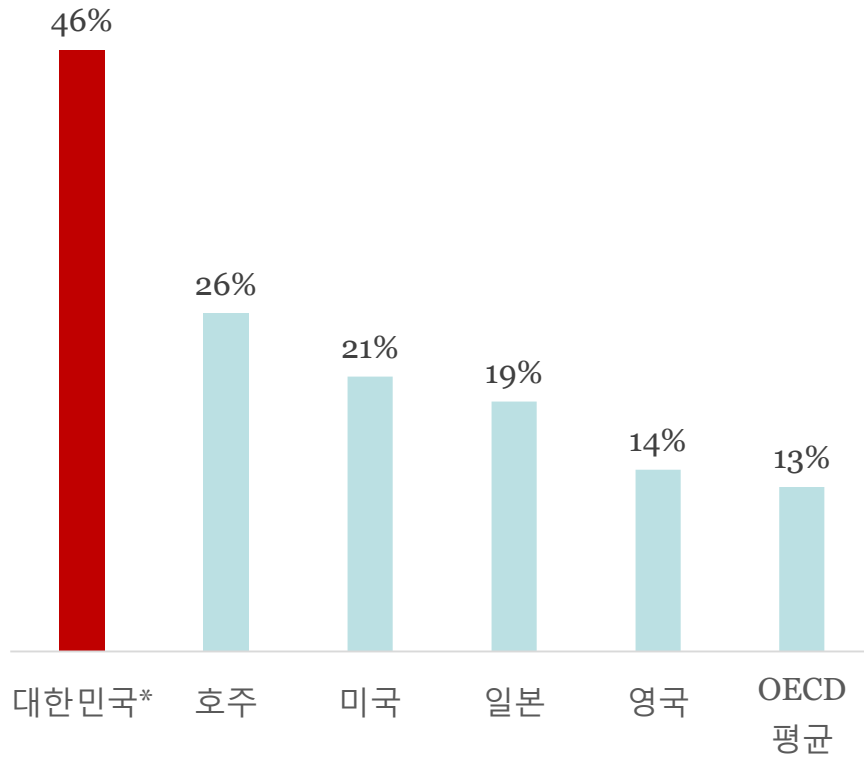
대한민국 가계신용 (조원)



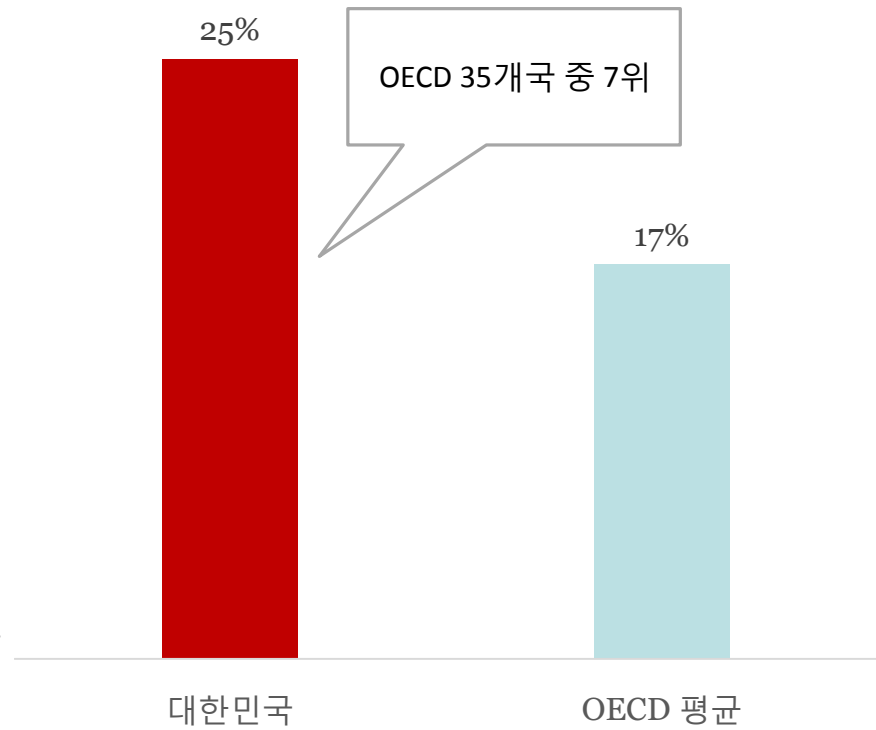
출처: 국회예산정책처; 한국은행

대한민국의 노인빈곤율과 자영업 비중은 높음

노인빈곤율 추정 (2017)



자영업 비중 추정 (2017)

