

---

## Hyundai Home Shopping

국민연금의 효과적인 스텐어드십 코드 이행이 필요함을 보여주는 사례

---

# 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

---

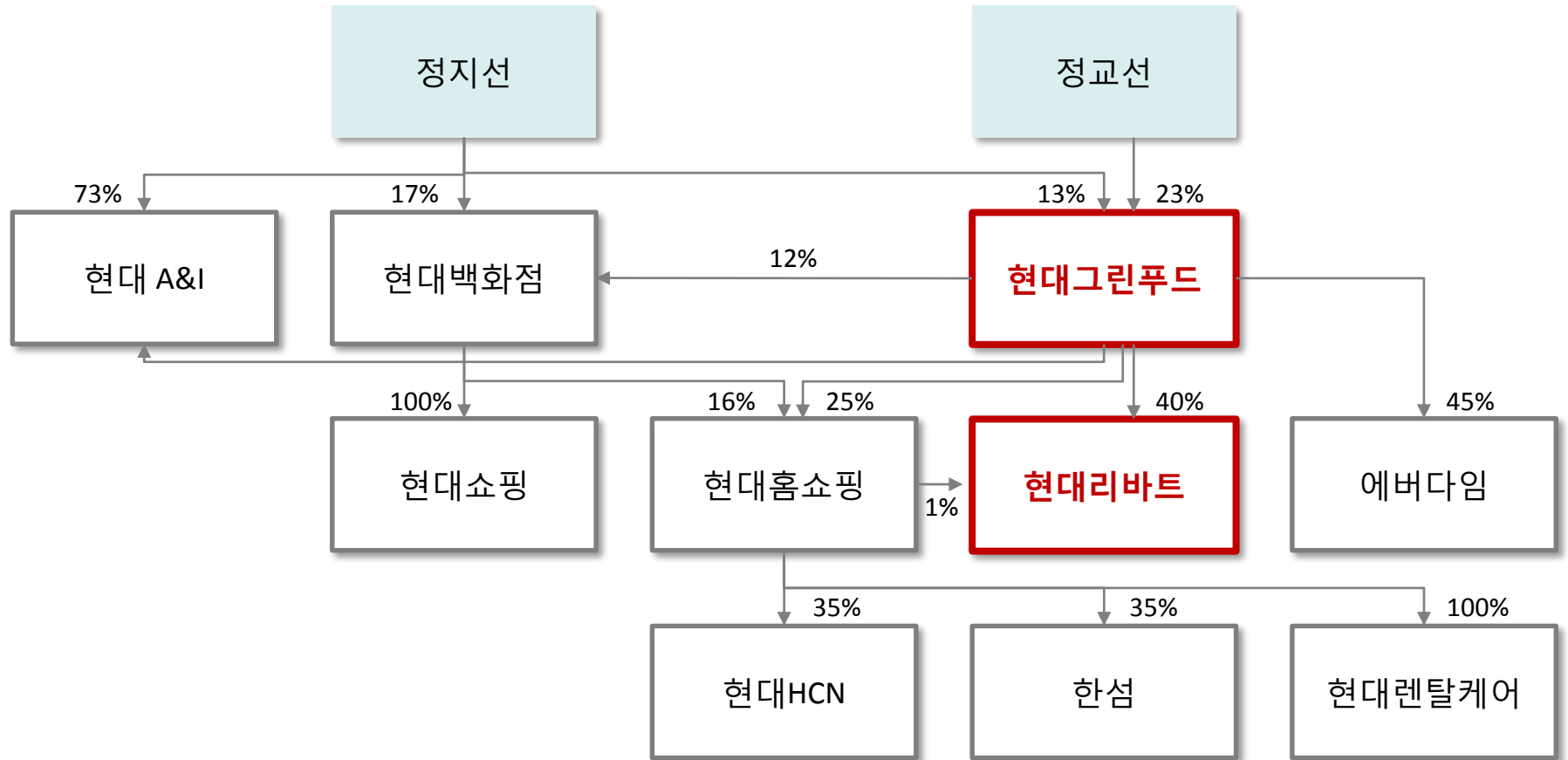
This document is provided for informational purposes only, and does not constitute a solicitation of any shares in any investment vehicle managed by Dalton Investments LLC. Such solicitations can only be made to qualified investors by means of the private placement memorandums, which describe, among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

# 현대그린푸드와 현대리바트는 국민연금의 배당 관련 중점 관리기업인 것으로 보임

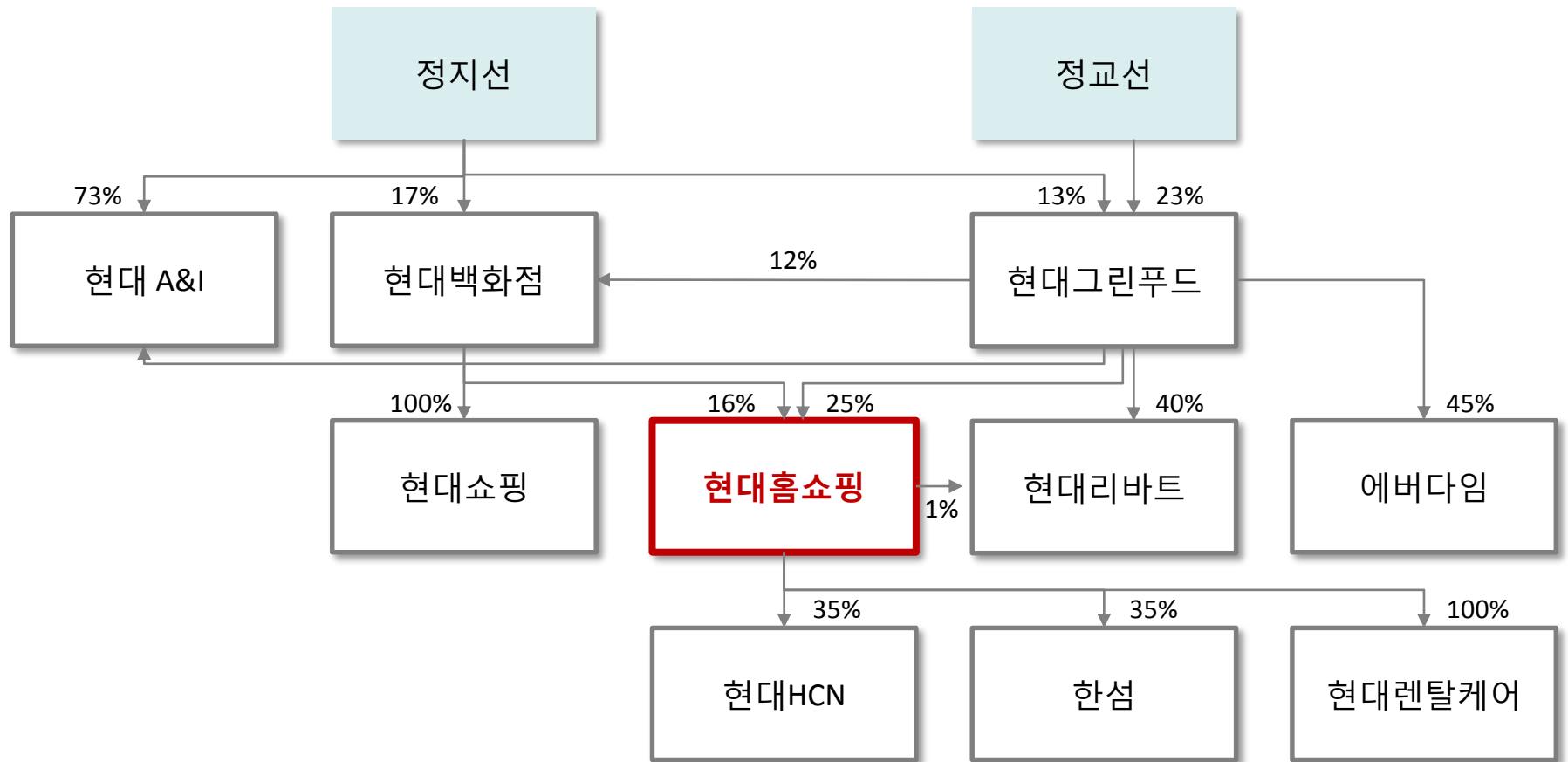
현대백화점 그룹  
(2018년 반기 기준)



