

Improve Hyundai Home Shopping (Hyundai)

자본배분 정상화

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.

현대홈쇼핑 이사회에 드리는 제안 자본배분 정상화 및 경영진과 주주들의 이해관계 일치

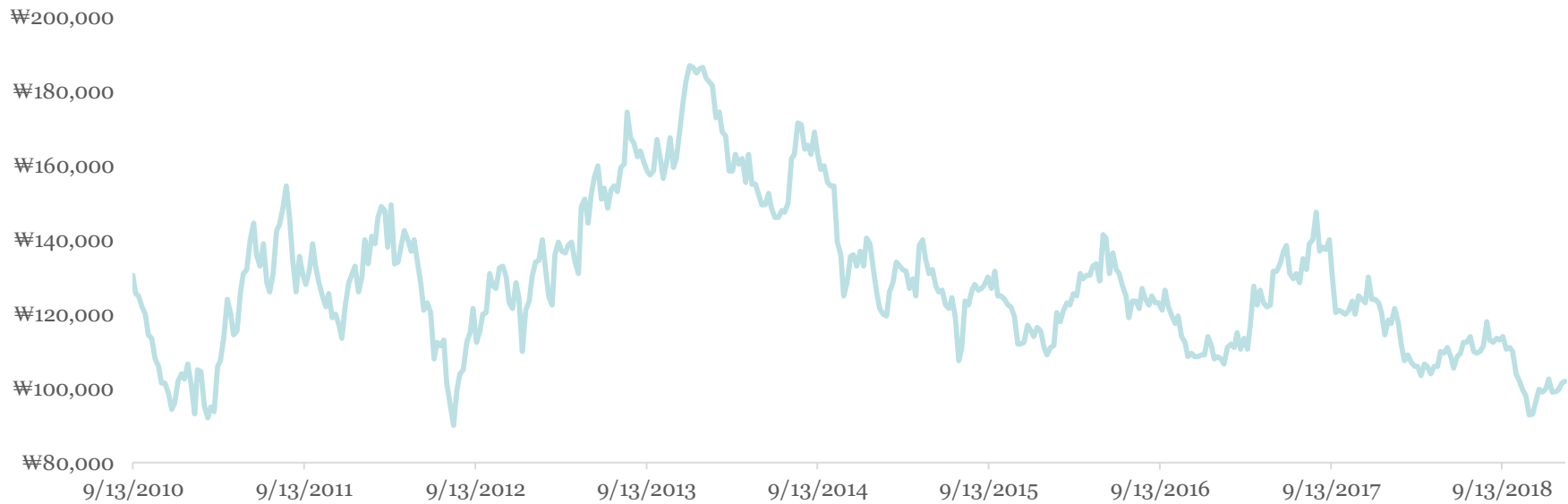
- **자사주 매입 및 소각 (우선순위) 또는 배당 증대**
 - 현대홈쇼핑과 사실상 자회사에 가까운 현대HCN 각각 현재 보유 순현금성 자산의 절반 수준인 **약 2,250억 및 1,850억씩** 일회적 특별 주주환원
 - 현대홈쇼핑은 약 2,250억원 환원해도 약 2,250억원의 순현금성 자산이 남을 것으로 보이며 매년 약 2,000억원의 영업현금흐름 창출 예상
 - 현대HCN은 약 1,850억원 환원해도 약 1,850억원의 순현금성 자산이 남을 것으로 보이며 매년 약 950억원의 영업현금흐름 창출 예상
 - 현대홈쇼핑은 현대 HCN의 지분 약 38% 보유로 최대주주이며 다른 현대백화점그룹 계열사 등이 약 30% 지분 추가 보유
 - 현대 HCN 1,850억원 주주환원 시, 현대홈쇼핑 몫은 약 700억원 추정
 - 현대홈쇼핑과 현대HCN 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, 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 실현 및 구조 효율화 (그러나 이것이 자본배분 개선을 대체할 수는 없음)**

목차

- **배경: 가치는 어디로 사라졌나요?**
- 근본원인: 미흡한 자본배분
- 저희의 제안

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

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



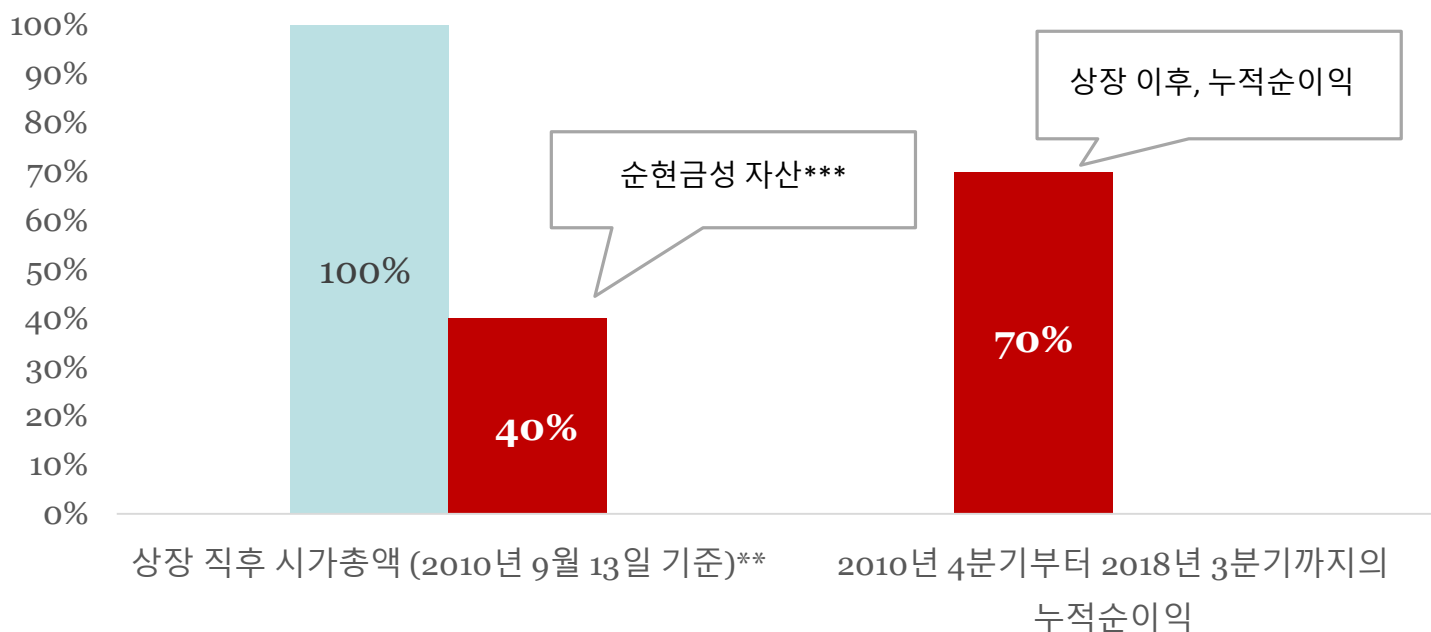
총주주수익률	-17.0%
주가 변동	-23.5%
배당금 주식에 재투자 가정	6.5%

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

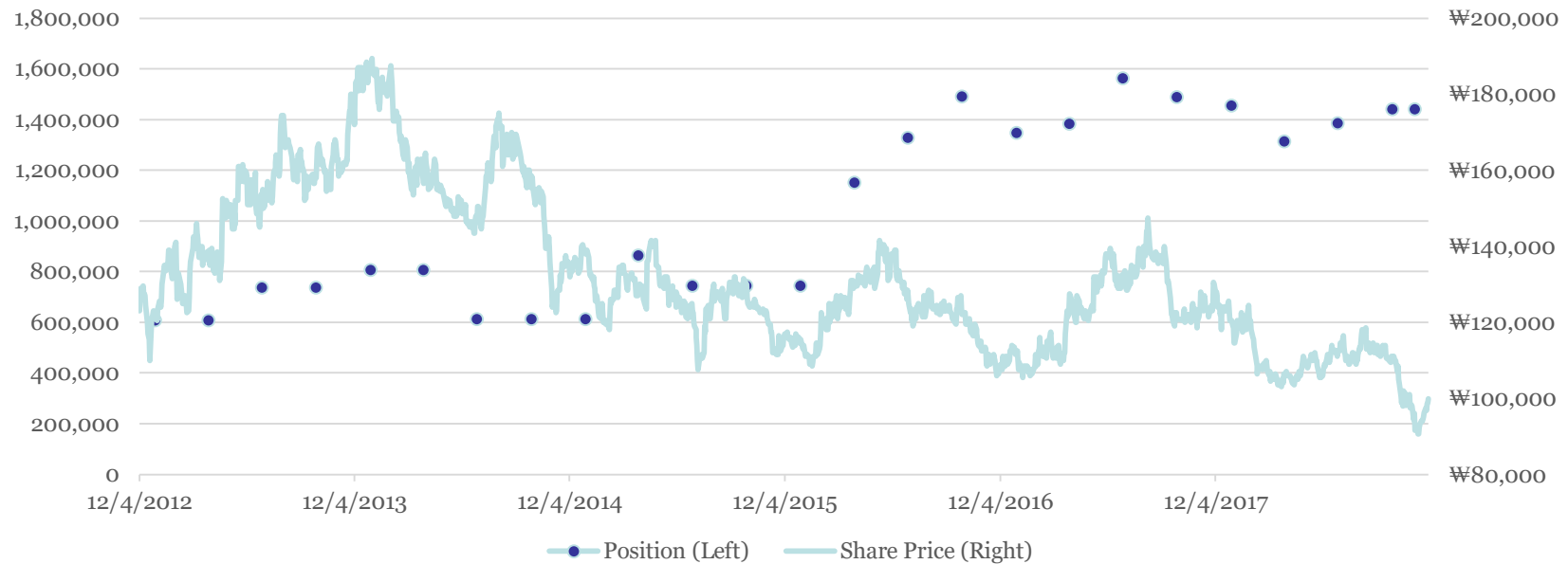
*2010년 9월 13일부터 2018년 11월 30일까지

**2010년 9월 13일 종가인 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



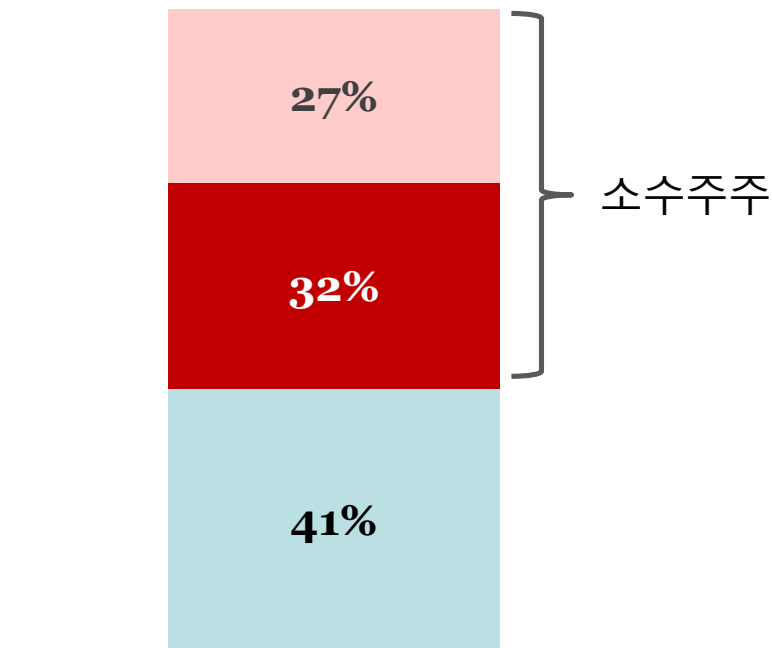
현재 지분 관련 첫 매수 시기	2012년 10월
현재 지분율 (발행주식 수 대비)	12.0%
추정 평균 매수 단가 (원)	122,191
현재 주가 (2018년 11월 30일 기준)	99,800