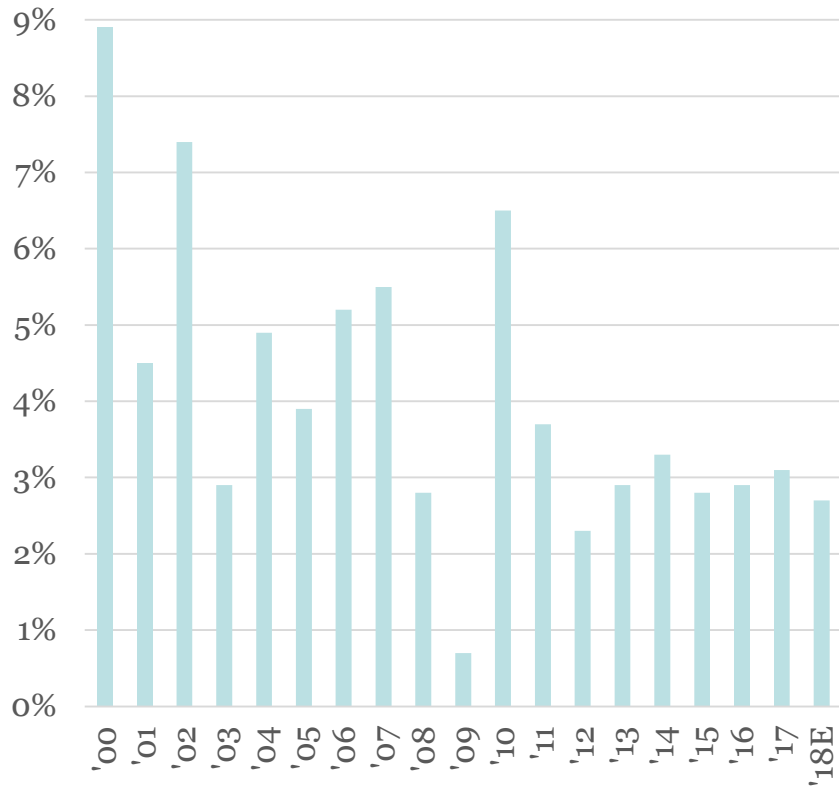


출처: OECD

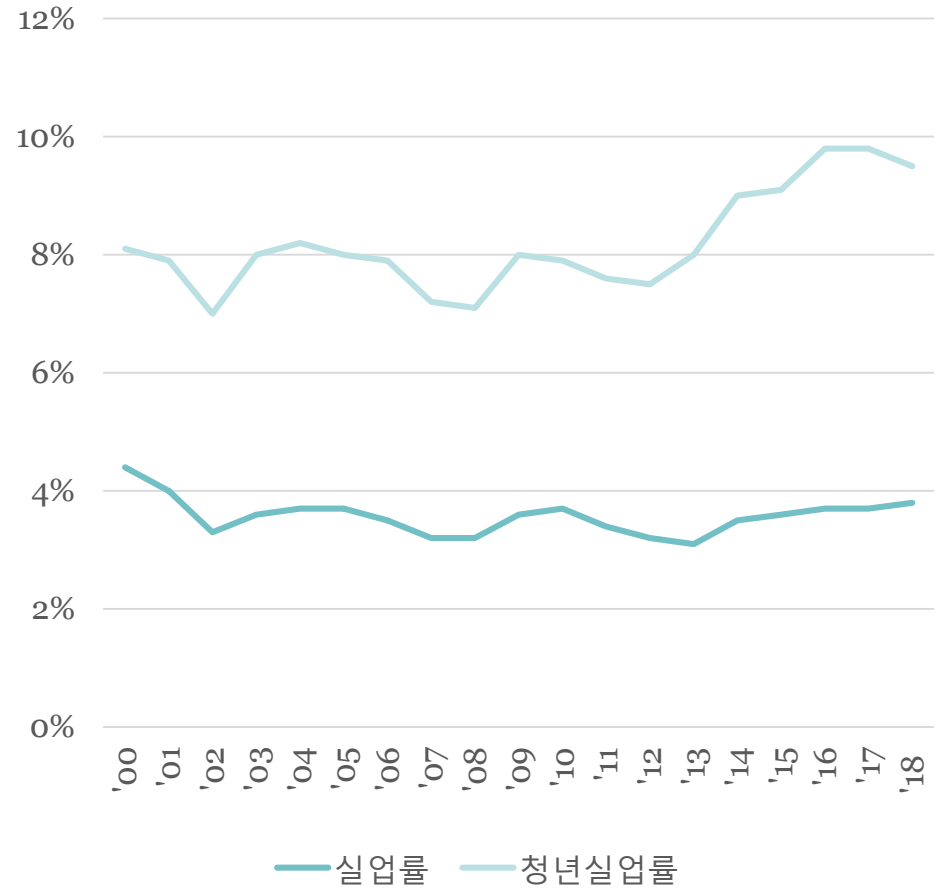
*소득뿐만이 아닌 자산을 고려해도 21%이며 다른 국가들은 여전히 자산을 반영하지 않은 수치임