출처: 매일경제; CEO 스코어 데일리; 금융감독원 DART - 반기보고서

# 그러나 현대홈쇼핑이 개선 잠재력이 더 큰 것으로 보임

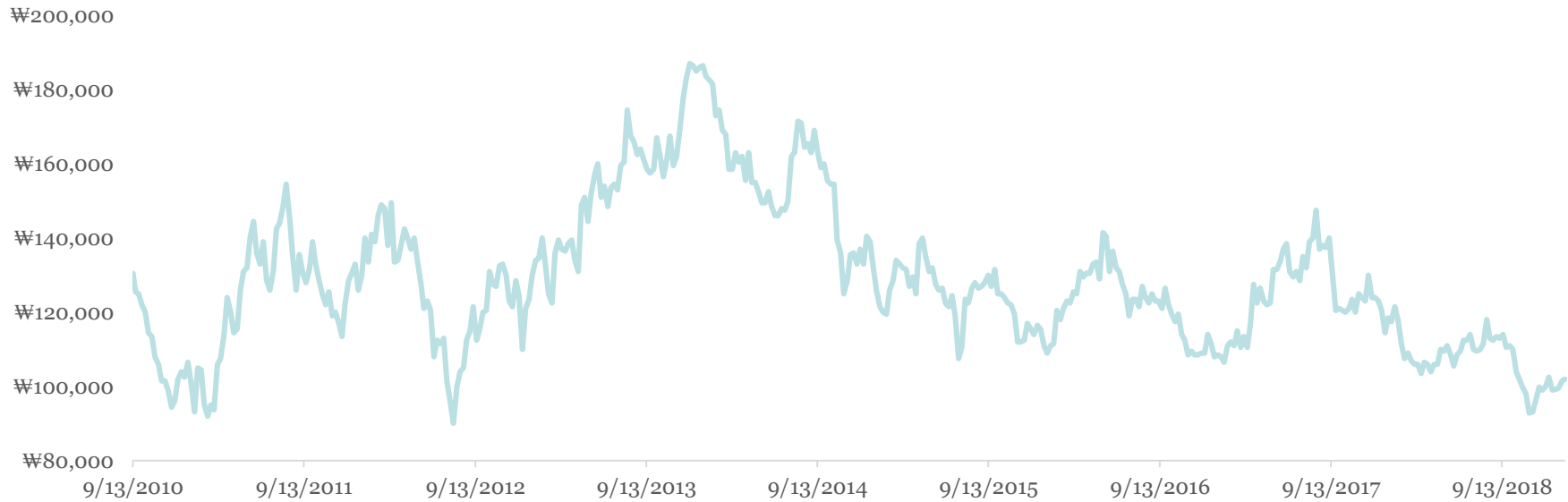
현대백화점 그룹  
(2018년 반기 기준)



출처: 금융감독원 DART - 반기보고서

# 2010년 상장\* 이후, 현대홈쇼핑의 총주주수익률 (주가 변동 + 배당수익률)은 약 -17%임

현대홈쇼핑 주가  
(2010년 9월 13일부터 2018년 11월 30일까지)



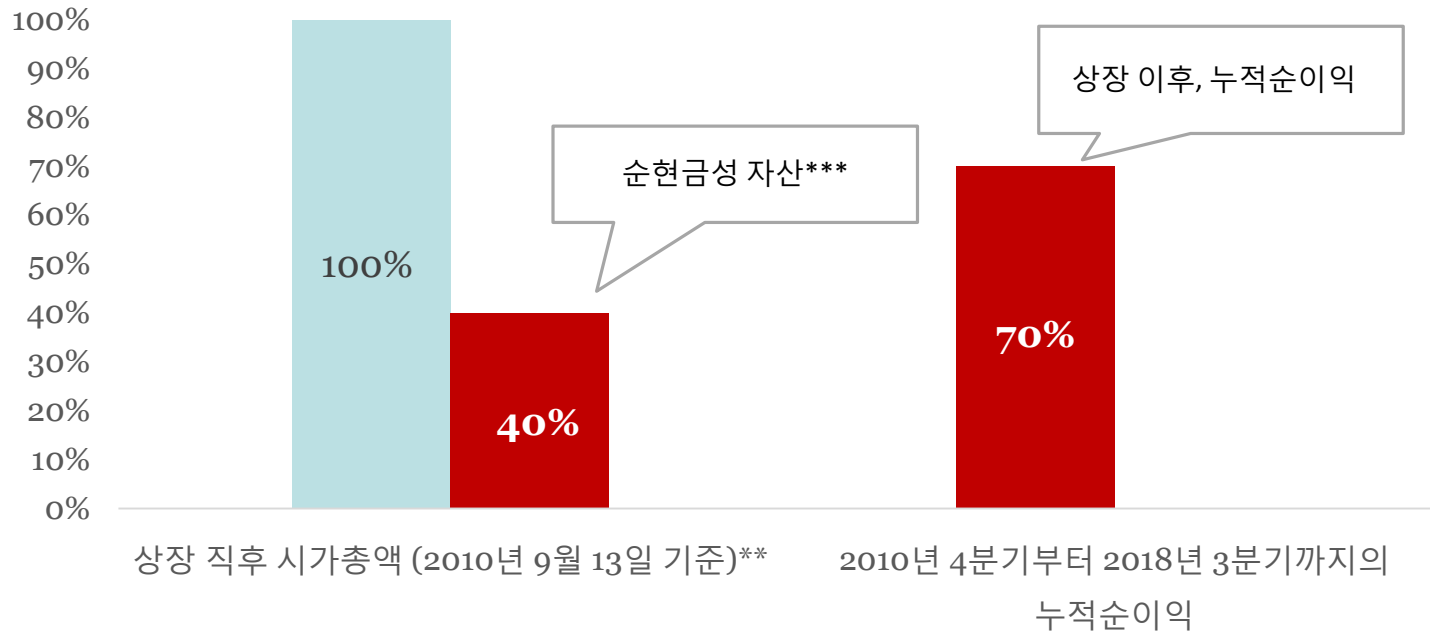
총주주수익률	-17.0%
주가 변동	-23.5%
배당금 주식에 재투자 가정	6.5%