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)

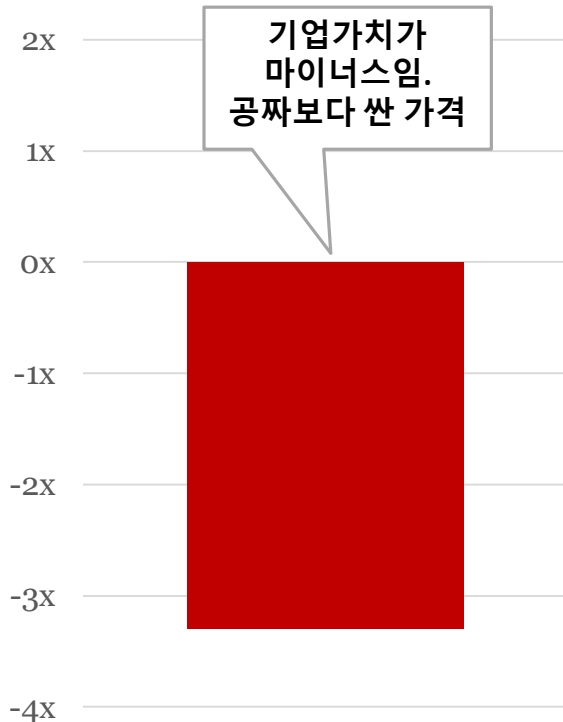
■ 현대백화점그룹 ■ 대한민국 투자자
■ 해외 투자자



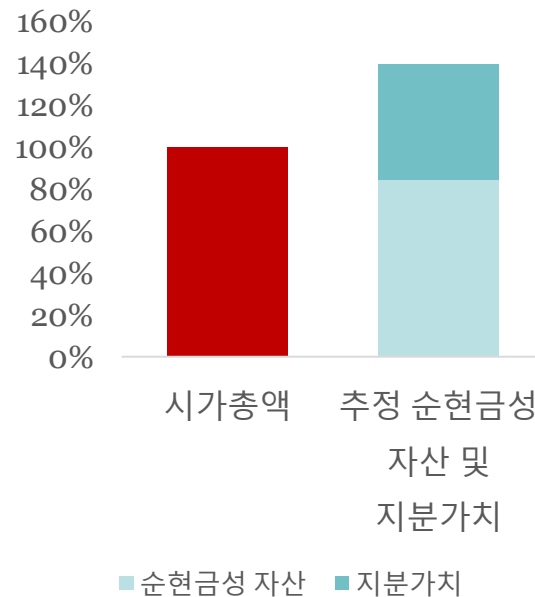
출처: FN Guide – Company Guide; 금융감독원 DART – 분기보고서

현대홈쇼핑의 기업가치는 순현금성 자산과 보유 지분가치의 합보다 낮게 평가받고 있음

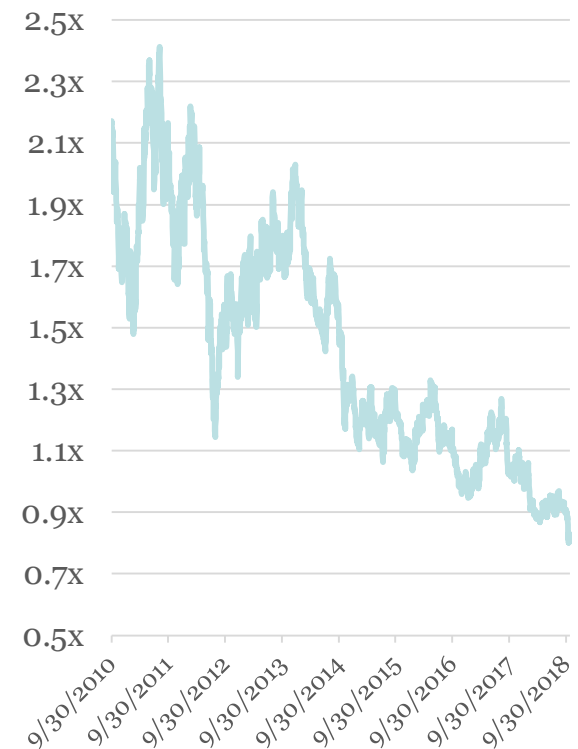
현대홈쇼핑 별도기준
EV/EBITDA*
기업가치 평가 (2018년
11월 30일 기준)



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



현대홈쇼핑 Price to Book
Ratio (주가순자산 비율)



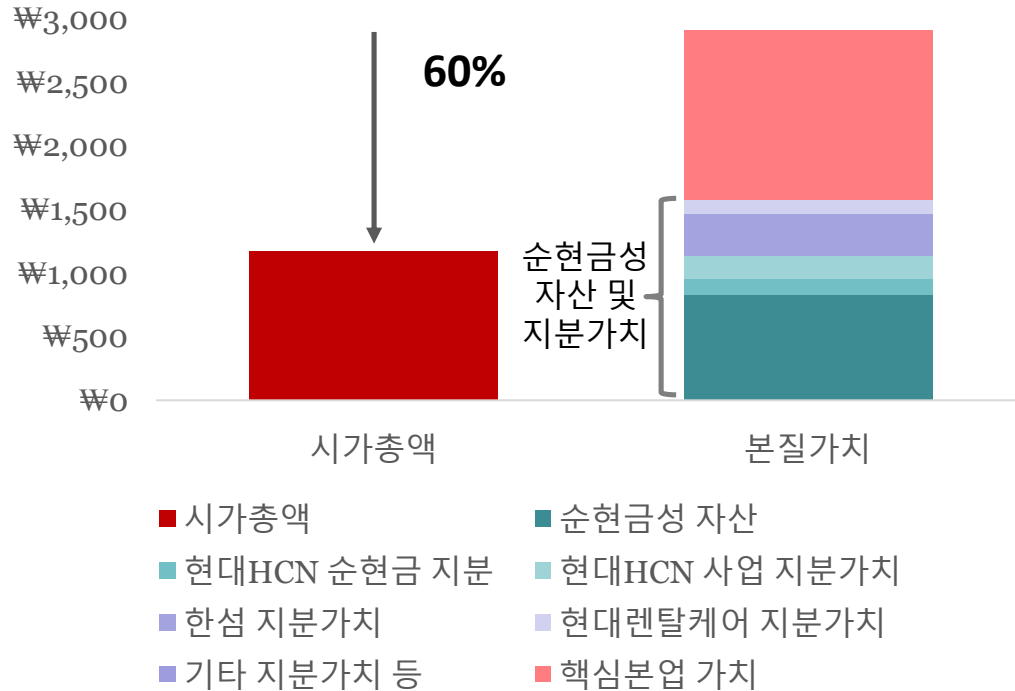
출처: Bloomberg; 금융감독원 DART - 분기보고서
기업가치 평가 위해 별도기준으로 모든 순현금 및 순현금성 자산 그리고 지분가치를 차감해서 기업총가치를 구함

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

현대홈쇼핑의 기업가치는 추정 본질가치* 대비 약 60% 할인되서 평가되고 있는 것으로 보임

현대홈쇼핑 시가총액과 추정 본질가치 비교

(2018년 11월 30일 기준, 십억원)



- 별도기준 순현금성 자산 (약 8,270억)
 - 현금 (약 290억), 기타금융자산 (약 7,330억), 매도가능 금융자산 (약 340억, 대원강업 지분 등), 자사주 (약 310억)와 차입금 (o) 포함
- 현대HNC 순현금성 자산 지분가치 (약 1,300억)
 - 현대홈쇼핑이 35% 지분 보유
 - 현대HNC은 순현금성 자산 (약 3,560억)과 자사주 (약 120억) 보유
- 현대HNC 사업 지분가치 (약 1,820억)
 - 현대 HNC의 사업을 130만 가입자와 가입자당 40만원 가치를 적용하여 추정. 이는 '17년 잉여현금흐름의 약 9배임
- 한섬 지분가치 (약 3,260억)
 - 현대홈쇼핑이 35% 지분 보유
 - 2018년 11월 30일 주가 적용
- 현대렌탈케어 지분가치 (약 1,110억)
 - 장부가 적용 ('18년 3분기)
- 핵심본업 가치 (약 1조 3,320억)
 - '17년 별도 세후 순영업이익 약 1,110억의 12배

출처: 금융감독원 DART - 분기보고서

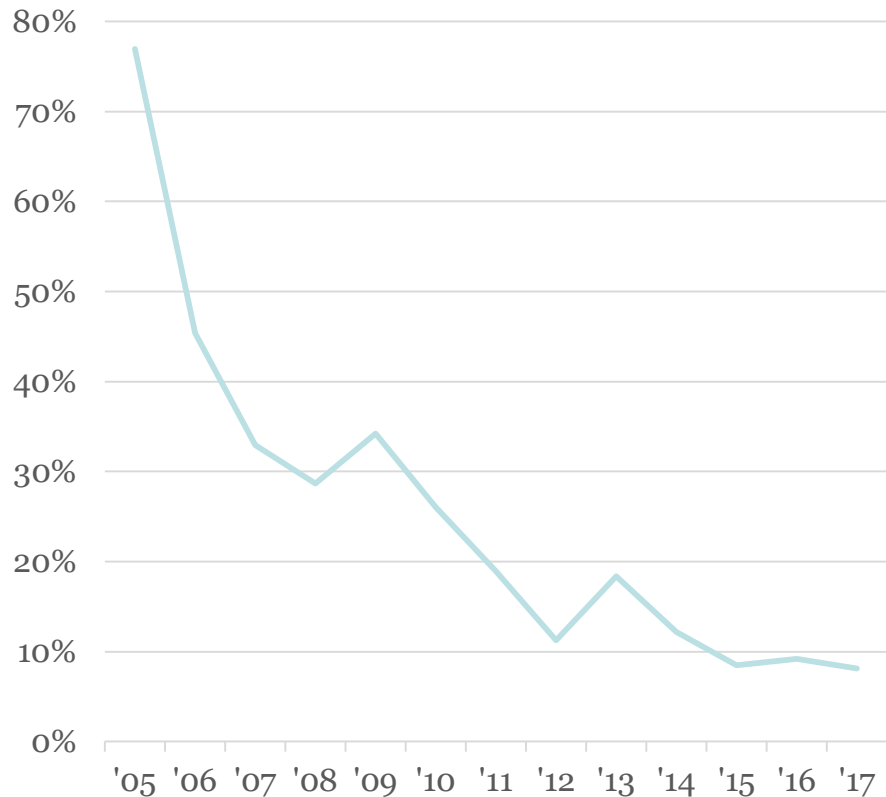
*Holding discount는 적용 안함. 이는 현대홈쇼핑이 대부분의 계열사 지분에 대해 실질 지배력을 보유하고 있고 분할과 같이 할인을 축소할 수 있는 여력이 있기 때문임. 또한 유형 장부가격보다 낮은 가격으로 기재되는 등 기재된 수치들은 실제 매각 시 더 프리미엄을 받을 수 있는 여지가 있음. 또한 할인 자체가 매우 임의적일 수 있음

