

현대홈쇼핑에 드리는 제안¹

자본배분 정상화

2019년 3월 5일

수신: 현대홈쇼핑 이사회

Dalton Investments는 약 4조원의 운용자산을 관리하고 있는 장기 가치투자 회사입니다. 저희는 지난 3년 동안 현대홈쇼핑에 투자한 일부 펀드 및 계좌들의 투자자문사로서 본 서신을 보내드립니다. 저희 고객들은 현재 현대홈쇼핑 유통 주식의 약 2.5%를 보유하고 있습니다. 저희는 본 서신을 통해 현대홈쇼핑의 주주가치를 증대할 수 있는 몇 가지 제안을 드리고자 합니다. 또한 저희는 저희의 관점이 현대홈쇼핑의 많은 다른 소수주주들의 관점과 일치한다고 생각합니다.

현대홈쇼핑은 기업은 많은 이익을 창출하고 많은 현금을 보유하지만 정작 소수주주들은 장기간 투자해도 수익률이 미미한 코리아 디스카운트의 대표적인 사례라고 생각합니다. 현대홈쇼핑의 장기 주식성과는 매우 실망스럽습니다. 2010년 상장 이후 현재까지 현대홈쇼핑의 총주주수익률 (주가변동 + 배당수익률)은 약 17% 손실입니다. 이는 매우 놀라운 결과입니다. 왜냐하면 같은 기간 벌어들인 누적순이익과 상장 직후 보유했던 추정 유휴 순현금성 자산 등을 모두 배당했다면 배당수익률만으로도 100% (약 1.6조원)가 넘었을 것이기 때문입니다. 상장 직후, 현대홈쇼핑의 시가총액은 순현금을 제외하고 2010년 당시 순이익의 약 7배에 불과할 정도로 저평가되어 있었습니다. 게다가 현대홈쇼핑 핵심본업의 이익창출력도 2010년보다 더 커졌습니다. 그런데 왜 8년이 지났음에도 현대홈쇼핑의 주주들은 손실을 보고 있는 것일까요? 가치는 어디로 사라졌나요? 국민연금도 현재 현대홈쇼핑의 지분 약 11%를 보유하고 있으며 지난 6년간 투자했음에도 약 250억 손실 (-14%)을 보고 있는 것으로 추정됩니다. 또한 대한민국 소수주주 약 20%를 포함한 현대홈쇼핑의 지분 약 50%를 보유한 다른 소수주주들도 그동안 매우 미흡한 성과를 거둔 것으로 보입니다.

현대홈쇼핑의 이러한 매우 저조한 성과는 주로 미흡한 자본배분 때문인 것으로 보입니다. 현대홈쇼핑은 많은 가치를 창출했지만 이 가치는 소수주주들과 공유되지 않았습니다. 장기 주주들은 손실을 입었으나, 경영진의 보상은 유지되거나 상승했습니다. 이는 경영진과 모든 주주들의 이해관계가 일치하지 않음을 잘 보여준다고 생각합니다.

2012년 이후, 현대홈쇼핑은 약 1조원 이상을 비핵심사업에 투자했습니다. 현대홈쇼핑의 낮은 주가가 나타내듯이, 저희는 이 투자들의 대부분이 성과가 미미할 것으로 생각하며 금융시장도 저희 의견에 동의하는 것으로 보입니다. 이는 왜냐하면 현대홈쇼핑은 최소 은행예금 이자율 수준을 목표로 설정하는 것으로 보이는 등 부적절한 투자 접근을 한 것으로 추정되기 때문입니다. 신규사업들은 대부분 그보다 훨씬 높은 자본비용을 요구합니다. 또한, 현대홈쇼핑은 현대홈쇼핑 주주들보다 현대백화점그룹 및 계열사 등을 위해 투자 의사결정을 내린 것으로

¹ 주요 공시사항은 본 서신 끝에 위치한 책임 고지 내용을 참고해주시기 바랍니다.

보입니다. 시장에서 현대홈쇼핑이 현대백화점그룹을 위한 공간 역할을 수행하고 있다는 시각이 많은 것으로 보입니다.