출처: Bloomberg

\*2010년 9월 13일

## ...반면, 현대홈쇼핑은 많은 이익을 창출하고 있음

상장 이후, 누적순이익은 상장 당시 시가총액의 약 70%\*



만약 추정 유휴 순현금 (40%)과 누적순이익 (70%)이 모두 배당금으로 지급되었다면 총주주수익률은 배당수익률만으로도 100%가 넘었을 것임

출처: Bloomberg; 금융감독원 DART-사업보고서 등

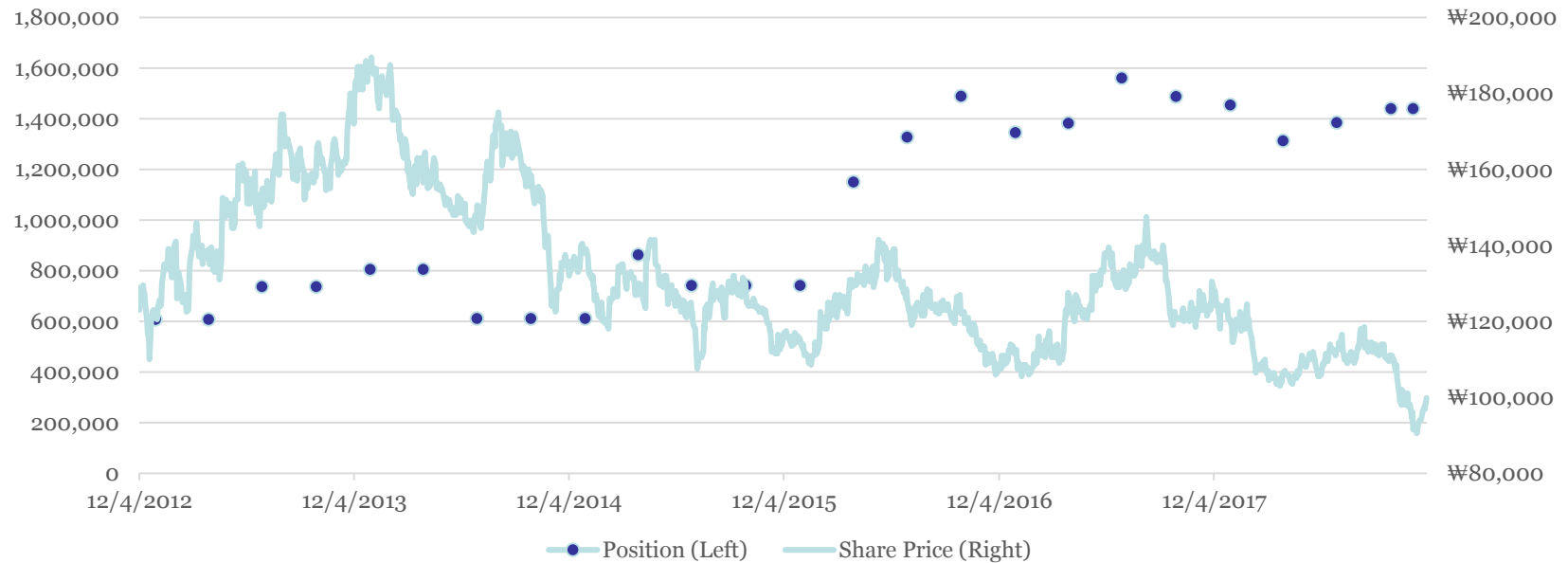
\*2010년 9월 13일부터 2018년 11월 30일까지

\*\*2010년 9월 13일 증가인 130,500원 기준으로 시가총액은 약 1.6조원

\*\*\*상당부분 사용되지 않은 것으로 추정됨

# 국민연금은 현대홈쇼핑에 지난 6년간 투자하여 약 250억원 (-14%) 손실을 본 것으로 추정됨

국민연금의 현대홈쇼핑 지분 보유 이력



현재 지분 관련 첫 매수 시기	2012년 10월
현재 지분율 (발행주식 수 대비)	12.0%
추정 평균 매수 단가 (원)	122,191
현재 주가 (2018년 11월 30일 기준)	99,800

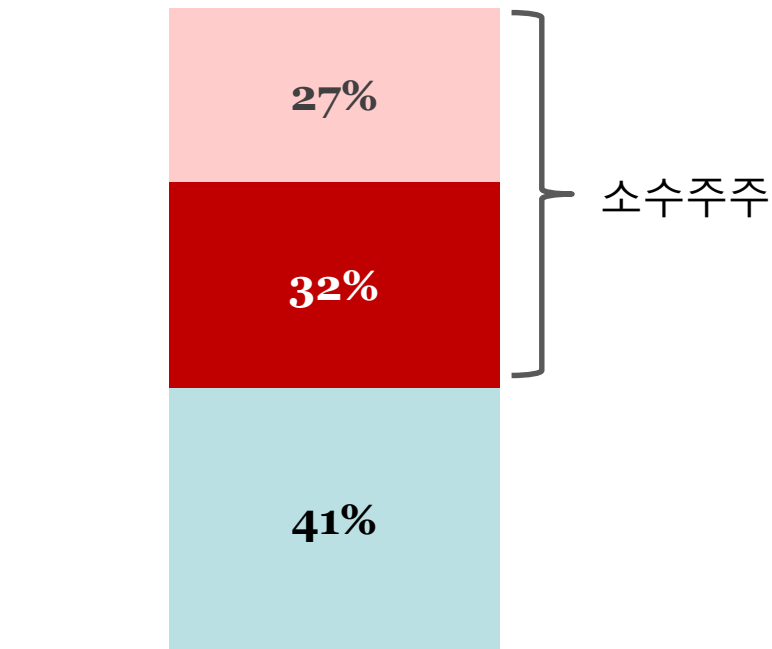
출처: Bloomberg; 현재 2018년 11월 30일 기준; 손익계산 = ((현재 주가 - 추정 평균 매수단가) x 현재 보유주식 수) + (보유시작 연도부터 2017년까지 각 연도별 주당 배당금 x 보유시작 연도부터 2017년까지 각 연도 9월 30일 기준 보유주식 수), 첫 매수 시기가 9월 30일 이후인 경우 그 해 12월 31일 기준 보유주식 수 적용