목차

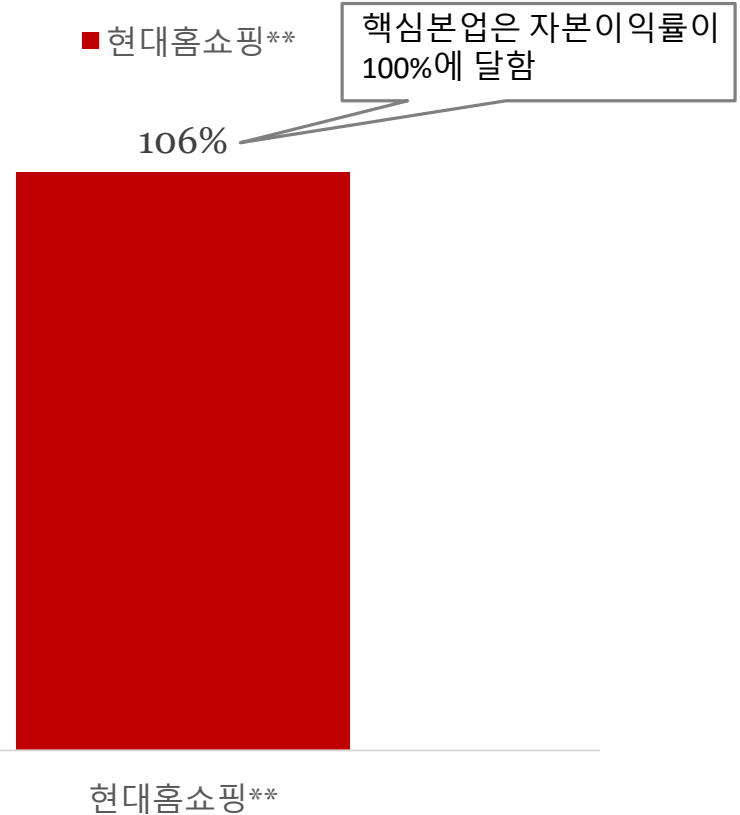
- 배경: 가치는 어디로 사라졌나요?
- **근본원인: 미흡한 자본배분**
- 저희의 제안

핵심본업이 건재함에도 현대홈쇼핑의 전체 자본효율성은 대폭 하락했음

현대홈쇼핑 ROE
(자기자본이익률, 별도기준)



운영자본이익률*
5년 ('13-'17, 별도기준) 평균 추정



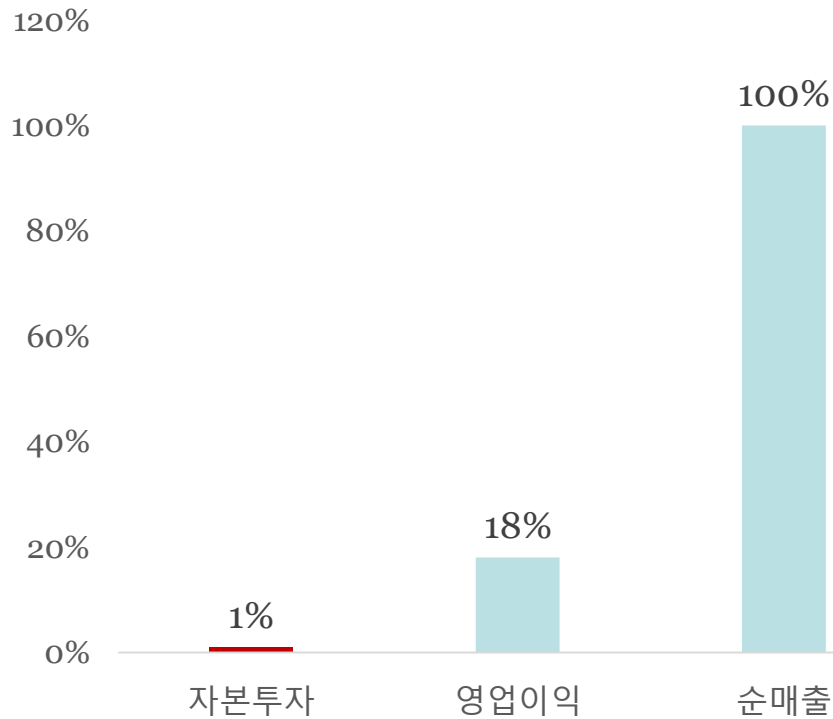
출처: Bloomberg

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

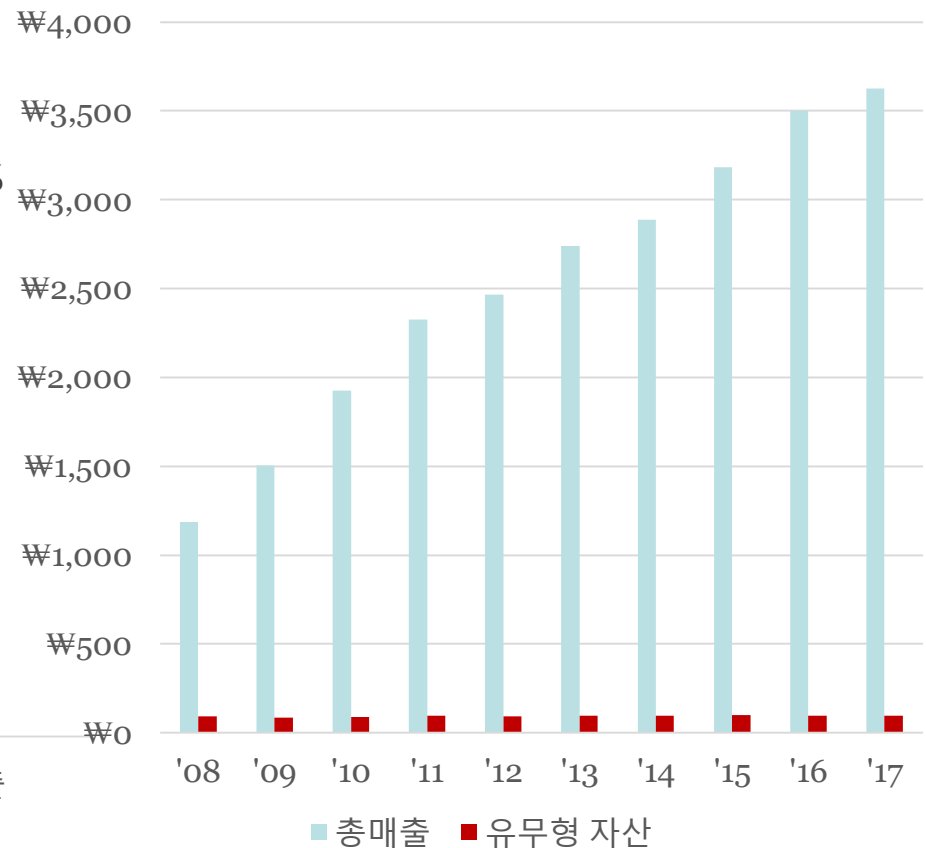
**현대홈쇼핑의 경우, 순운전자본 (매출채권+재고자산-매입채무)가 마이너스이므로 순운전자본 제외하고 계산

현대홈쇼핑의 핵심본업은 운영 및 성장을 위해 매우 적은 자본만을 필요로 함

별도기준 현대홈쇼핑의 순매출 대비 영업이익 및 자본투자 ('08년부터 '17년까지 평균)



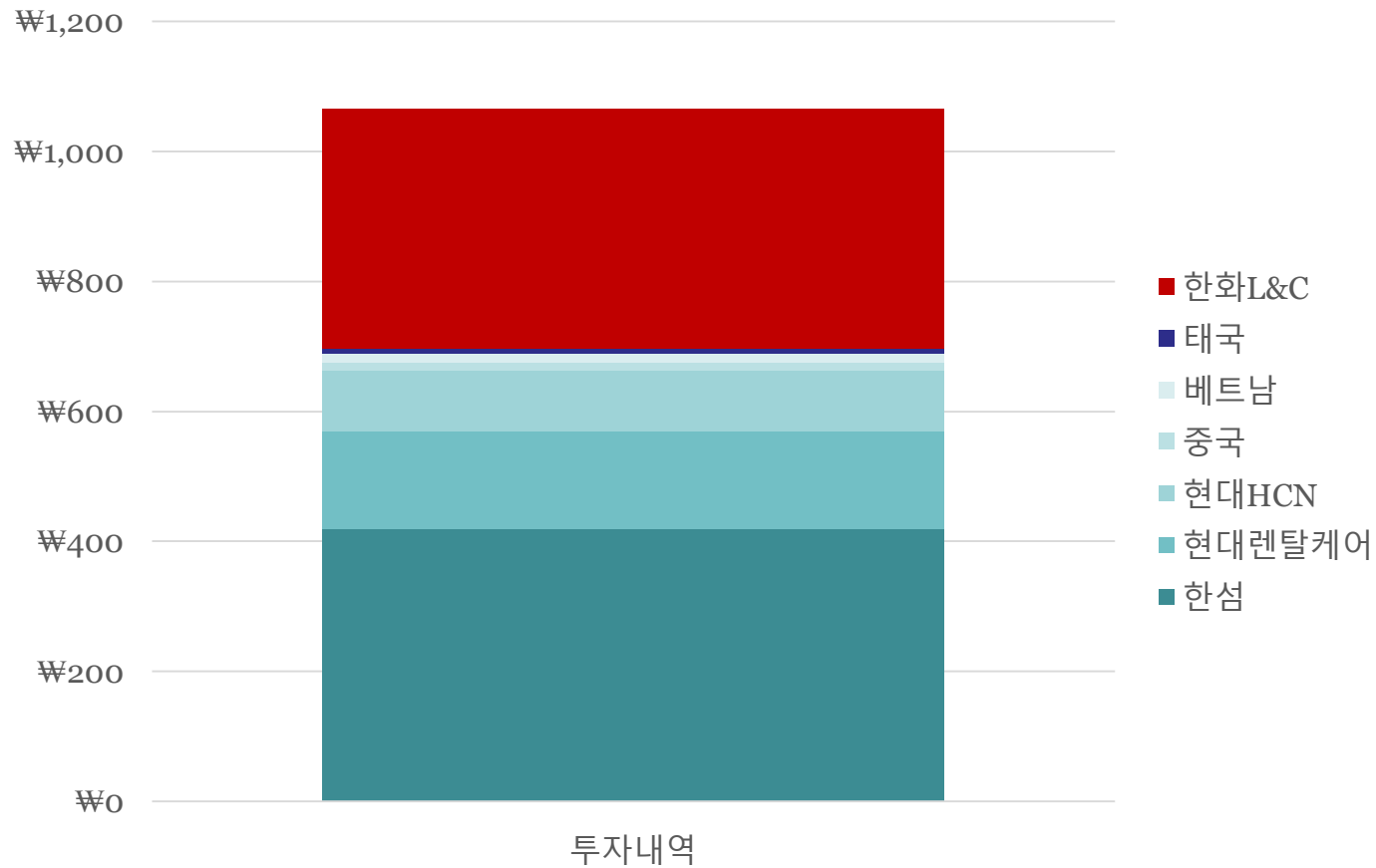
별도기준 현대홈쇼핑의 총매출과 유무형 자산 비교 (십억원)



출처: Bloomberg; 금융감독원 DART - 사업보고서; 현대홈쇼핑 IR 자료

2012년 이후, 현대홈쇼핑은 약 1조원 이상을 비핵심사업에 투자함

현대홈쇼핑의 비핵심사업 투자 (십억원)



출처: 금융감독원 DART - 사업보고서 및 공시자료

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

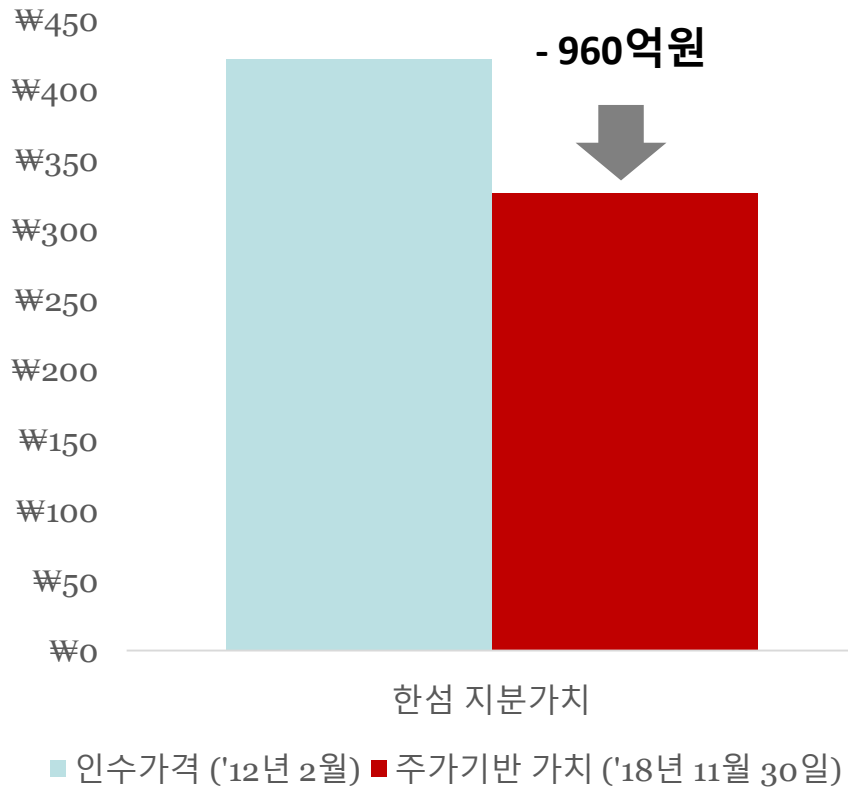


가치 파괴!