대한민국 경제성장률은 둔화되고 청년실업률은 상승하고 있음

대한민국 실질 GDP 성장률



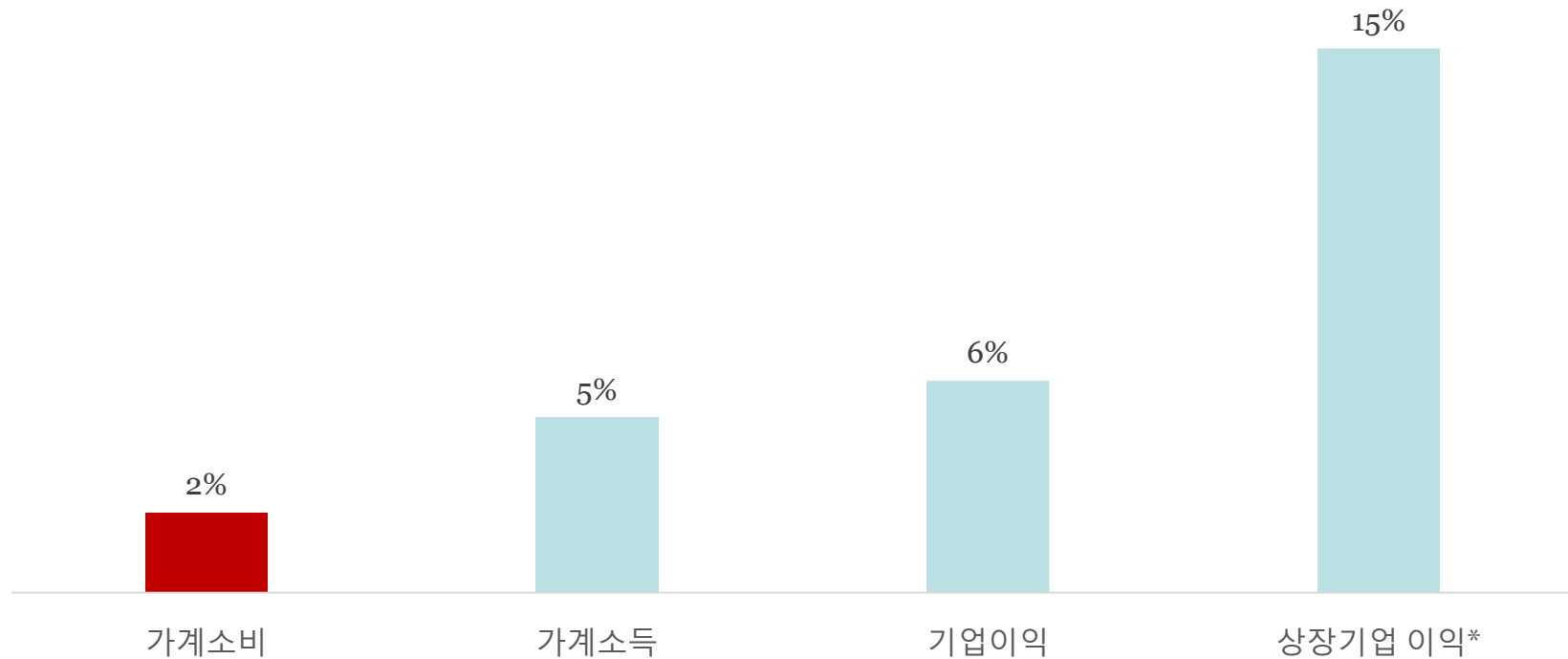
대한민국 실업률



출처: 통계청 - 국가통계포털

대한민국 가계소비 성장율은 기업이익 성장률에 뒤쳐져 왔음

대한민국 가계소비와 기업이익 추정 성장률 비교
(2008년부터 2017년까지, CAGR)



출처: 한국은행; Factset; MSCI

*MSCI 대한민국 지수 기준

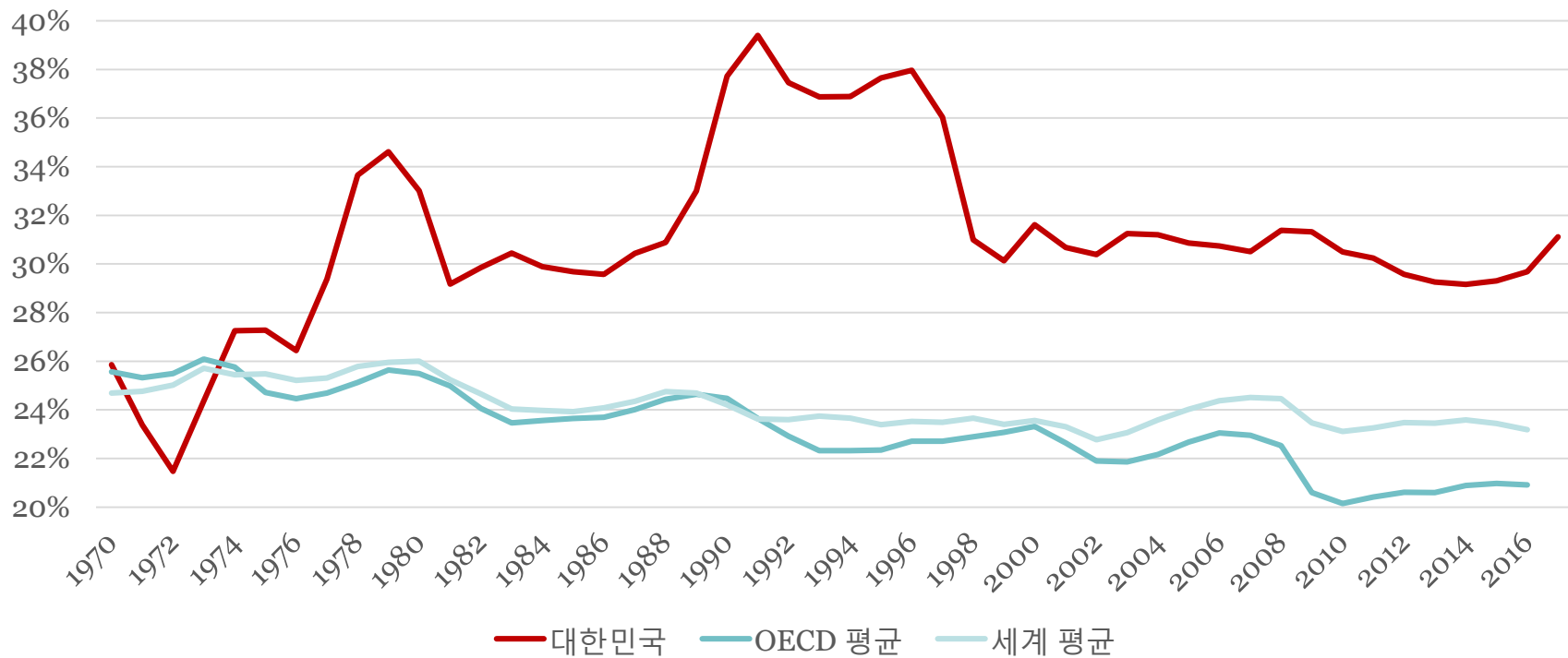
대한민국의 “제조업” 순위는 “소비 및 서비스업” 순위에 비해 매우 높음

대한민국 글로벌 순위 추정

주제	글로벌 순위
인구 수	27등
GDP 대비 제조업 부가가치 비중	8등 / 216 국가 및 경제지역 (2016)
GDP 대비 가계 및 비영리단체 소비 비중	183등 / 212 국가 및 경제지역 (2016)
GDP 대비 서비스업 부가가치 비중	126등 / 208 국가 및 경제지역 (2016)

대한민국의 총고정자본 형성은 글로벌 기준으로 높음

총고정자본 형성 (GDP 대비)