# 현대홈쇼핑은 소수주주가 약 60% 보유하고 있음

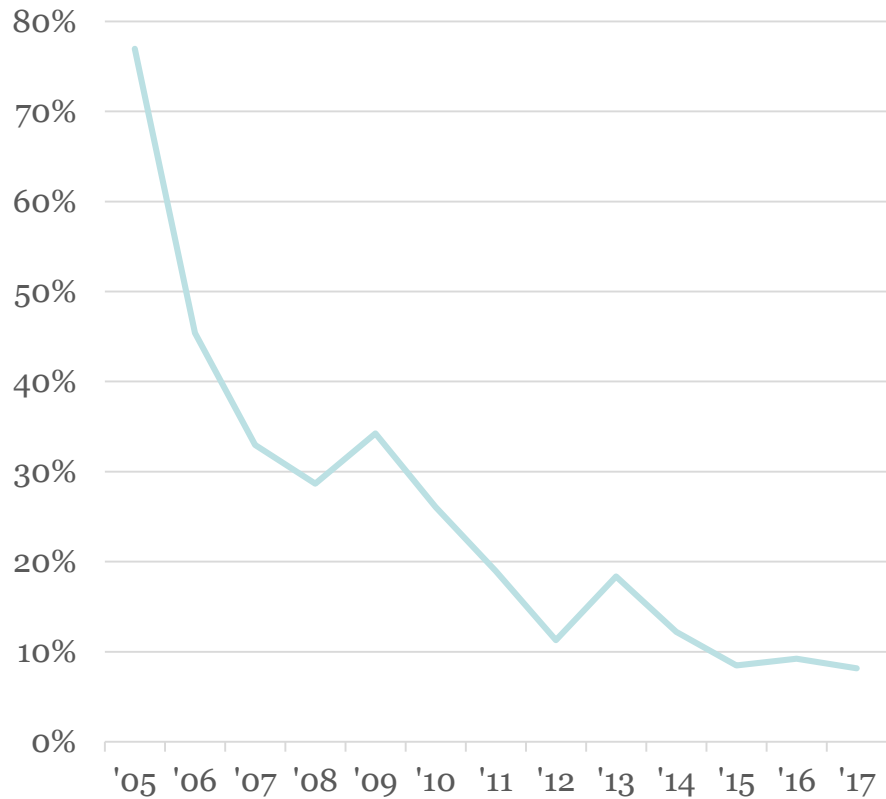
현대홈쇼핑 지분 추정  
(2018년 12월 31일 기준)

■ 현대백화점그룹 ■ 대한민국 투자자  
■ 해외 투자자



# 핵심본업이 건재함에도 현대홈쇼핑의 전체 자본효율성은 대폭 하락했음

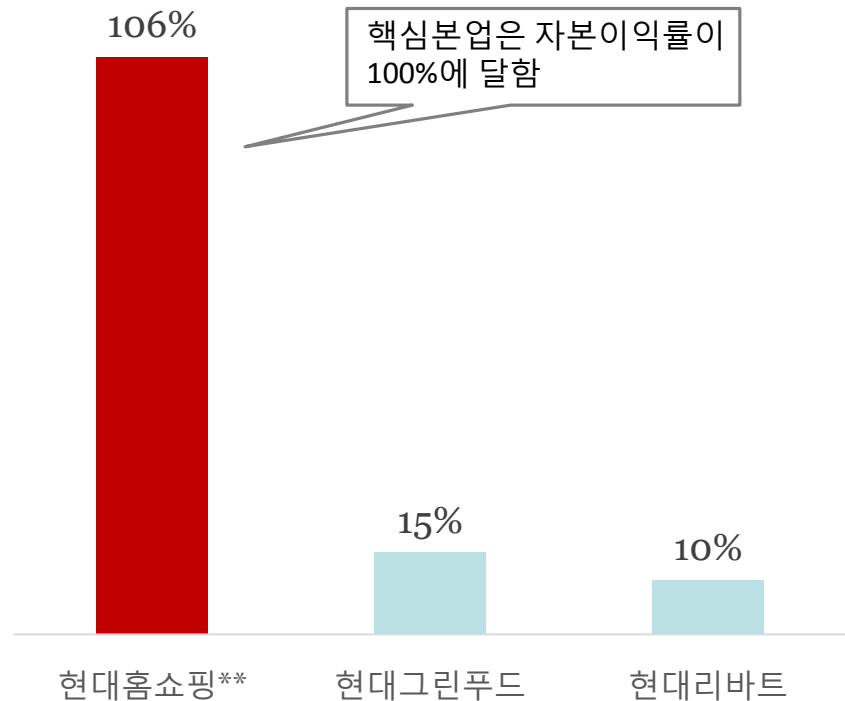
현대홈쇼핑 ROE  
(자기자본이익률, 별도기준)



운영자본이익률\*

5년 ('13-'17, 별도기준) 평균 추정

■ 현대홈쇼핑\*\* ■ 현대그린푸드 ■ 현대리바트



핵심본업은 자본이익률이 100%에 달함

출처: Bloomberg

\*운영자본이익률 = 추정 세후 순영업이익 / (매출채권+재고자산-매입채무+유형자산+영업권 외 무형자산)

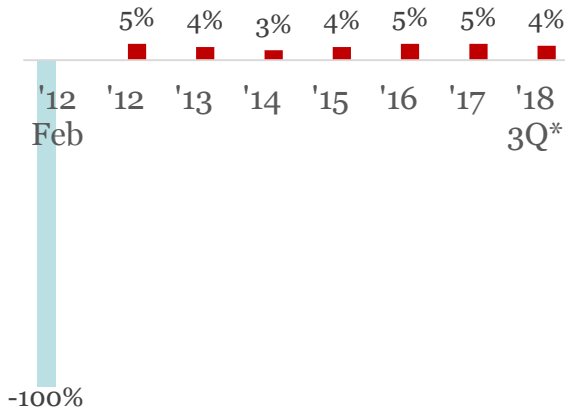
\*\*현대홈쇼핑의 경우, 순운전자본 (매출채권+재고자산-매입채무)가 마이너스이므로 순운전자본 제외하고 계산