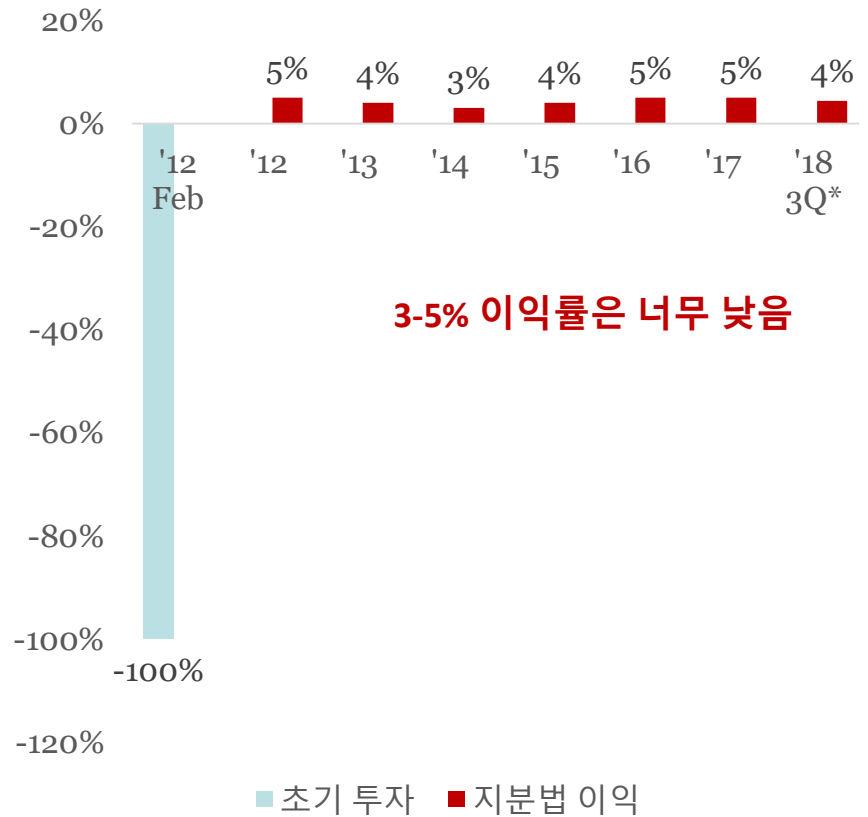
*현대홈쇼핑과 1:1 콜 진행 시 몇 차례 언급됨; 계열사인 현대백화점 또한 투자 목표수익률이 ROE기준 5% 내외인 것으로 언급

현대홈쇼핑의 한섬 지분 35% 인수는 성과가 미미함

인수 7년 후, 시장가치 약 960억원
(23%) 손실



지분 인수가격 대비 지분법 이익률은
연간 약 3-5%임

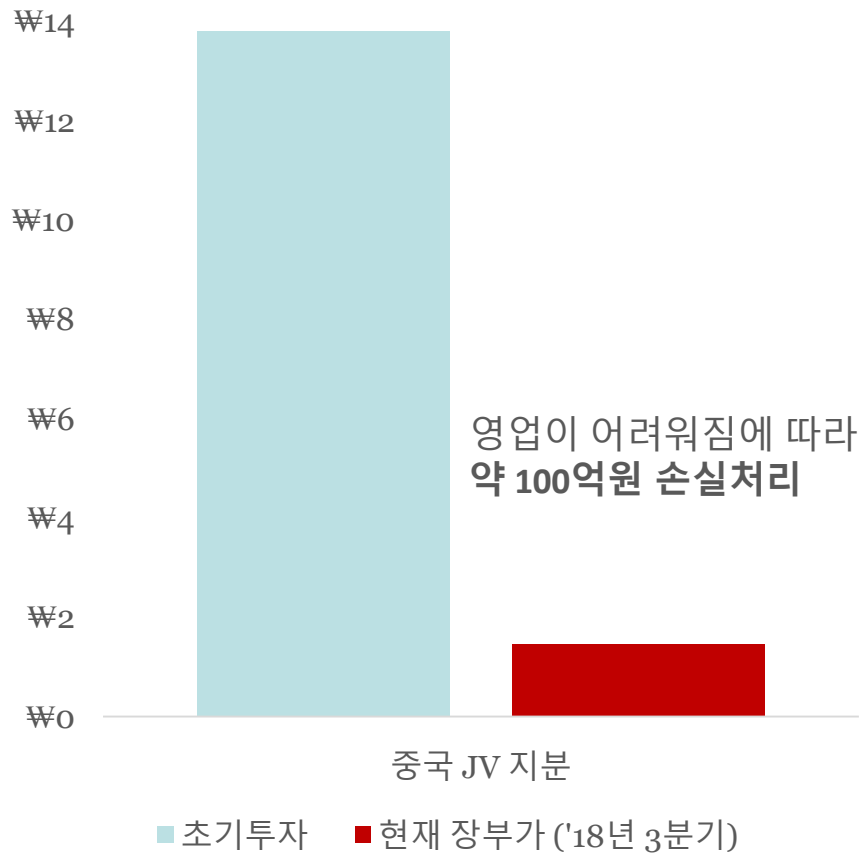


출처: Bloomberg; 금융감독원 DART - 사업보고서 등

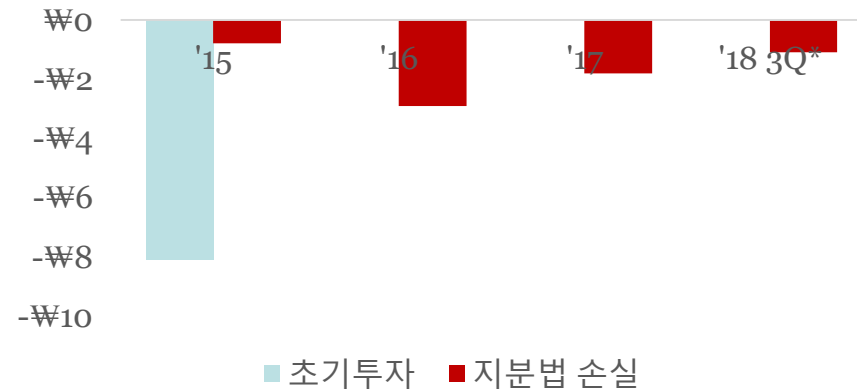
*누적

현대홈쇼핑은 중국 조인트벤처 사업을 90% 손실처리해야 했으며 태국과 베트남 조인트벤처 사업에서도 손실을 보고 있음

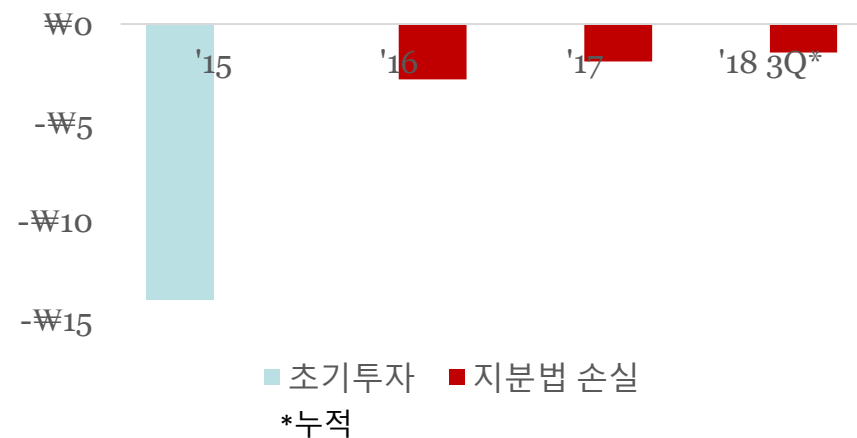
현대홈쇼핑 중국 JV (십억원)



태국 JV 지분법 손실 (십억원)



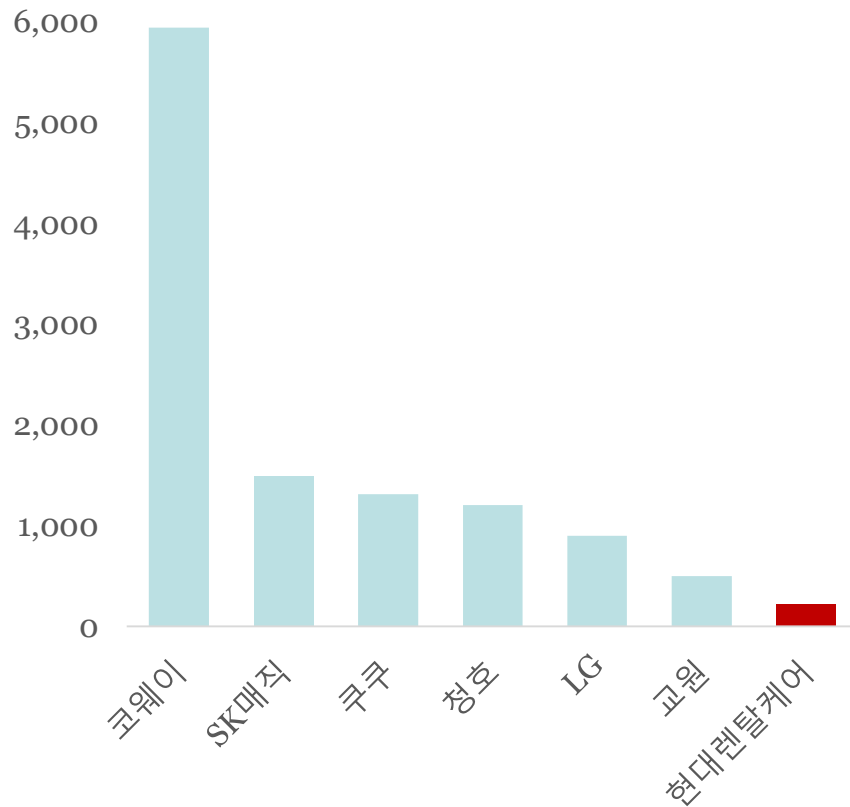
베트남 JV 지분법 손실 (십억원)