출처: OECD; World Bank

...연구개발 투자 및 특허출원도 글로벌 순위가 높음

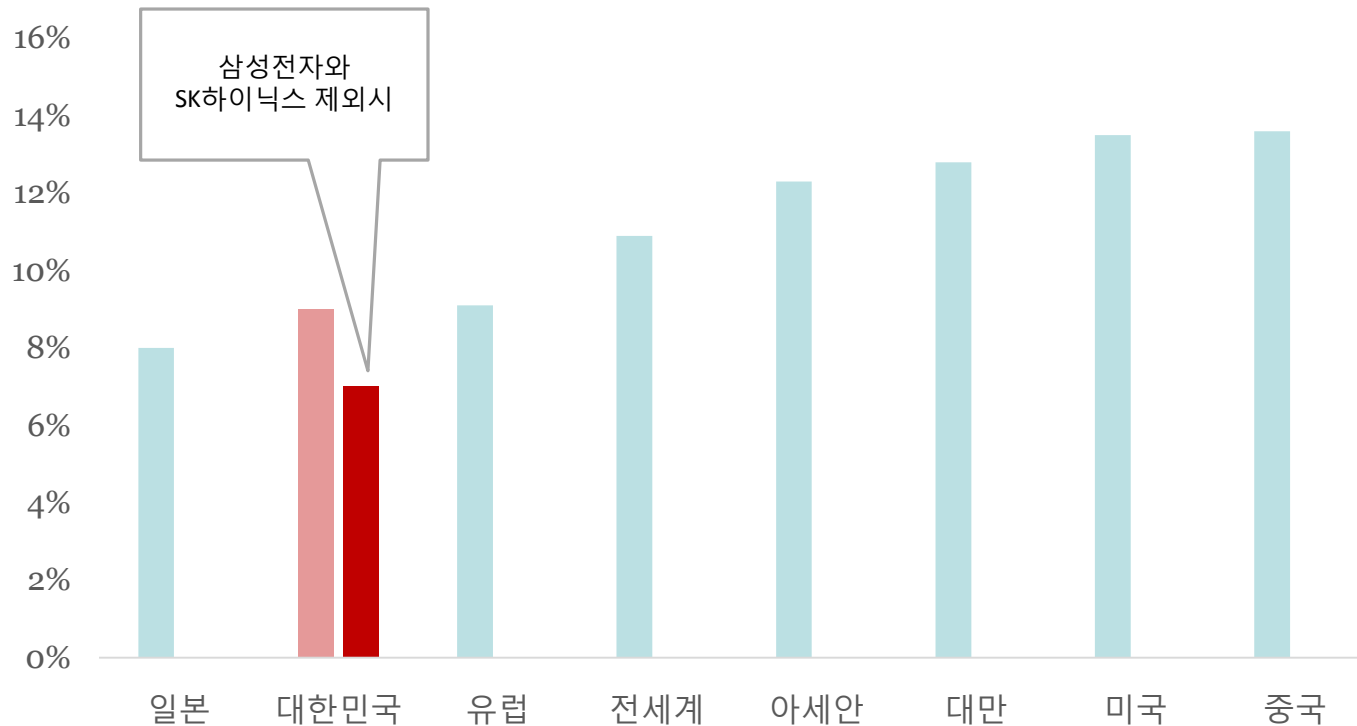
블룸버그 혁신지수: 대한민국은 지난 5년간 1위임

2018 rank	2017 rank	YoY change	Economy	Total score	R&D intensity	Manufacturing value-add	Productivity	High-tech density	Tertiary efficiency	Researcher concentration	Patent activity
1	1	0	S. Korea	89.28	2	2	21	4	3	4	1
2	2	0	Sweden	84.7	4	11	5	7	18	5	8
3	6	+3	Singapore	83.05	15	5	12	21	1	7	12
4	3	-1	Germany	82.53	9	4	17	3	28	19	7
5	4	-1	Switzerland	82.34	7	7	8	9	11	17	17
6	7	+1	Japan	81.91	3	6	24	8	34	10	3
7	5	-2	Finland	81.46	8	16	10	13	19	6	4
8	8	0	Denmark	81.28	6	15	11	15	26	2	10
9	11	+2	France	80.75	12	35	14	2	10	21	9
10	10	0	Israel	80.64	1	27	9	5	41	1	19
11	9	-2	U.S.	80.42	10	23	6	1	42	20	2
12	12	0	Austria	79.12	5	8	15	26	12	12	5
13	16	+3	Ireland	77.87	22	1	1	18	20	14	33
14	13	-1	Belgium	77.12	11	22	13	10	37	13	21
15	14	-1	Norway	76.76	19	37	19	11	23	8	14