뿐만 아니라, 현대홈쇼핑은 핵심본업에서 약 100%에 달하는 매우 높은 운용자본이익률을 지속적으로 창출하고 있음에도 불구하고 주주환원은 매우 적습니다. 현대홈쇼핑의 핵심본업은 운영 및 성장을 위해 매우 적은 자본만을 필요로 합니다. 만약 투자할 곳이 마땅치 않다면 주주들에게 환원하여 주주들이 보다 효과적인 곳에 자본을 배분할 수 있는 기회를 제공해야 합니다. 하지만 현대홈쇼핑은 현금을 과도하게 쌓았습니다. 2010년부터 2017년까지 현대홈쇼핑의 연평균 총주주환원을 (당기순이익 대비 배당 및 자사주 매입금액)은 약 10%에 불과했습니다. 반면, 미국의 동종업체인 Liberty Interactive (“LI”, 현재 “Qurate Retail”)와 Home Shopping Network(“HSN”)는 홈쇼핑 사업여건이 대한민국보다 좋지 않은 것으로 보임에도 같은 기간 연평균 총주주환원율이 각각 115%와 121%였습니다. LI는 약 2조원 상당의 인수를 두 건이나 했음에도 많은 주주환원을 한 것입니다. (100% 이상 주주환원을 한다는 것이 투자를 하지 않는 것을 뜻하지는 않습니다. 이익 수치는 이미 투자를 일정 부분 반영하기 때문입니다). LI와 HSN은 미국에서 가장 성공적인 자본배분가로 인정받는 존 말론에 의해 지배되고 있습니다. 하지만 현대홈쇼핑은 이들과 매우 다르게 자본배분을 하고 있습니다. 현대홈쇼핑이 투자를 하지 말아야 된다는 것이 아니라 보다 효과적으로 투자해야 된다는 것입니다.

이러한 미흡한 자본배분 이력때문에 현대홈쇼핑은 현재 주식시장에서 보유한 순현금성 자산과 지분가치보다도 낮게 평가받고 있습니다. 현재 현대홈쇼핑의 순현금성 자산과 보유 지분가치는 시가총액보다 약 30% 큼니다. 시장은 앞으로 현대홈쇼핑이 “경제적 부가가치”를 창출하기보다는 파괴할 것으로 명백하게 예상하고 있는 것입니다. 저희는 현대홈쇼핑의 본질가치가 현재 시가총액보다 약 2.5 배 큰 것으로 추정합니다. 현대홈쇼핑의 Price to Book Ratio (주가순자산배율) 또한 약 0.8 배로 매우 낮습니다. 이렇게 본질가치와 주가 사이의 괴리가 크기 때문에 현대홈쇼핑은 당장이라도 보유한 현금으로 자사주 매입 및 소각을 해야 합니다.

현대홈쇼핑의 자본배분을 개선하고 주주가치를 증대하기 위해 저희는 다음과 같이 제안드립니다.

- **자사주 매입 및 소각 (우선순위) 또는 배당 증대**

- 현대홈쇼핑과 사실상 자회사에 가까운 현대HCN 각각 현재 보유 순현금성 자산의 절반 수준인 약 2,250 억원 및 1,850 억원씩 일회적 특별 주주환원
 - 현대홈쇼핑은 약 2,250 억원 환원해도 약 2,250 억원의 순현금성 자산이 남을 것으로 보이며 매년 약 2,000 억원의 영업현금흐름 창출 예상
 - 현대HCN은 약 1,850 억원 환원해도 약 1,850 억원의 순현금성 자산이 남을 것으로 보이며 매년 약 950 억원의 영업현금흐름 창출 예상
 - 현대홈쇼핑은 현대HCN의 지분 38% 보유로 최대주주이며 다른 현대백화점그룹 계열사 등이 약 30% 지분 추가 보유
 - 현대HCN 1,850 억원 주주환원 시, 현대홈쇼핑 몫은 약 700 억원 추정
- 현대홈쇼핑과 현대HCN의 정기 연간 총주주환원율 각각 60-80% 및 80-100%로 상향

- 이미 많은 투자를 했으나 “경제적 부가가치”를 창출할 수 있는 좋은 추가 투자처가 있다면 남은 순현금성 자산, 차입, 주식 추가발행 및 교환, 증자, 주주환원 (자사주 매입 및 소각 등)을 일시적으로 유연하게 조정함으로써 자금 조달 가능
- 소수주주와의 이해관계 일치를 위해 경영진 총보수 중 약 40-70%를 일정 기간 지난 후 양도 가능한 제한부 주식 형태로 제공
- 경영진 성과를 주로 “경제적 부가가치”에 초점을 두고 평가
- 기업분할 및 합병 등 통해 가치 시험 및 구조 효율화 (그러나 이것이 자본배분 개선을 대체할 수는 없음)