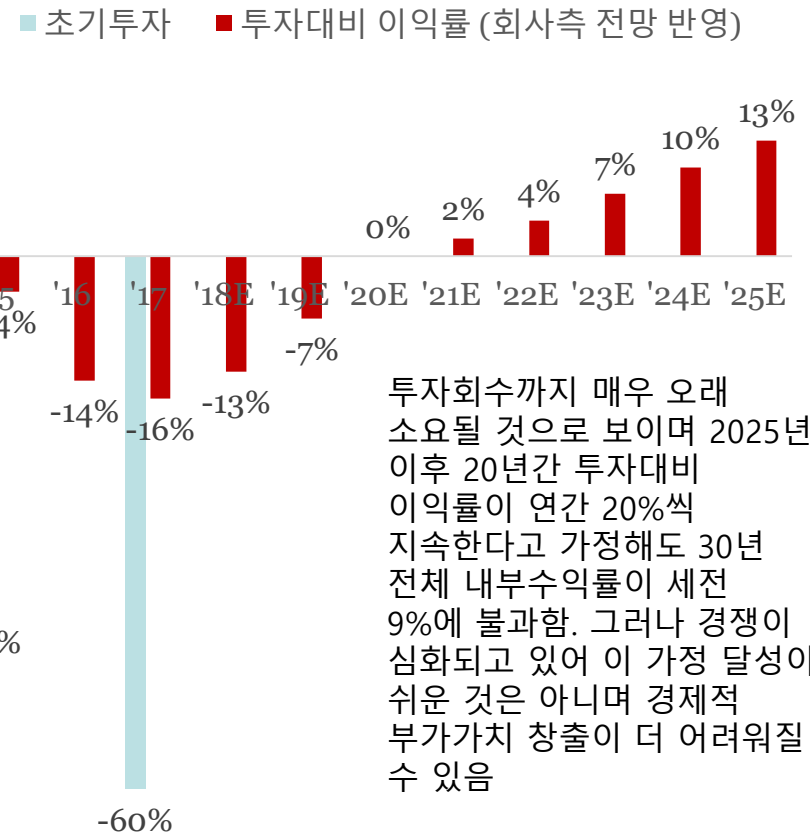
출처: 금융감독원 DART - 사업보고서 등

현대렌탈케어에 1,500억 투자 - 세전 IRR*은 9%에 불과할 것으로 추정

국내 렌탈 계정 수
(‘18년 3분기 기준, 천개)



현대렌탈케어 투자 대비 이익률 추정



투자회수까지 매우 오래 소요될 것으로 보이며 2025년 이후 20년간 투자대비 이익률이 연간 20%씩 지속한다고 가정해도 30년 전체 내부수익률이 세전 9%에 불과함. 그러나 경쟁이 심화되고 있어 이 가정 달성이 쉬운 것은 아니며 경제적 부가가치 창출이 더 어려워질 수 있음

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

*낙관적인 가정에 기초한 내부수익률

현대홈쇼핑은 약 3,680억원에 한화L&C 지분 100%를 인수: 인수가격은 높은 것으로 보임

인수가격은 동종업체 비교 시 높은 것으로 보임
추정 기업가치 평가 비교
(‘18년 3분기말 주가와 KCC, LG하우시스의
경우, ’18년 3분기까지 최근 4분기 실적 기준)

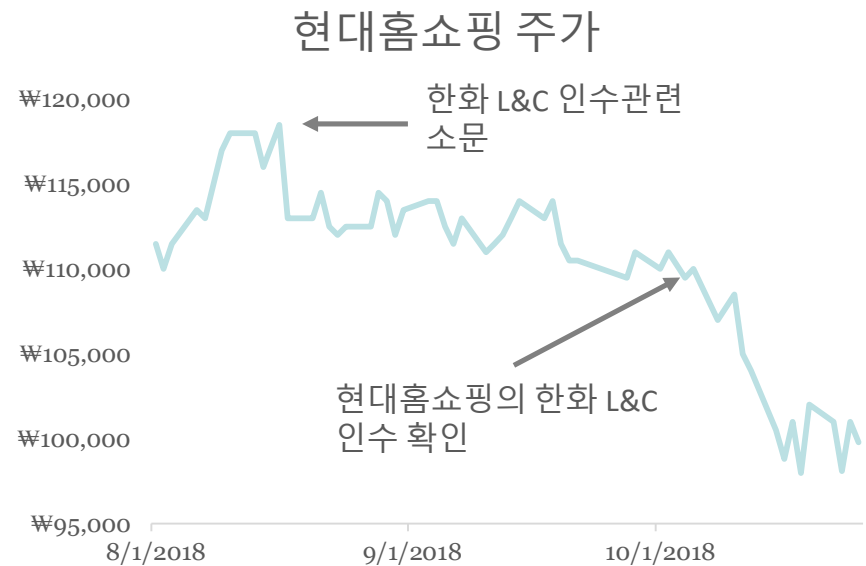
	한화L&C	KCC	LG하우시스
PB ('17)	2.6x	0.5x	0.7x
EV/EBITDA ('18E)	10.5x	0.3x	7.9x

출처: 현대홈쇼핑 IR; Bloomberg; 금융감독원 DART – 사업보고서 및 공시자료; Dalton 분석; Invest Chosun; The Bell

현대홈쇼핑 주가는 한화L&C 인수 소식에 하락

한화L&C의 운용자본이익률은 현대홈쇼핑 및 계열사들에 비해 낮음
(운용자본이익률* 추정)

	'15	'16	'17
한화 L&C	11%	7%	5%
현대홈쇼핑** (별도 기준)	84%	104%	117%
현대그린푸드** (별도 기준)	15%	17%	13%
현대리바트	13%	11%	10%
현대HCN	18%	21%	22%



“한화L&C 인수에 대해선 부정적... 현대홈쇼핑의 주주 입장에서서는 부정적이라 판단한다.”

유안타 증권

“저희는 한화L&C와 같이 건자재를 내부에서 제조하지 않습니다. 저희는 내부에서 제조할 계획이나 건자재 업체를 인수할 계획이 없습니다.”

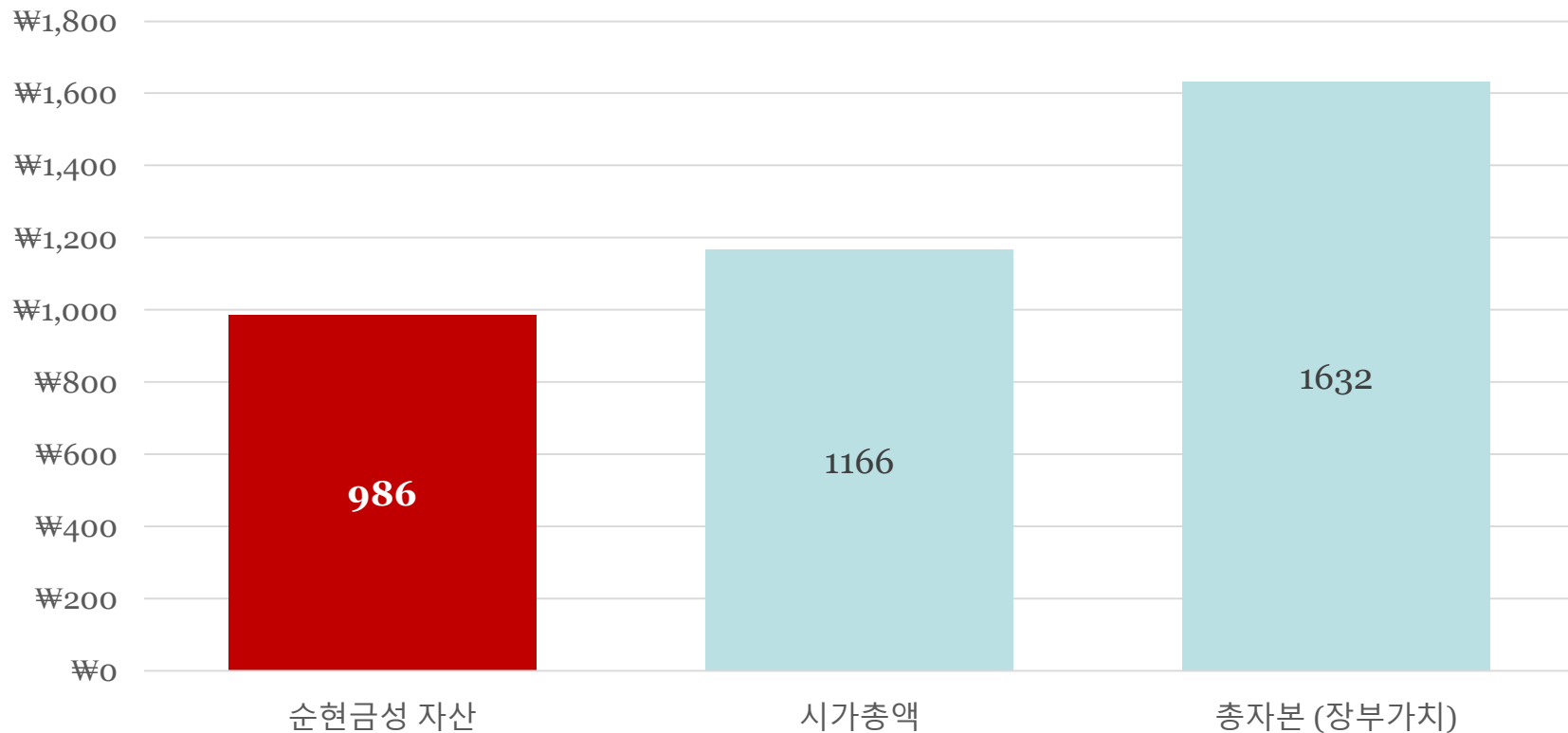
한샘 (현대리바트가 속한 산업의 리더)