출처: Bloomberg Innovation Index

그러나 대한민국 기업들의 ROE (자기자본이익률)는 글로벌 기준과 비교시 상당히 낮음

MSCI 각 지수별 5년 ('13-'17) 평균 ROE
(보통주 자기자본이익률)*



출처: Factset, MSCI

*보통주 순이익 / 보통주 자기자본으로 구함

대한민국 기업들의 미흡한 자본배분과 낮은 ROE의 추정 원인

“경제적 부가가치”* 창출에 미집중

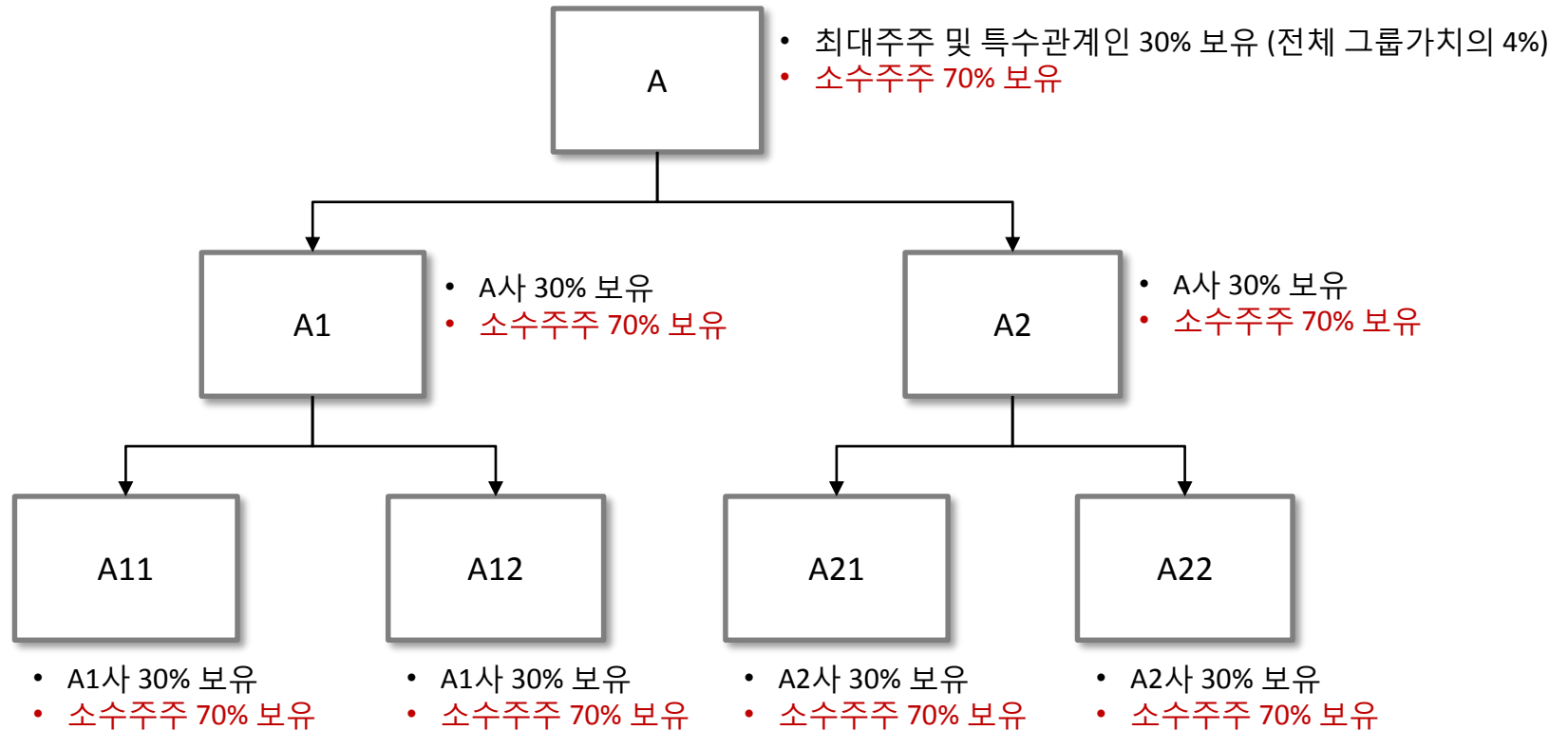
과도한 위험 감수

**소수주주보다 계열사 및 소속
기업그룹을 우선시 함**

*경제적 부가가치 = 자본 x (자본이익률 - 자본비용률), 통상 명목, 회계상 이익보다 실질 가치창출을 측정하는데 있어 효과적인 것으로 평가됨

대한민국의 기업집단 구조는 적은 지분으로도 최대주주가 많은 기업들을 지배할 수 있도록 함

대한민국 기업집단의 구조 예시