# 현대홈쇼핑의 대규모 비핵심사업 투자는 미미한 성과를 보여줌

한섬 지분을 통한 지분  
인수가격 대비 지분법  
이익률 (4,200억 투자)

■ 투자금액 ■ 투자대비 이익률

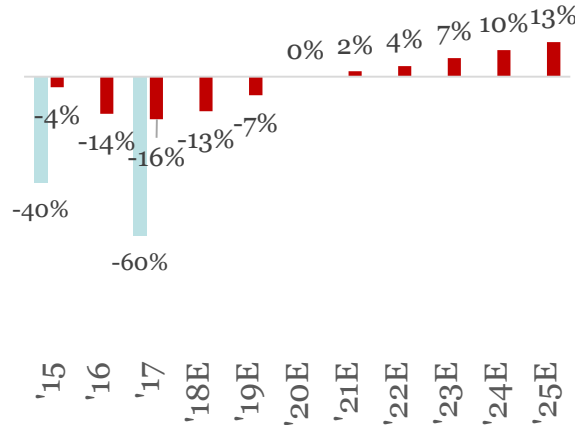
**3-5% 투자대비 이익률은  
너무 낮음**



현대렌탈케어 투자대비  
이익 추정  
(1,500억 투자)

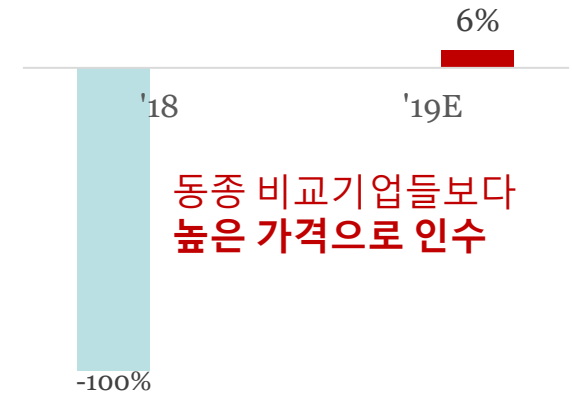
■ 투자금액 ■ 투자대비 이익률 (회사측 전망 반영)

**투자회수 오랜기간 소요  
예상되며 회사측 전망으로도  
투자대비 이익률이 높지  
않을 것으로 보임**



한화 L&C 투자대비 이익  
추정  
(3,700억 투자)

■ 투자금액 ■ 투자대비 이익률 (회사측 전망 반영)



출처: 금융감독원 DART - 사업보고서 및 공시자료 등; 현대홈쇼핑 IR; Dalton 추정

\*연간 누적

# 현대홈쇼핑은 투자기회 검토 시, 은행 예금이자율 이상을 목표수익률로 삼은 것으로 보임

현대홈쇼핑의 투자관련 언급

“저희는 투자 관련 수익률은 **최소 은행 예금이자율 수준 이상을 목표로 합니다.**”

현대홈쇼핑\*



- 그러나 신규사업 등은 이보다 **훨씬 높은 자본비용 (기회비용) 요구**
- 현대홈쇼핑은 또한 차입을 전혀 활용하지 않음



만약 자본이익률 < 자본비용률이라면



**가치 파괴!**

\*현대홈쇼핑과 1:1 콜 진행 시 몇 차례 언급됨; 계열사인 현대백화점 또한 투자 목표수익률이 ROE기준 5% 내외인 것으로 언급

# 현대홈쇼핑의 인수들은 현대홈쇼핑 주주들에게는 부정적이나 계열사에는 긍정적인 것으로 (일부) 애널리스트들은 평가함

---

## 현대홈쇼핑 투자에 대한 애널리스트 언급 내용

*한화L&C 인수로 수혜를 받을 업체는?*

*만약, 인수가 이루어질 경우 장기적으로 펀더멘탈이  
가장 크게 개선될 업체는 현대리바트가 될 것이다.....  
현대그린푸드도 긍정적으로 평가할 수 있다.....*