출처: Bloomberg; 금융감독원 DART - 사업보고서
다른 연결사업이 많아 별도 기준 계산

*운용자본이익률은 pg. 12 참고 **현대홈쇼핑과 현대그린푸드는 성격이

현대홈쇼핑은 많은 현금을 보유함

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

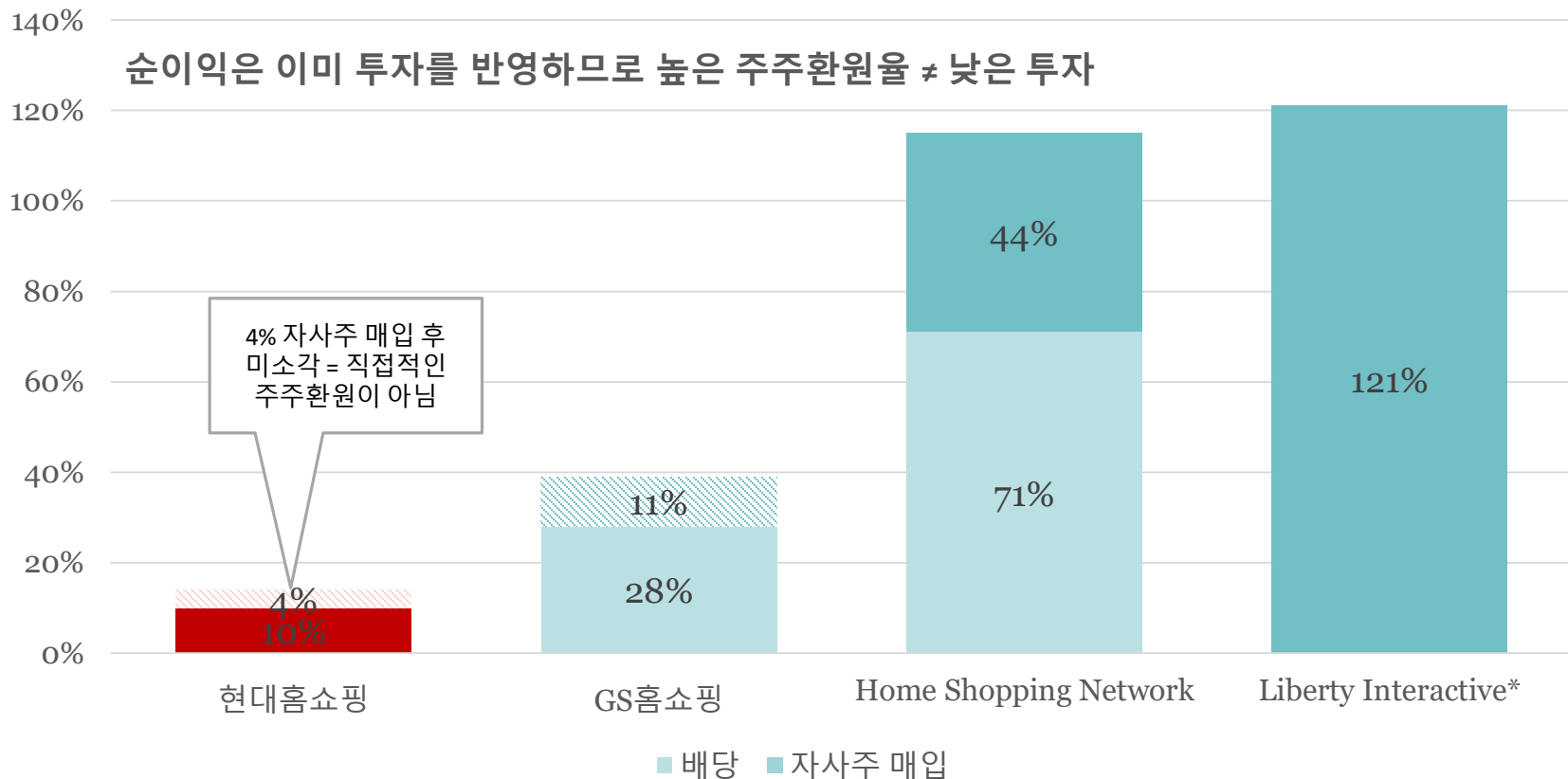


출처: Bloomberg; 금융감독원 DART - 분기보고서
현대 HCN 순현금성 자산에 대한 35% 지분가치 포함; 최근 진행된 한화 L&C 인수금액 3,680억은 제외되지 않음

*현금, 단기금융자산, 시장성 있는 매도가능금융자산, 자사주, 차입금 및

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)



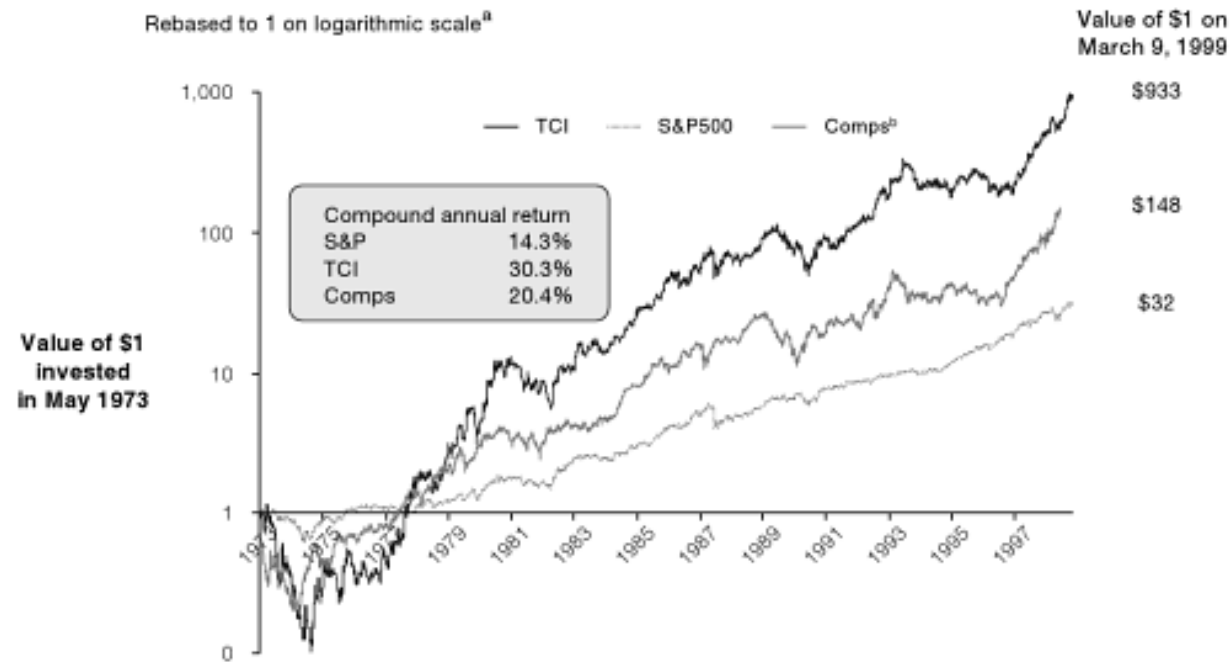
출처: Bloomberg

*Qurate Retail로 사명 변경

니와 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

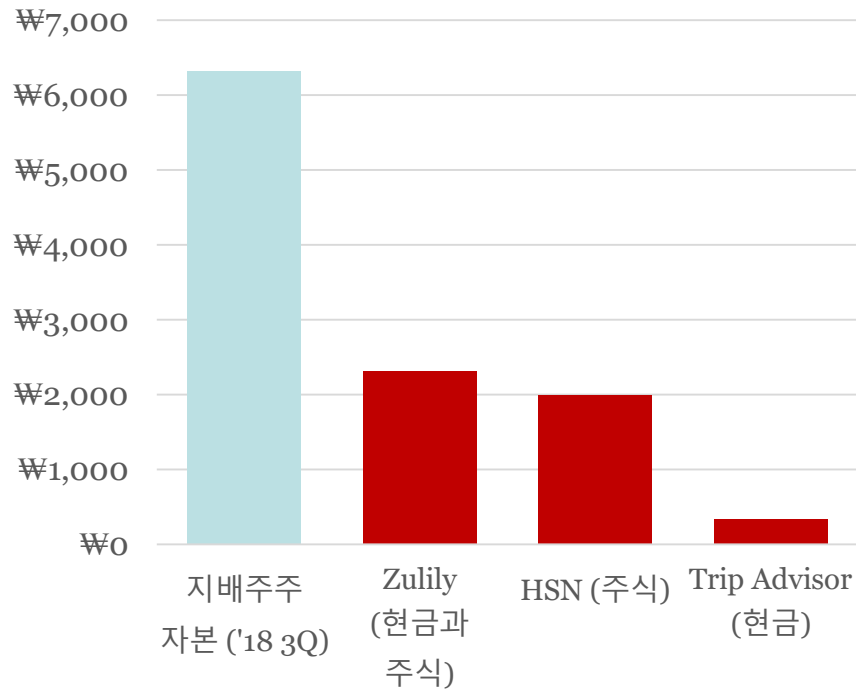


출처: Center for Research in Security Prices (CRSP); TCI 연차보고서
TCI는 1999년 AT&T에 의해 인수됨

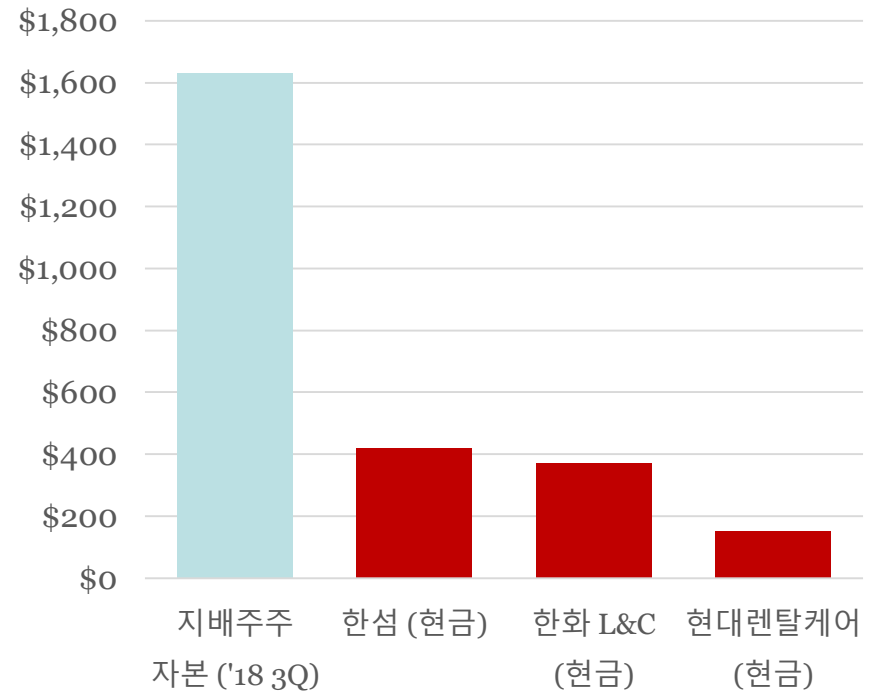
*존 말론은 1973년부터 1996년까지 TCI의 CEO를 역임함,

높은 주주환원율이 적은 투자를 뜻하는 것은 아님

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



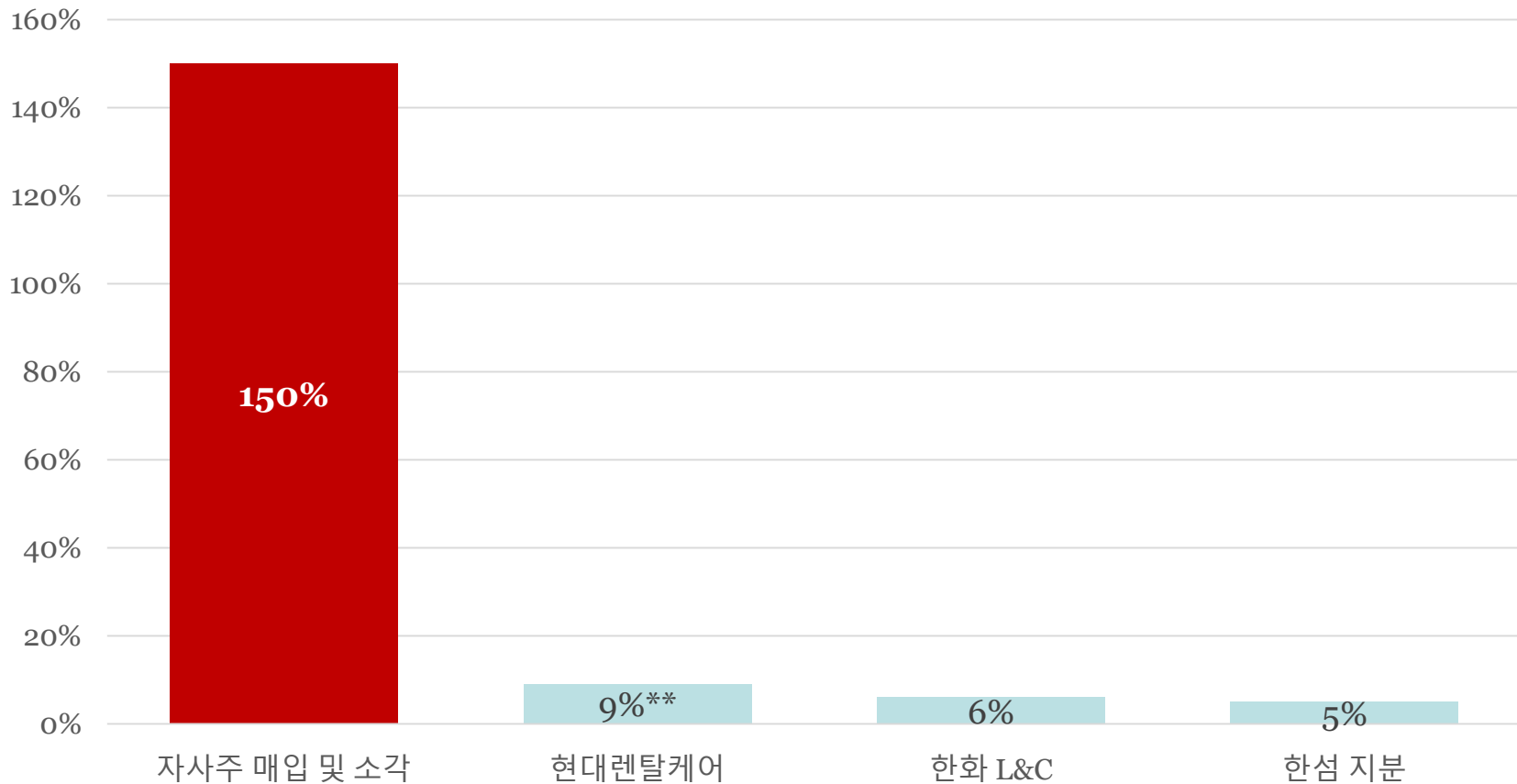
현대홈쇼핑 주요 투자내역 (2010년부터 2018년까지, 십억원)