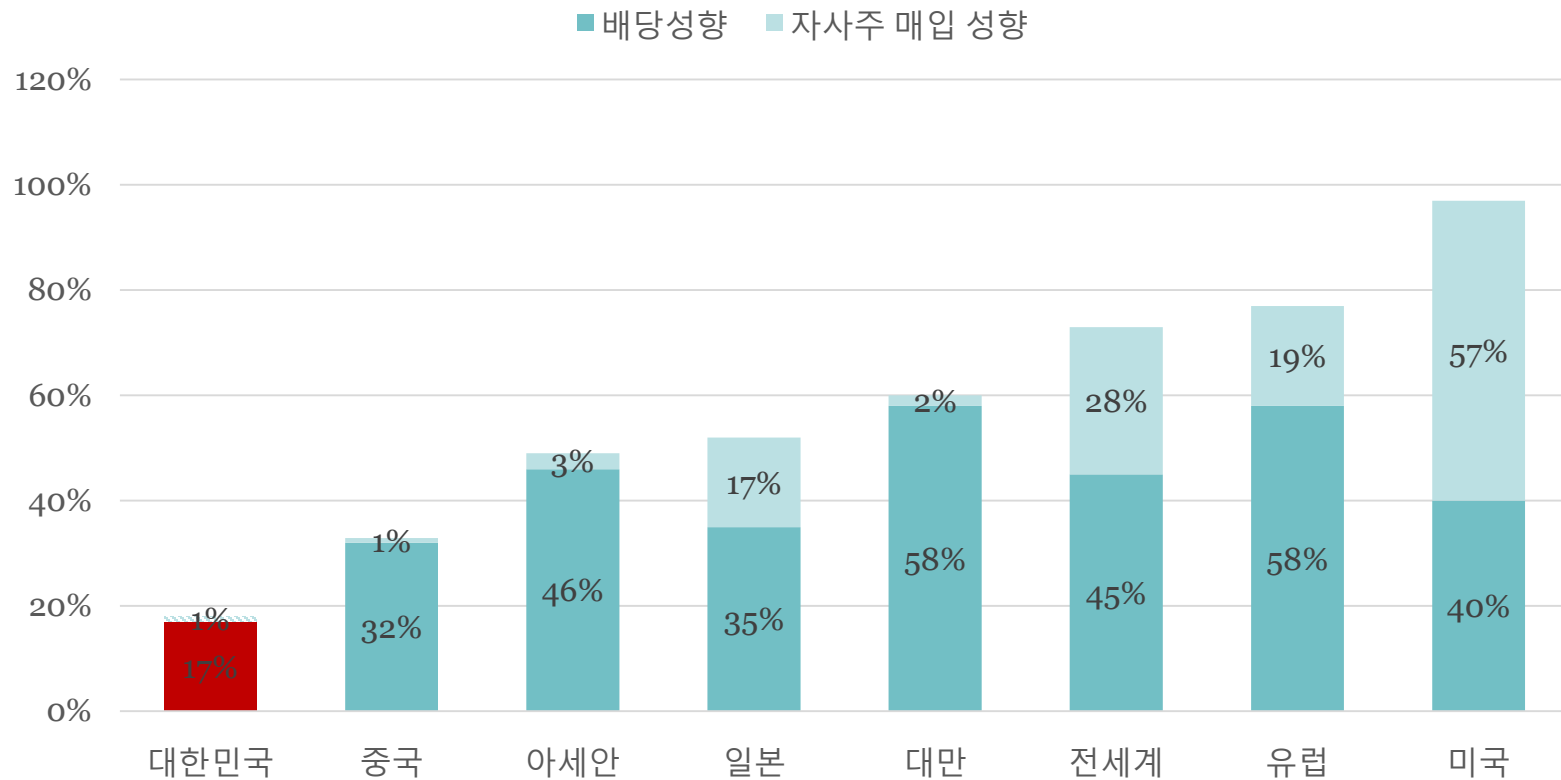


최대주주는 총주식가치의 4% 지분으로 전체 기업집단을 지배할 수 있음*

*각 회사의 가치를 100으로 가정; 최대주주 및 특수관계인 보유 개인 지분가치 = 100 x 지주사 A에 대한 30% 개인 지분 = 30; 총 기업집단 주식가치 = 100 x 7개 회사 = 700; 30/700 = 4.3%

대한민국 기업들의 총주주환원률은 매우 낮음

MSCI 각 지수별 7년 ('11-'17) 평균 총주주환원률*
(순이익 대비)

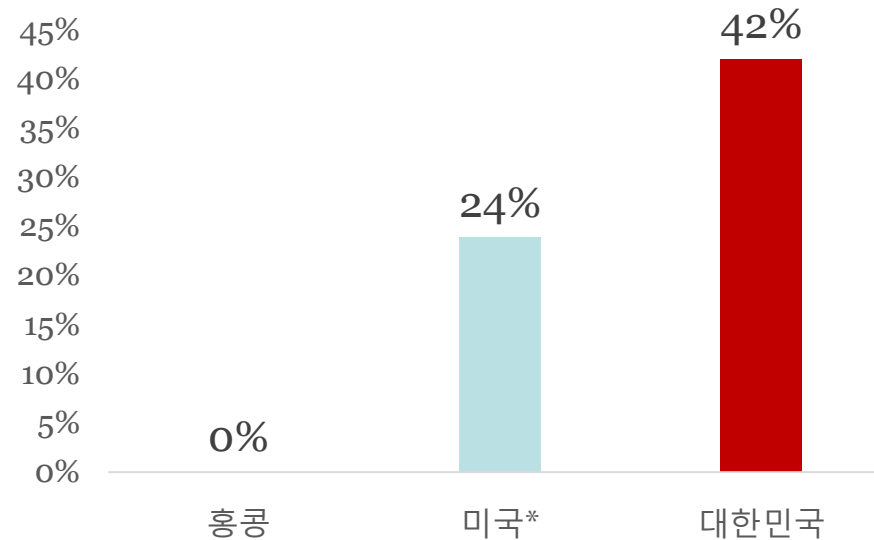


출처: Factset, MSCI

* (배당금 지급 + 자사주 매입금액) / 당기순이익으로 구함; 순이익은 이미 투자를 반영하므로 높은 주주환원율이 곧 적은 투자를 뜻하지 않음

대한민국의 높은 배당소득세율

대주주 배당소득세율 추정
(종합소득이 \$1M 이상일 경우)