또한 저희는 다가오는 주주총회에서 이사회가 제시한 사외이사 및 감사위원 각 2명 선임에 반대할 것임을 알려드립니다. 저희 집계에 따르면 2010년 이후 상정된 이사회 의결 안건 약 146 개에 대해 참석 사외이사들은 모두 만장일치로 찬성한 것으로 보입니다. 이는 납득하기 어려운 비핵심사업 투자 및 매우 미미한 주주환원 등 주요 안건에 대해 사외이사들이 건설적인 반대를 하지 않거나 감사위원들이 감시 및 견제 역할을 충실히 하지 못한 것으로 보이는 점을 나타냅니다. 대한민국에서는 소수주주들이 이사회에 최소한의 영향을 미칠 수 있도록 감사위원 선임시, 3% 초과 지분에 대해 의결권을 인정하지 않는 “3% 룰”이 있습니다. 따라서 저희는 이를 통해 소수주주로서 계속적으로 목소리를 내고자 합니다.

이제 변화가 필요합니다. 저희의 제안이 반영된다면 소수주주들 포함한 모든 주주들의 주주가치가 크게 증대될 것입니다. 상장 이후 지난 8년간 소수주주들이 회사의 과실을 전혀 공유받지 못한 점을 고려해서 이제는 충분한 변화를 추구하시길 간곡히 요청드립니다.

본 서신의 제안사항 각각에 대한 세부내용을 확인하기 위해서는 첨부한 부록을 참고하시기 바라며 본 서신에서 다루진 내용들에 대한 상세논의는 프레젠테이션 자료를 참고하시기 바랍니다.



임성운 배상
Senior Research Analyst
Dalton Investments LLC

부록²

현대홈쇼핑에 드리는 제안

자사주 매입 및 소각 (우선순위) 또는 배당 증대

- 현대홈쇼핑과 사실상 자회사에 가까운 현대 HCN 각각 현재 보유 순현금성 자산의 절반 수준인 약 2,250 억원 및 1,850 억원씩 일회적 특별 주주환원
 - 현대홈쇼핑은 약 2,250 억원 환원해도 약 2,250 억원의 순현금성 자산이 남을 것으로 보이며 매년 약 2,000 억원의 영업현금흐름 창출 예상
 - 현대 HCN 은 약 1,850 억원 환원해도 약 1,850 억원의 순현금성 자산이 남을 것으로 보이며 매년 약 950 억원의 영업현금흐름 창출 예상
 - 현대홈쇼핑은 현대 HCN 의 지분 38% 보유로 최대주주이며 다른 현대백화점그룹 계열사 등이 약 30% 지분 추가 보유
 - 현대 HCN 1,850 억원 주주환원 시, 현대홈쇼핑 몫은 약 700 억원 추정
- 현대홈쇼핑과 현대 HCN 의 정기 연간 총주주환원을 각각 60-80% 및 80-100%로 상향
 - 이미 많은 투자를 했으나 “경제적 부가가치”를 창출할 수 있는 좋은 추가 투자처가 있다면 남은 순현금성 자산, 차입, 주식 추가발행 및 교환, 증자 및 주주환원 (자사주 매입 및 소각 등)을 일시적으로 유연하게 조정함으로써 자금 조달 가능

현대홈쇼핑은 2012 년 이후로 이미 약 1 조원이 넘는 금액을 비핵심 사업들에 투자했습니다. 현대홈쇼핑의 동종 미국업체들은 영업환경이 덜 우호적임에도 불구하고 지난 8 년간 순이익 대비 연평균 100%가 넘는 주주환원을 했습니다. 반대로 현대홈쇼핑은 소수주주들과 이익을 공유하지 않았던 것으로 보이며 저희는 이익 및 과다 자본 중 합리적인 금액을 주주들에게 환원하기를 제안합니다.

한화 L&C 인수 후에도 현대홈쇼핑은 약 4,500 억원의 순현금성 자산을 보유할 것으로 예상되므로 약 2,250 억원 상당의 일회적 특별 주주환원은 충분히 여력이 있습니다. 현대홈쇼핑은 현재의 사업 운영을 위해 연간 약 450 억 정도의 자본투자가 필요할 것으로 추정되는데 반해 연간 EBITDA (영업현금흐름과 유사)는 약 2,000 억원을 창출할 것으로 예상됩니다. 따라서 순이익 대비 60-80%의 정기 연간 총주주환원을 (약 1,100 억원)은 충분히 가능할 것으로 보입니다. 뿐만 아니라, 현대홈쇼핑은 상장 이후 1조원이 넘는 순이익을 창출했지만 매우 적은 금액만을 주주에게 환원했습니다. 이 점을 감안하면 저희는 약 2,250 억원 상당의 일회적 주주환원은 합리적인 규모라고 생각합니다.