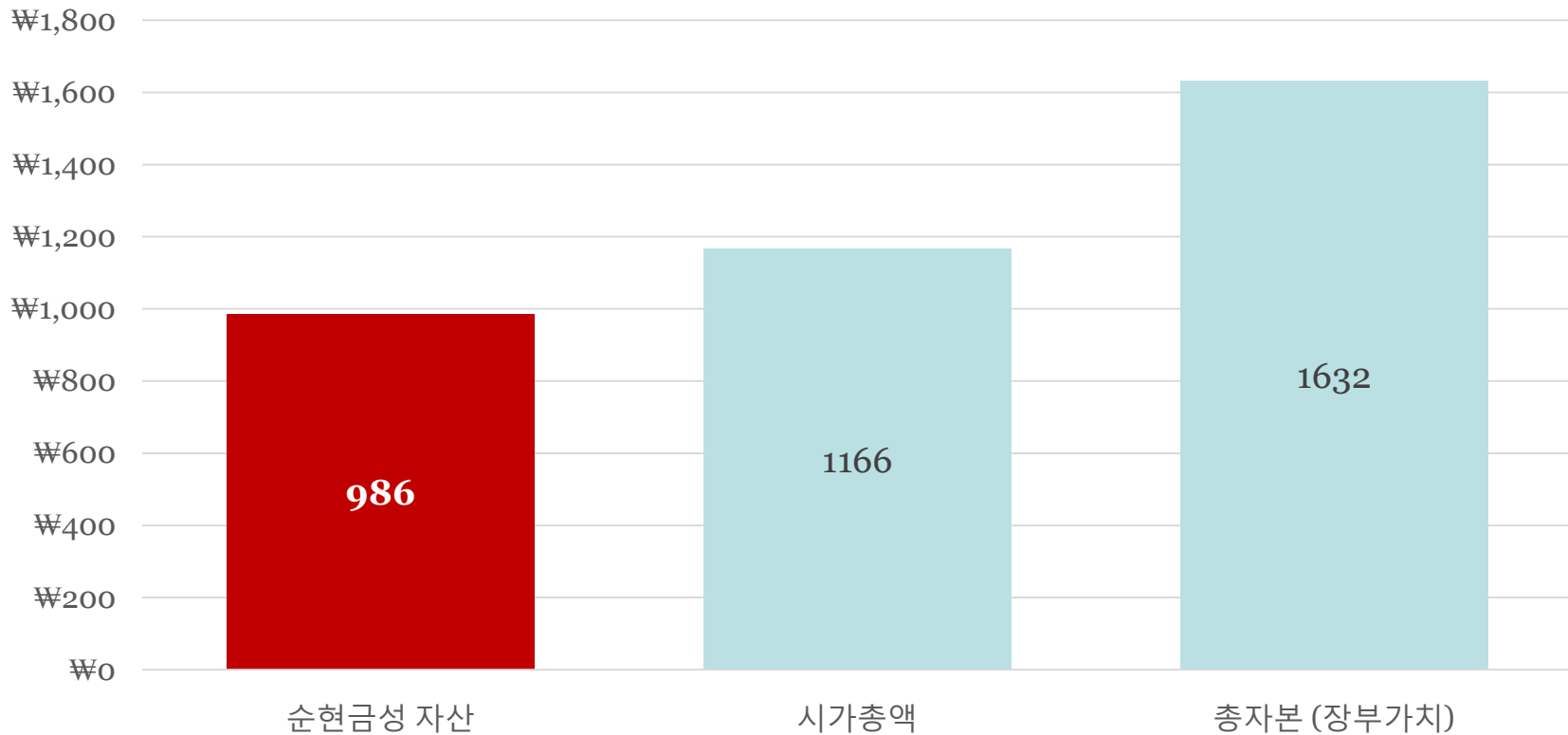
2018년 8월  
한화투자증권

*“한화L&C 인수에 대해선 부정적...현대홈쇼핑의 주주  
입장에서는 부정적이라 판단한다... 사실 한섬을  
인수하는 것은 현대백화점그룹 입장에서 필요한  
것이지 현대홈쇼핑에게는 그다지 시너지가 나지 않는  
M&A였다... 사실상 그룹의 공간 역할을 수행한 것이다.”*

2018년 10월  
유안타증권

# 현대홈쇼핑은 많은 현금을 보유함

현대홈쇼핑 순현금성 자산\*, 시가총액 및 총자본 (장부가치)  
비교 (2018년 11월 30일 기준, 십억원)

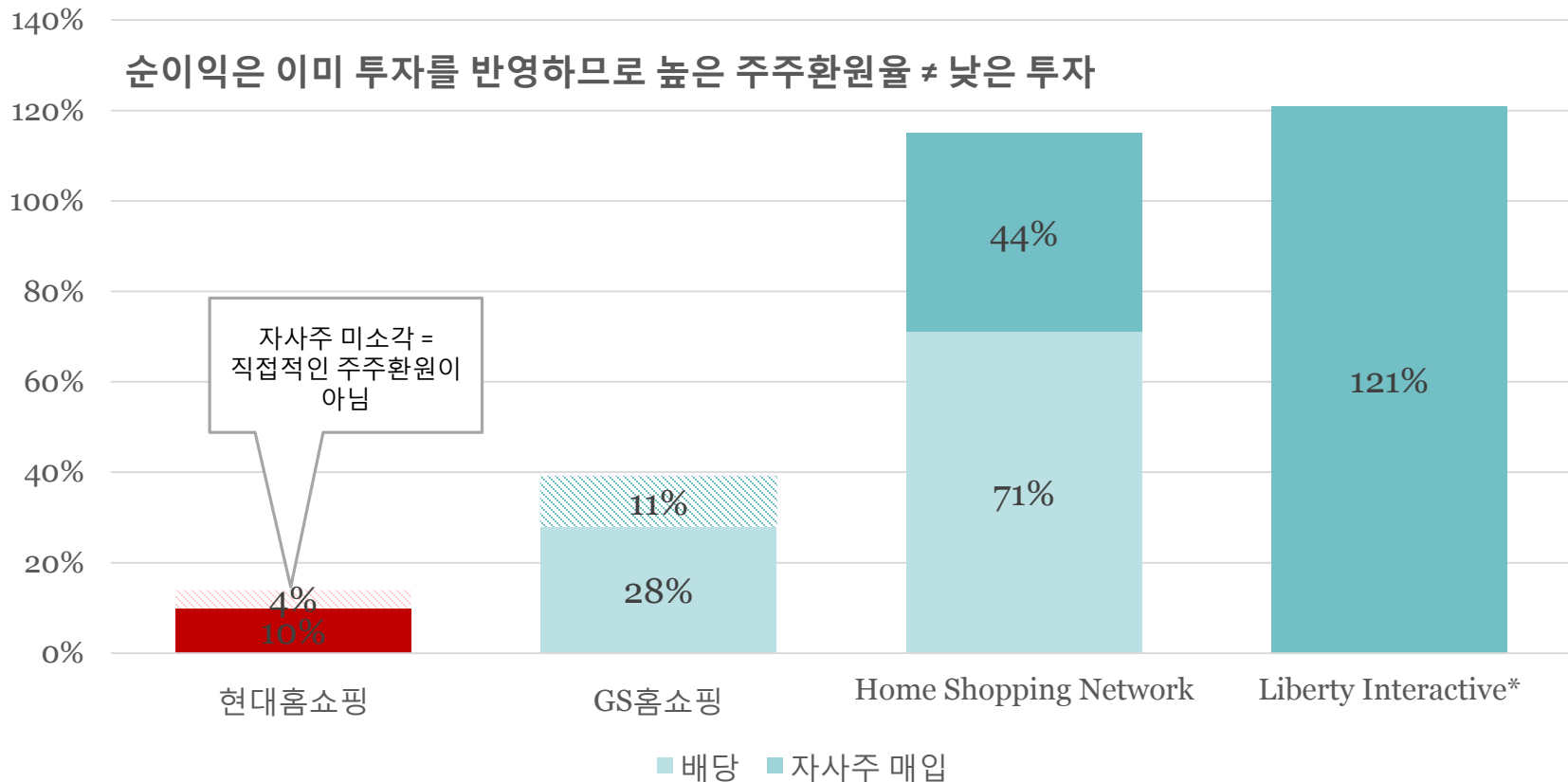


출처: Bloomberg; 금융감독원 DART - 분기보고서

\*현금, 단기금융자산, 시장성 있는 매도가능금융자산, 자사주, 차입금 및 현대 HCN 순현금성 자산에 대한 35% 지분가치 포함; 최근 진행된 한화 L&C 인수금액 3,680억은 제외되지 않음

# 현대홈쇼핑의 총주주환원율은 미국 동종업체인 Liberty Interactive (LI)와 Home Shopping Network (HSN)에 비해 현저히 낮음

2010년부터 2017년까지 평균 총주주환원율  
(순이익 대비 배당 및 자사주 매입 금액)