출처: Bloomberg; 금융감독원 DART - 사업보고서

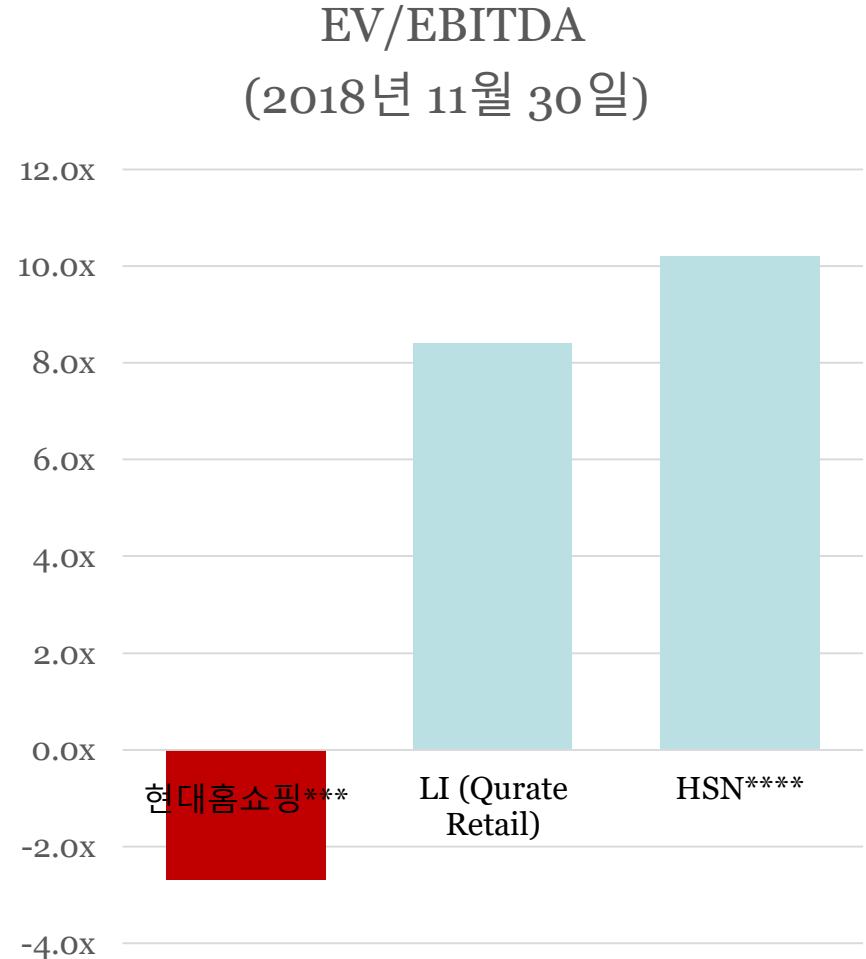
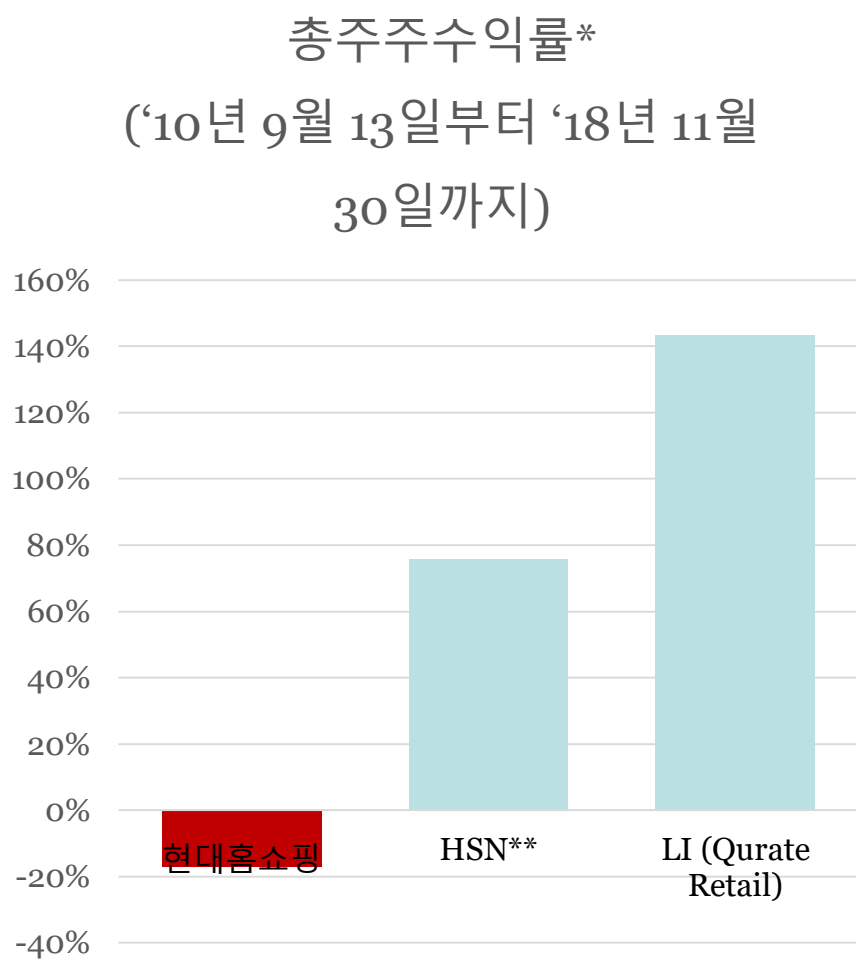
Dalton의 자사주 매입 (및 소각)에 따른 투자수익률 추정

추정 투자대비 이익률*



출처: 금융감독원 DART - 사업보고서 등 *본 프레젠테이션에 제시된 방법에 따라 추정. 한화 L&C는 2019년 이익 예상치에 따른 추정치이며 한섬 지분은 현재 지분법이익률에 따른 추정임 **세전 내부수익률

현대홈쇼핑의 부적절한 자본배분이 저조한 주식 성과를 야기?



출처: Bloomberg *배당금 주식에 재투자 가정 **2017년 12월 29일까지만 적용. 2018년 1월 2일 니에 인수됨 ***별도기준으로 모든 순현금성 자산 그리고 지분가치 등을 차감해서 기업총가치를 구함 ****2017년 9월 30일 기준. 2018년 1월 2일 니에 인수되어 데이터 부재

증권사 리서치도 이러한 견해를 뒷받침하는 것으로 보임

현대홈쇼핑에 대한 국내 증권사 언급 내용

**“본업과 시너지 발생 가능성이 크지 않아 보이는
인테리어 회사 인수를 발표함에 따라 주가는 약세 흐름을
보였다.”**

2018년 11월
유진투자증권

**“실질P/E[(시가총액-순현금-자회사 가치)/순이익] -
1.3배로 극단적인 저평가 상태”**

2018년 11월
현대차투자증권

**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

**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

“현대홈쇼핑 주주환원 증대도 고려해야...”