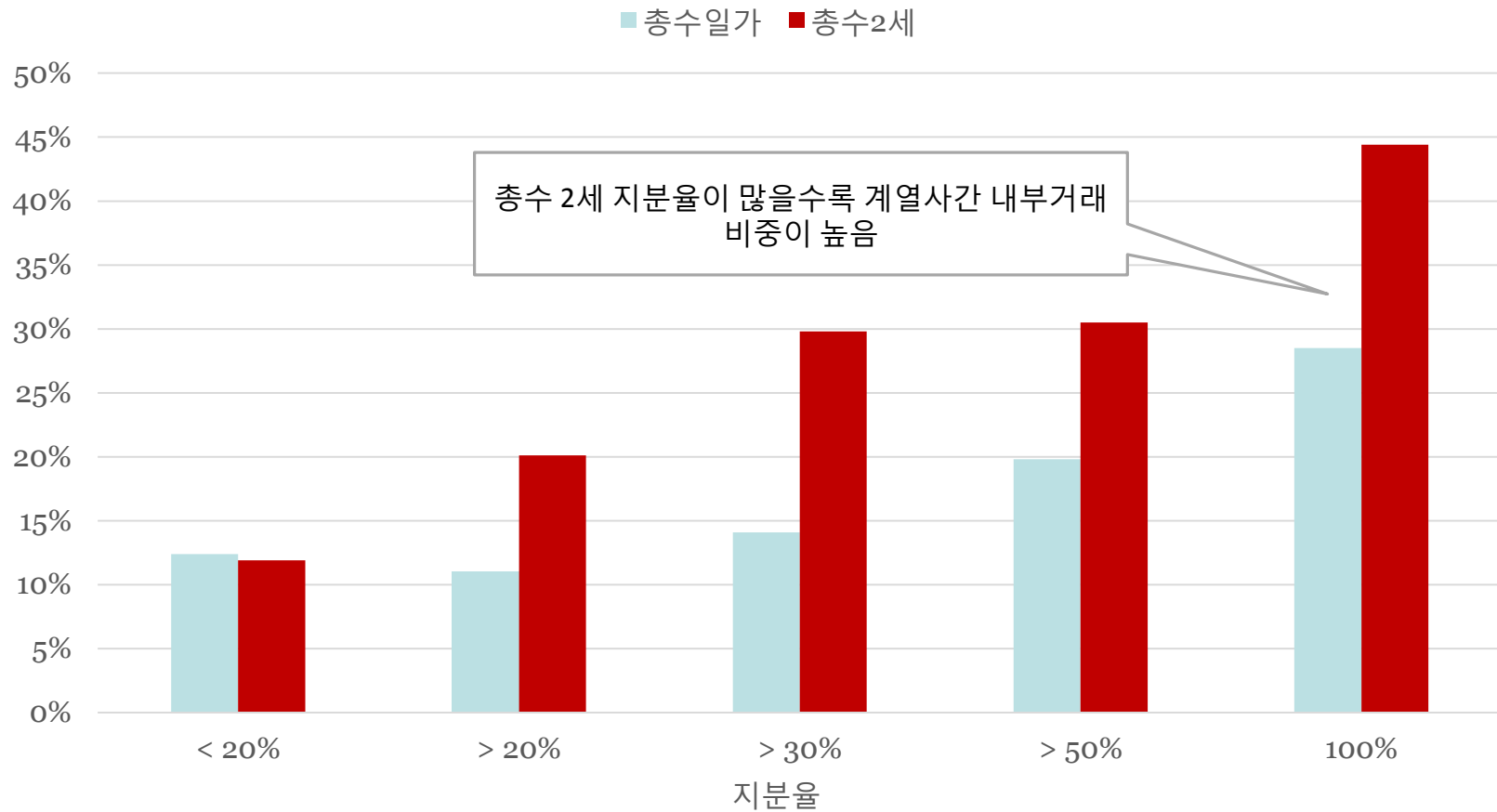


....보다 많은 배당금 지급을 막고 기업의 부가 다른 방법으로 이전되는 것을 유발할 수 있음

*통상 보통주는 60일 이상, 우선주는 90일 이상 보유했고 미국 소재 기업 또는 미국과 특정 관련이 있는 기업이 지급한 배당금의 경우

총수일가 지분율이 높을수록 내부거래 비중이 높은 것으로 나타남

총수 지분율에 따른 계열사간 내부거래 비중 (매출액 대비)



출처: 공정거래위원회 - 2018년 공시 대상 기업집단 내부거래 현황 공개

대한민국 기업들은 소수주주 보호에 관한 순위가 매우 낮음

대한민국의 국가경쟁력 순위
(138개국 중)

- 소수주주 권익 보호: **97등**
- 기업 윤리: **98등**
- 기업 이사회회의 유효성: **109등**

대한민국과 대만 비교

경제적 특성에서 유사한 면이 많음에도 불구하고 대만의 ROE, 주주환원율 및 PBR은 모두 대한민국보다 훨씬 높으며 대만 국민들은 대한민국 국민들보다 더 부유함

	대한민국	대만
1인당 GDP (명목 기준, '17)	\$29,891	\$24,577
1인당 GDP (동일구매력 기준, '17)	Intl\$41,390	Intl\$52,300
GDP 성장률 ('17)	3.1%	2.8%
성인 평균 자산 ('17)	\$160,609	\$188,081
1인당 평균 순금융자산 ('17)	€30,220	€90,260
GDP 대비 제조업 비중 ('16)	27%	31%
5년 평균 ROE ('13-'17)	9% (7%)*	12.8% (11.4%)**
5년 평균 Price to Book ratio ('13-'17)	1.0x	1.8x
평균 주주환원율 ('11-'17)	17%	58%

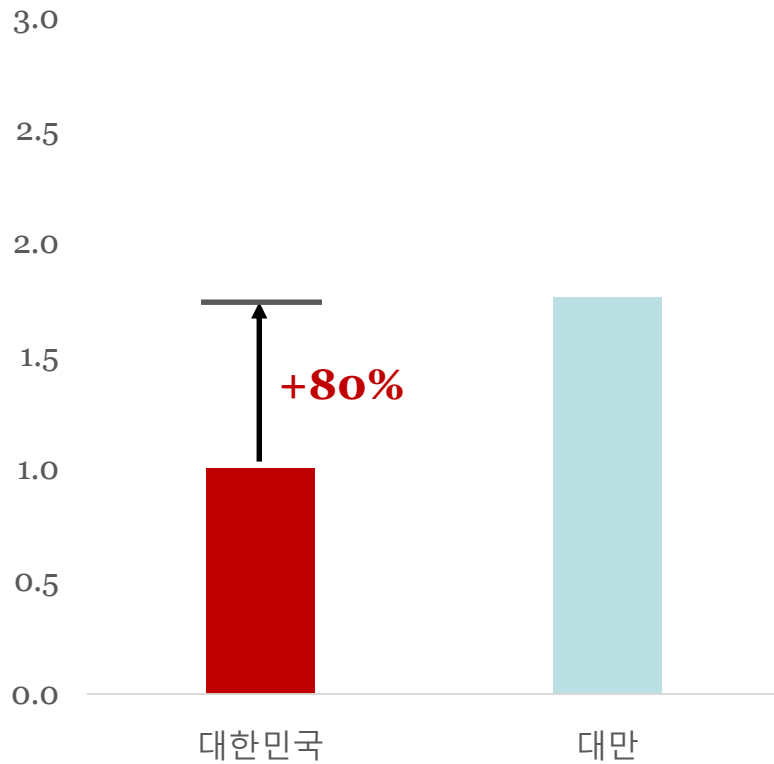
출처: IMF; Credit Suisse Research Institute – Global Wealth Report; Allianz - Global Wealth Report; Factset; MSCI; Bloomberg

*삼성전자와 SK하이닉스 제외

**TSMC 제외

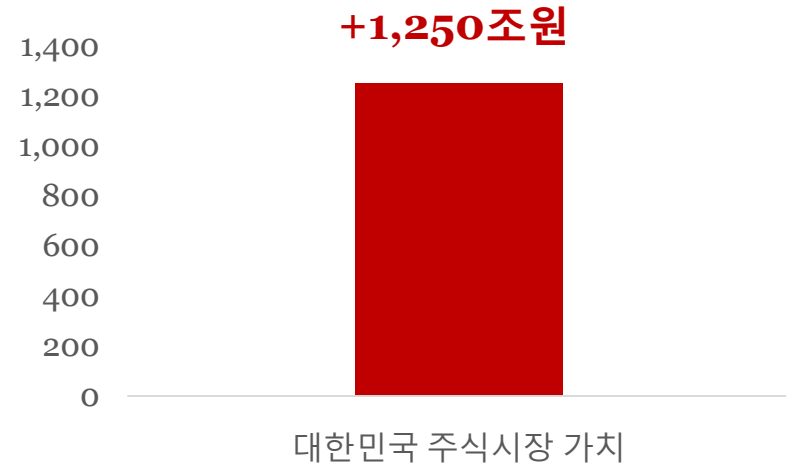
대한민국의 PBR이 대만의 PBR 수준으로 높아진다면?