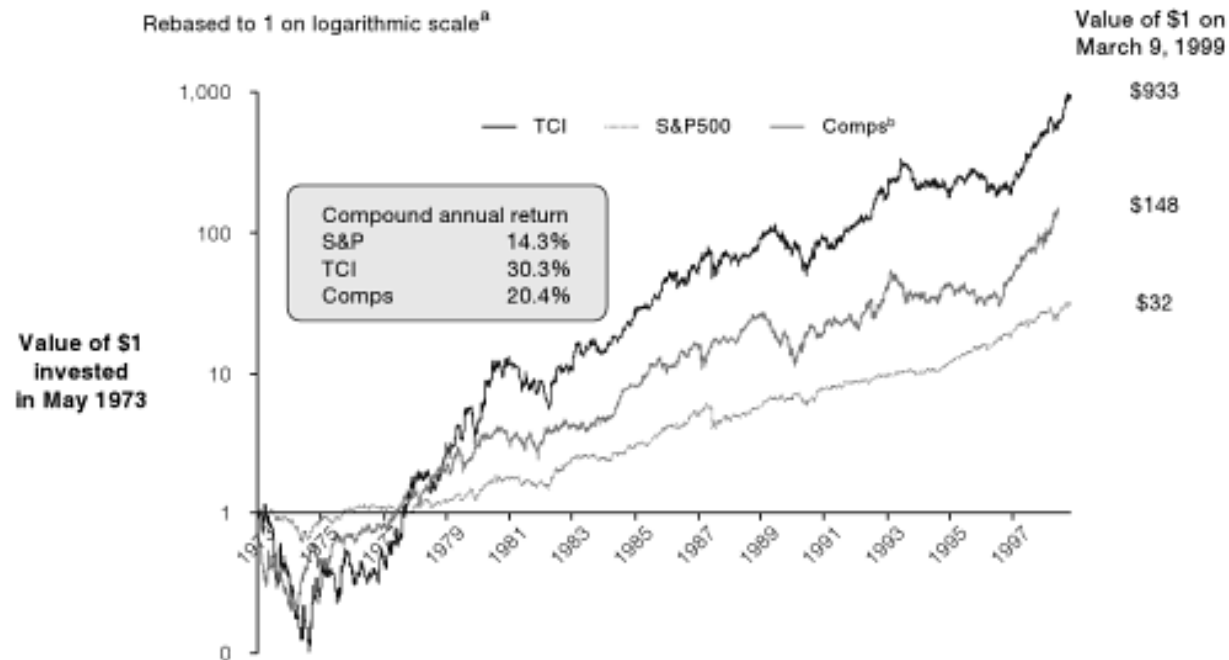
출처: Bloomberg

\*Qurate Retail로 사명 변경

# NI와 HSN은, 미국의 유명한 자본배분가이며 모든 주주들에게 큰 수익을 돌려준 존 말론이 지배

존 말론의 TCI\* 임기 중 \$1의 가치 성장

**Total return to shareholders dramatically exceeded the S&P 500 and competitors' returns during Malone's tenure**



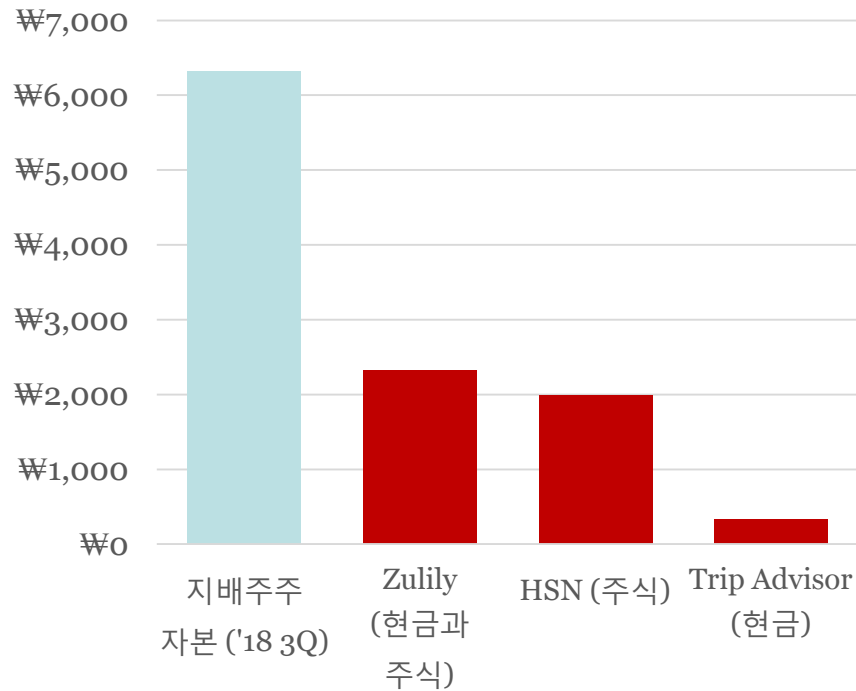
출처: Center for Research in Security Prices (CRSP); TCI 연차보고서  
TCI는 1999년 AT&T에 의해 인수됨

\*존 말론은 1973년부터 1996년까지 TCI의 CEO를 역임함,

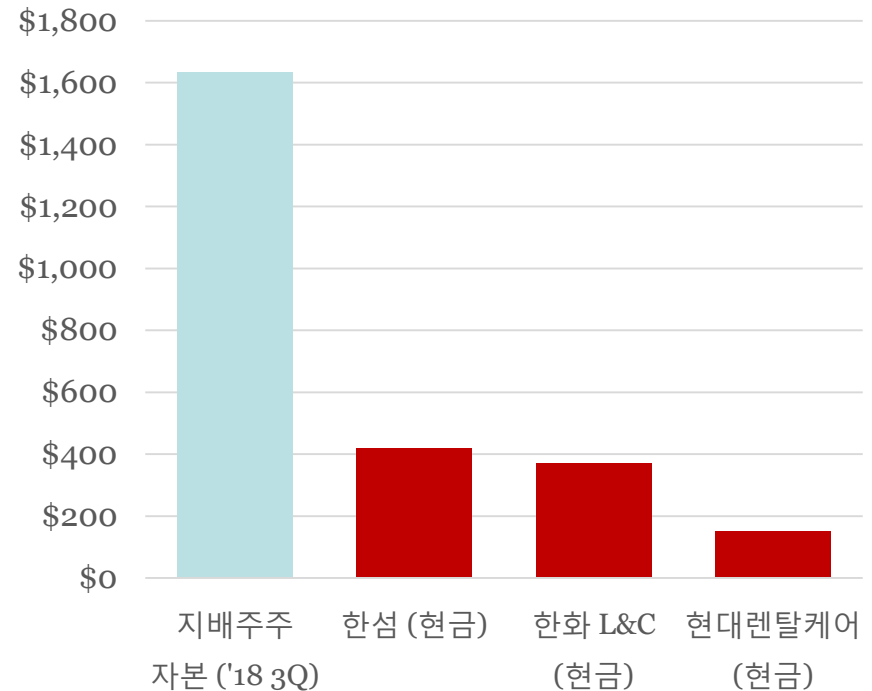


# 높은 주주환원율이 적은 투자를 뜻하는 것은 아님

Liberty Interactive 주요 투자내역 (2010년부터 2018년까지, 십억원)