² 일부 용어에 대한 정의 및 정보 출처 등 더 많은 내용을 확인하기 위해서는 첨부한 파워포인트 프레젠테이션을 참고해주시요.

현대홈쇼핑은 또한 현대 HCN 의 지분 약 38%를 보유하고 있으며 최대 단일주주입니다. 따라서 현대홈쇼핑은 현대 HCN 에 대해 제안을 할 수 있는 위치에 있습니다.

현대 HCN 도 많은 순현금을 보유 (시가총액의 75%)하고 있으며 추정 본질가치의 50%, 그리고 순현금 제외시 잉여현금흐름의 2 배에 불과한 수준으로 기업가치가 저평가된 것으로 보입니다. 저희는 이러한 현저한 저평가 또한 현대 HCN 이 주주환원을 거의 하지 않고 현금을 쌓아놓기만 하는 것이 원인이라고 생각합니다. 2010 년부터 2017 년까지 현대 HCN 의 연평균 총주주환원율은 7%에 불과했으며 순현금은 2010 년 약 55 억원에서 2018 년 3 분기에는 약 3,700 억원으로 증가했습니다. 현대 HCN 의 핵심본업인 케이블 TV 및 인터넷 사업은 큰 자본투자가 대부분 사업 초기에 발생하고 케이블 TV 사업이 성숙함에 따라 추가적인 투자 필요성이 많이 감소했습니다. 뿐만 아니라, 저희는 현대 HCN 이 핵심본업과 관련된 분야에서 좋은 투자 기회를 찾기 어려워 현금이 지속적으로 쌓여온 것으로 이해하고 있습니다.

현대 HCN 은 현재 순현금성 자산이 약 3,700 억원 있는 것으로 보이며 따라서 약 1,850 억원 상당의 일회적 특별 주주환원은 충분히 여력이 있습니다. 현대 HCN 은 현재의 사업 운영을 위해 연간 약 300 억원 정도의 자본투자가 필요할 것으로 추정되는데 반해 연간 EBITDA (영업현금흐름과 유사)는 약 950 억원 창출할 것으로 예상됩니다. 따라서 80-100%의 정기 연간 총주주환원율 (약 400 억원)은 충분히 가능할 것으로 보입니다. 뿐만 아니라, 현대 HCN 은 2010 년 이후 약 3,500 억원에 달하는 순이익을 창출했지만 매우 적은 금액만을 주주에게 환원했습니다. 이 점을 감안하면 저희는 약 1,850 억원은 상당의 일회적 주주환원은 합리적인 규모라고 생각합니다.

또한 저희는 현대홈쇼핑과 현대 HCN 이 순현금 재무구조와 다른 여러 요인들을 봤을 때 상당한 신규 차입여력을 보유하고 있고 만약 위험 대비 기대수익률이 높은 좋은 투자기회가 있다면 주식시장에서 추가적인 주식 발행 및 교환 또는 자금 조달을 하는 것도 가능하다고 생각합니다. 만약 현대홈쇼핑과 현대 HCN 이 효과적인 자본배분을 지속해서 투자자들과 신뢰를 구축한다면 금융시장에서 보다 좋은 조건으로 필요한 자금을 조달할 수 있을 것입니다. 또한 필요시, 자사주 매입 및 소각 등 주주환원을 일시적으로 유연하게 조정함으로써 일부 자금을 조달할 수도 있습니다.

이러한 모든 사항들을 고려할 때, 현대홈쇼핑과 현대 HCN 이 주주환원을 높이지 않는다면 이는 현대홈쇼핑과 현대 HCN 이 소수주주들과 이익 및 과다 자본을 공유하지 않는다는 점을 다시 한번 확인시켜주는 것이라고 저희는 생각합니다.

현재 주가가 현저하게 낮아 높은 위험조정 수익률을 제공할 것이기 때문에 자사주 매입 및 소각이 보다 우선순위로 고려되어야 합니다. 그러나 자사주 매입 및 소각은 주가가 본질가치에 가까워지면 (사업 위험으로 본질가치가 하락하는 경우 등 포함) 고려하지 않아야 합니다. 또한 소각이 없는 자사주 매입은 주주들에게 직접적인 환원이 되지 않을 것입니다.