5년 평균 Price to Book Ratio
(‘13-’17)



추정 영향*

- ↑ 1,250조원 대한민국 주식시장 가치 상승
- ↑ 90조원 (+15%) 국민연금 자산가치 상승



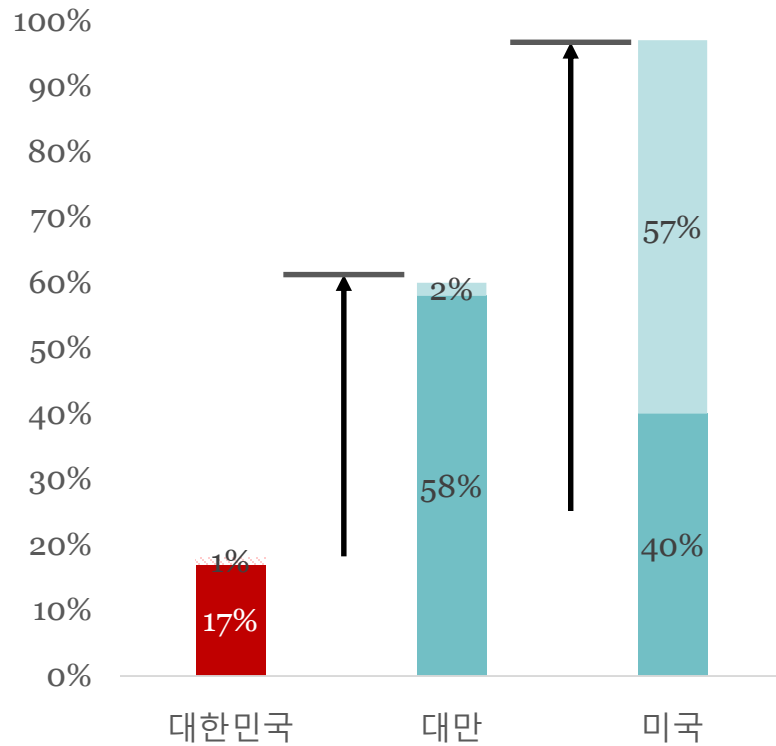
출처: Bloomberg, MSCI, 국민연금 기금운용본부
(약 109조원)에 80% 상승 적용하여 계산

*대한민국 주식시장 가치 (약 1,600조원) 및 국민연금의 국내주식 보유 가치

대한민국의 주주환원율이 대만 또는 미국의 주주환원율 수준으로 높아진다면?

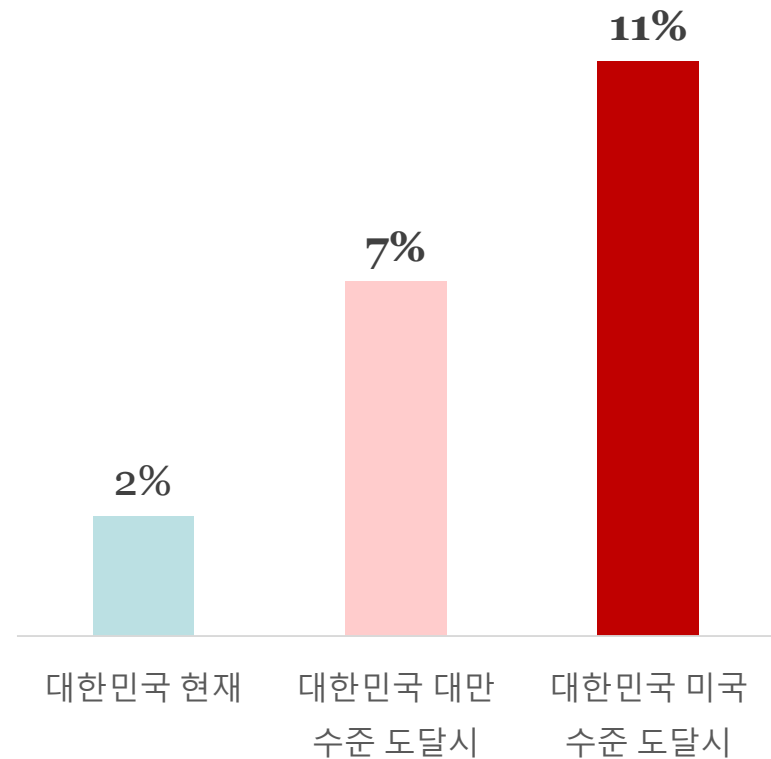
총주주환원율

■ 배당성향 ■ 자사주 매입



주주환원 수익률 추정

(2018년 12월 26일 기준)*



출처: Bloomberg; MSCI

*현재 이익수익률 (순이익/시가총액)은 주가 미변동 가정시 약 11.6%임

주가 상승은 모두에게 그 혜택이 돌아갈 수 있음

- **국민연금 및 퇴직연금을 통해 국민 대다수에 영향**
- **내수 증가, 일자리 창출 등을 통해 국민 대다수에 영향**
- **보다 건강한 주식시장은 국민 전반의 더 많은 주식 보유로 연결될 수 있음**
 - 국민연금 자산의 17%가 대한민국 주식에 투자되고 있으며 퇴직연금의 주식 비중은 약 2% 미만임
 - 반면, 미국 퇴직연금은 약 60%를 주식에 투자하며 다른 선진국들도 주식 비중이 약 50% 내외인 것으로 알려짐