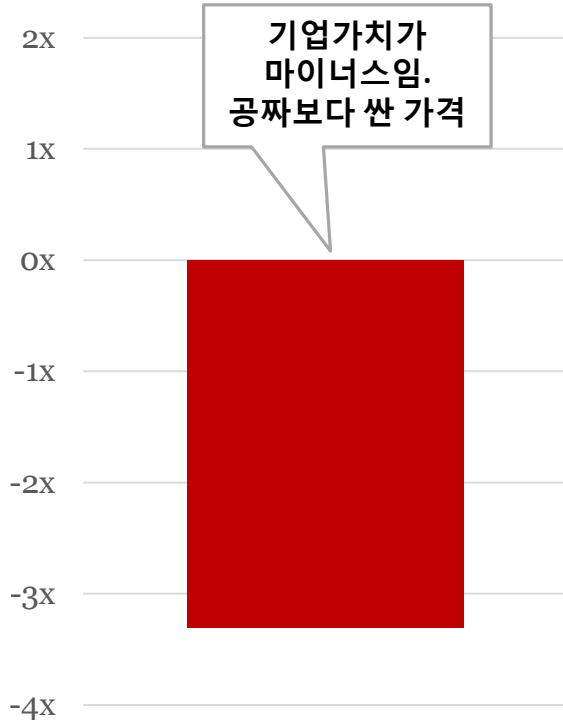
현대홈쇼핑 주요 투자내역 (2010년부터 2018년까지, 십억원)



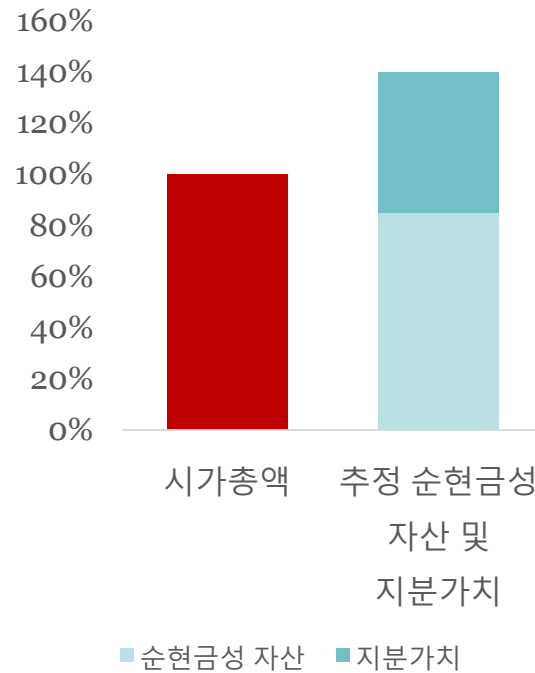
출처: Bloomberg; 금융감독원 DART - 사업보고서

# 현대홈쇼핑의 기업가치는 순현금성 자산과 보유 지분가치의 합보다 낮게 평가받고 있음

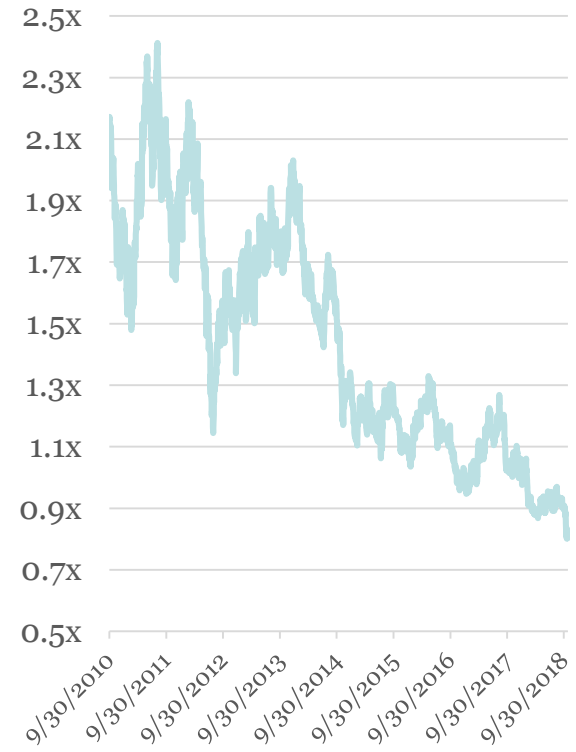
현대홈쇼핑 별도기준  
EV/EBITDA\*  
기업가치 평가 (2018년  
11월 30일 기준)



현대홈쇼핑 시가총액과  
순현금성 자산 및 보유  
지분가치 비교 (2018년  
11월 30일 기준)



현대홈쇼핑 Price to Book  
Ratio (주가순자산 비율)



출처: Bloomberg; 금융감독원 DART - 분기보고서 등  
기업가치 평가 위해 별도기준으로 모든 순현금 및 순현금성 자산 그리고 지분가치를 차감해서 기업총가치를 구함

\* 기업총가치 / 법인세, 이자, 감가상각비 차감 전 영업이익; 핵심본업의

# 주주가치가 지속 하락했음에도 현대홈쇼핑 경영진의 보수는 유지됐거나 상승했음



출처: Bloomberg; 금융감독원 DART - 사업보고서 등

## 저희의 제안

---

*스튜어드십 코드를 보다 효과적으로 이행하기 위해 저희는 국민연금이 대주주로서 현대홈쇼핑에 대해 다음과 같은 역할을 하는 것을 정중히 제안드립니다.*

- 현대홈쇼핑을 주주환원 관련 중점 관리기업으로 지정
- 현대홈쇼핑으로 하여금 모든 주주를 위한 장기 “경제적 부가가치”를 극대화하도록 가이드
- 주주들보다 계열사나 소속 기업집단을 우선시하는 자본배분 견제
- 주가가 본질가치 대비 상당히 저평가되어 있을 때는 배당보다 자사주 매입 및 소각을 권고