소수주주와의 이해관계 일치를 위해 경영진 총보수 약 40-70%를 일정 기간 지난 후 양도 가능한 제한부 주식 형태로 제공

현대홈쇼핑의 주가가 지속적으로 하락하고 주주들은 매우 낮은 수익률만 얻고 있음에도 현대홈쇼핑 경영진의 보수는 유지되거나 상승했습니다. 예를 들어 2014년에 취임한 전문경영인의 경우, 그해 (10개월) 총보상이 약 5.8억원이었는데 2017년에는 약 11.7억으로 두 배 가까이 증가했습니다. 이는 현대홈쇼핑의 경영진과 모든 주주들간의 이해관계가 불일치함을 명확히 보여준다고 생각합니다.

경영진과 주주들의 중장기 이해관계를 일치시키는 가장 효과적인 방법 중 하나는 경영진의 보수 중 상당 부분을 일정 기간 이후 양도 가능해지는 제한부 주식 형태로 제공하는 것입니다. 이는 전문경영인으로 하여금 자신의 성과에 진정으로 책임을 지게 하는 방법일 것입니다. 미국 동종업체인 Qurate Retail (전 LI)의 경우, 경영진 총보수의 50% 이상이 주식관련 보상이었던 것으로 보입니다. 제한부 주식은 아직 대한민국에서 익숙하지 않은 제도일 수 있으나 현대홈쇼핑 주주들의 미미한 장기 수익률을 고려한다면 이를 만회하기 위해서라도 큰 변화가 필요하다고 생각합니다.

경영진 성과를 주로 “경제적 부가가치”에 초점을 두고 평가

현대홈쇼핑의 경영진들은 “경제적 부가가치”가 아닌 회계이익을 기준으로 대부분의 성과 평가가 이루어진 것으로 보입니다. 저희는 이것이 현대홈쇼핑이 미흡한 자본배분을 한 주요 원인 중 하나라고 생각합니다. 현대홈쇼핑은 회계/명목상으로만 매출과 영업이익의 극대화를 추구했던 것으로 보입니다. 그러나 자본배분을 효과적으로 하기 위해서는 기대수익률, 자본비용률 (기회비용), 위험 그리고 각 시나리오별 확률 등 주요 요인을 합리적으로 추정해서 고려하는 것이 중요합니다.

기업분할 및 합병 등 통해 가치 실현 및 구조 효율화 ((그러나 이것이 자본배분 개선을 대체할 수는 없음)

현대홈쇼핑과 현대 HCN 본연의 가치가 반영되는데 도움이 되는 추가적인 방법은 각 기업들을 지주회사와 사업회사로 물적분할 후, 신설된 사업회사들을 상장시키는 것입니다. 또한 신설회사들의 합병으로, 예를 들어 역할과 책임이 비슷한 지주회사들을 합병함으로써, 현대홈쇼핑과 현대 HCN의 구조를 효율화할 수 있습니다.

그러나 이러한 기업구조 변경이 저희가 제안드리는 자본배분 개선을 대체할 수는 없습니다. 자본배분이 개선되지 않는다면 이러한 구조변경에 따른 긍정적인 효과는 제한적일 것입니다. 지주회사와 신설된 사업회사들이 주주환원 등 효과적인 자본배분을 해야 비로소 각각의 본질 가치를 제대로 인정받을 수 있을 것입니다.

Disclaimer

본 서신은 공개적으로 이용 가능한 정보(Dalton Investments 가 별도로 검증하지 않은 정보)를 기초로 작성되었으며:

- (i) 완전하거나 포괄적인 정보라는 취지로 작성되지 아니하였고;
- (ii) (본 서신에 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 서신에 포함되거나 활용된 시장데이터는 (구제적으로 특정된 경우를 제외하고) 2018 년 12 월 31 일을 기준으로 합니다. 이러한 시장 데이터와 관련하여 변경사항이 발생하였거나 장차 발생할 수 있으며 당사는 본 서신에서 업데이트된 정보나 추가정보를 제공하거나 부정확한 부분을 수정하여야 할 의무가 없습니다.

본 서신에 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 서신에 포함된 많은 진술은 당사가 공개적으로 접근 가능한 정보에 대한 분석을 기초로 한 것입니다. 본 서신에 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 서신 또는 그 내용의 전부 또는 일부를 신뢰하고 이를 사용함으로써 발생하는 어떠한 손해나 책임, 및 본 서신과 관련하여 발생하는 그 어떤 손해에 대해서도 의무를 부담하거나 책임을 지지 않는다는 것을 명백히 하는 바입니다.

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