2018년 2월
현대차투자증권

**“동사 시가총액의 50%에 이르는 순현금 규모 대비 1)
구체적인 주주환원 정책의 부족, 2) 동사 인수기업의
부진한 영업성과 및 본업과의 시너지 부족을 고려하여
순현금에는 50%의 디스카운트를 적용했다.”**

2017년 8월
유안타증권

**“현대렌탈케어 영업 부진과 주주환원정책 강화 개선
필요성”**

2017년 3월
삼성증권

목차

- 배경: 가치는 어디로 사라졌나요?
- 근본원인: 미흡한 자본배분
- **저희의 제안**

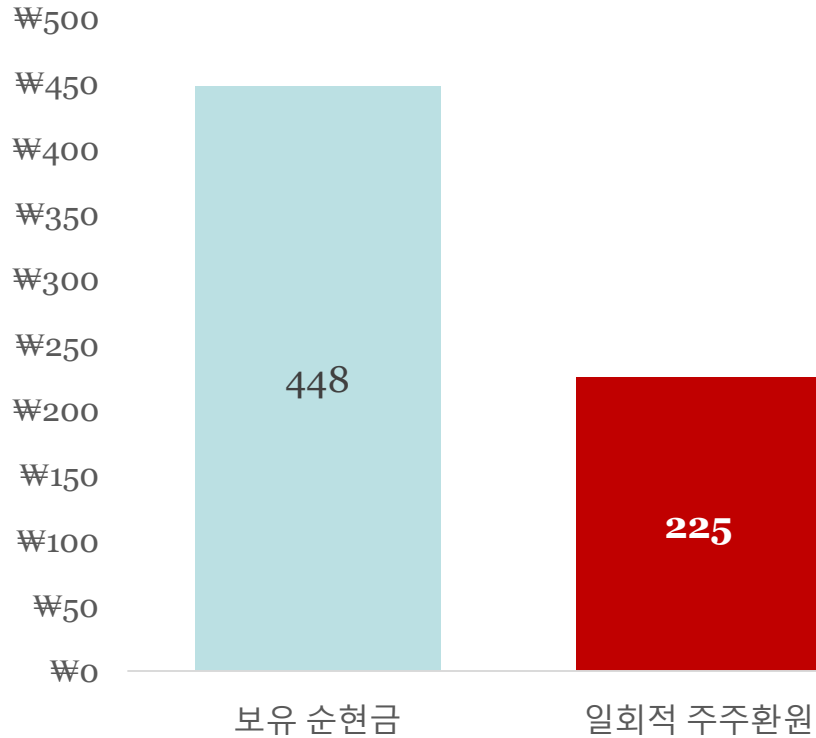
현대홈쇼핑에 드리는 제안

I. 자사주 매입 및 소각 (우선순위) 또는 배당 증대

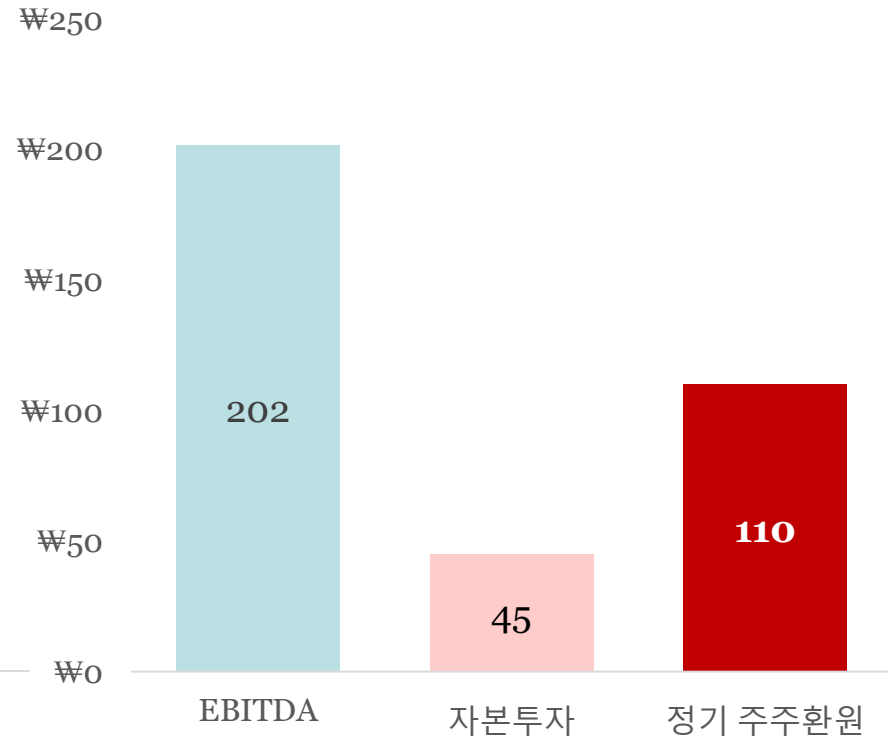
- 현대홈쇼핑과 사실상 자회사에 가까운 현대HCN 각각 현재 보유 순현금성 자산의 절반 수준인 **약 2,250억 및 1,850억씩** 일회적 특별 주주환원
 - 현대홈쇼핑은 약 2,250억원 환원해도 약 2,250억원의 순현금성 자산이 남을 것으로 보이며 매년 약 2,000억원의 영업현금흐름 창출 예상
 - 현대HCN은 약 1,850억원 환원해도 약 1,850억원의 순현금성 자산이 남을 것으로 보이며 매년 약 950억원의 영업현금흐름 창출 예상
 - 현대홈쇼핑은 현대 HCN의 지분 약 38% 보유로 최대주주이며 다른 현대백화점그룹 계열사 등이 약 30% 지분 추가 보유
 - 현대 HCN 1,850억원 주주환원 시, 현대홈쇼핑 몫은 약 700억원 추정
- 현대홈쇼핑과 현대HCN 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

현대홈쇼핑은 충분히 약 2,250억원의 일회성 주주환원과 60-80% (순이익 대비) 정기 주주환원 (약 1,100억원) 할 수 있음

현대홈쇼핑 별도기준 추정
순현금성 자산과 추천 일회적
주주환원 비교 (십억원)



현대홈쇼핑 연결기준 추정
EBITDA, 자본투자 및 추천 정기
주주환원 비교 (십억원)

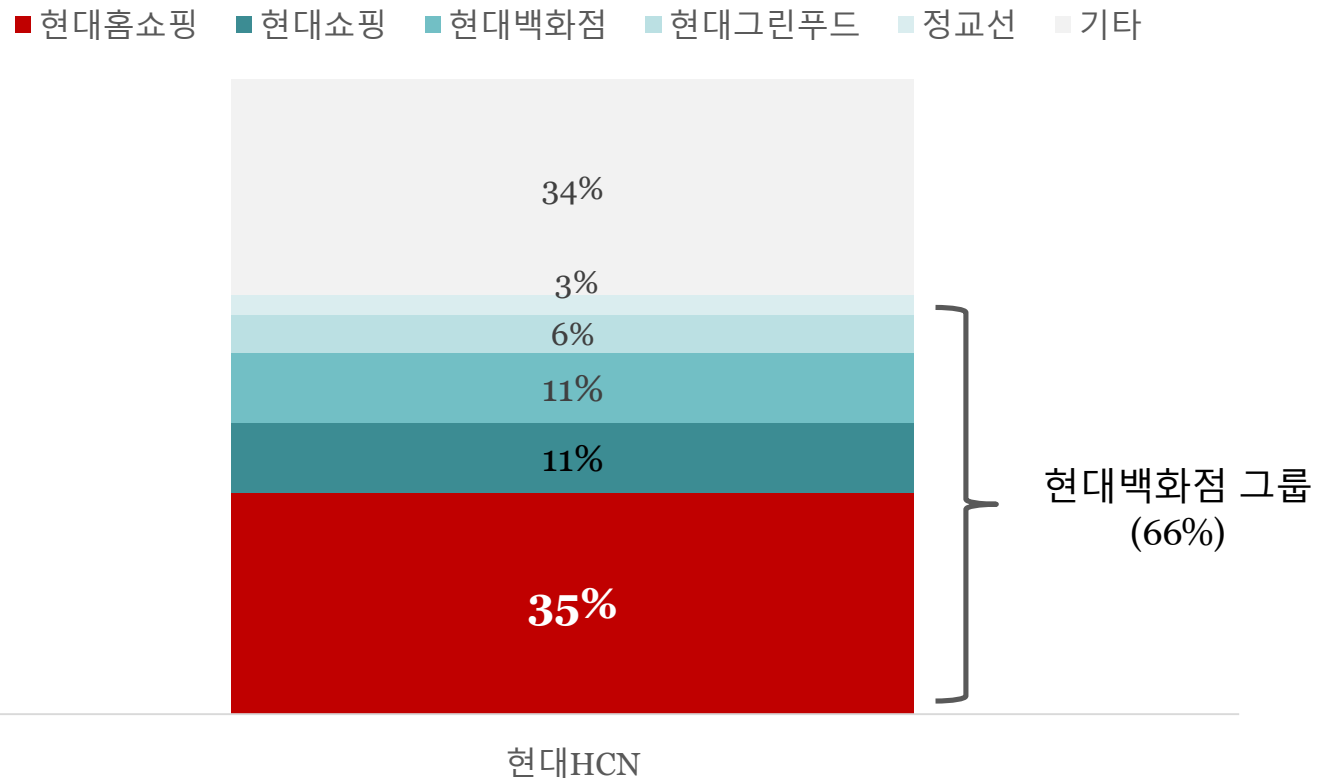


출처: Bloomberg; 금융감독원 DART - 분기보고서; Dalton 추정

*법인세, 이자, 감가상각비 차감전 영업이익

현대홈쇼핑은 현대HCN의 최대주주임

현대HCN 주주구성
(2018년 9월 30일 기준)*



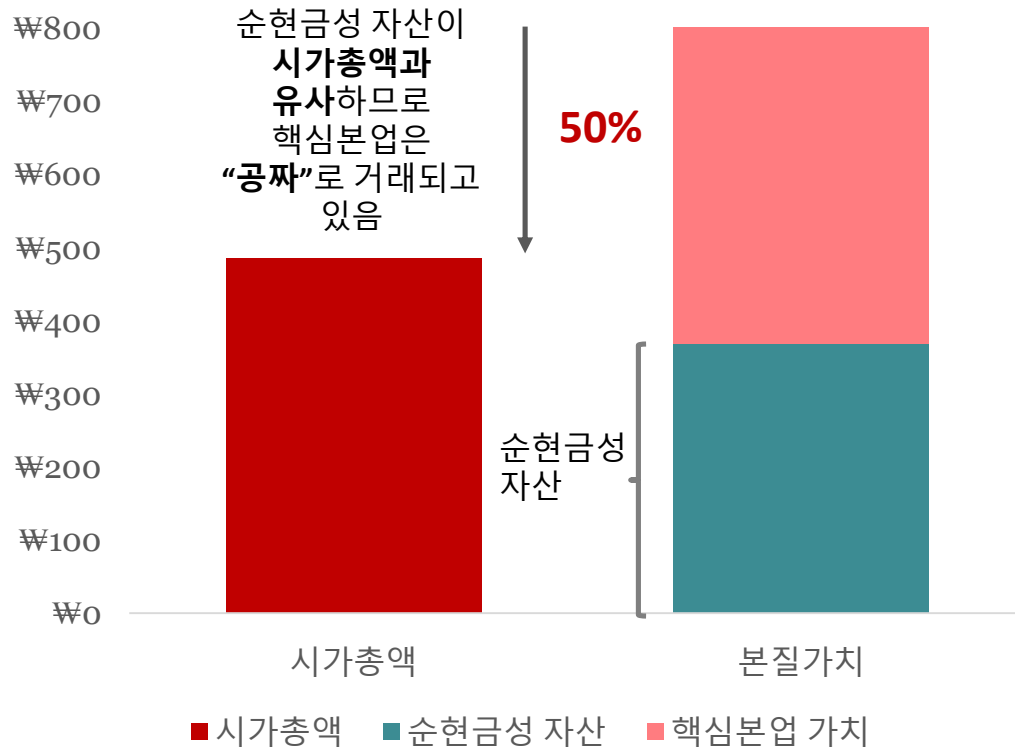
출처: 금융감독원 DART - 분기보고서

*2018년 12월 31일 기준 현대HCN에 대한 현대홈쇼핑의 지분율은 약 38%로 증가

현대HCN 또한 많은 순현금성 자산을 보유하고 있으며 매우 저평가됨

현대HCN 시가총액과 추정 본질가치 비교

(2018년 11월 30일 기준, 십억원)

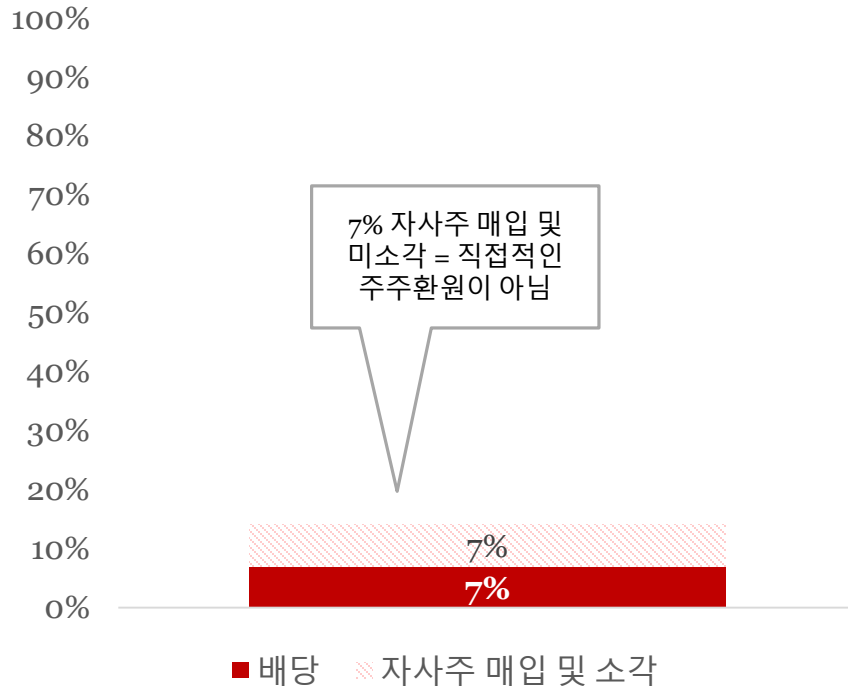


- 순현금성 자산 (약 3,680억원)
 - 현금 (80억), 유동 금융자산 (3,480억), 자사주 (120억)
- 핵심본업 (5,200억)
 - 130만 가입자 및 가입자당 40만원 가치 적용
 - 이는 '17년 잉여현금흐름의 약 9배

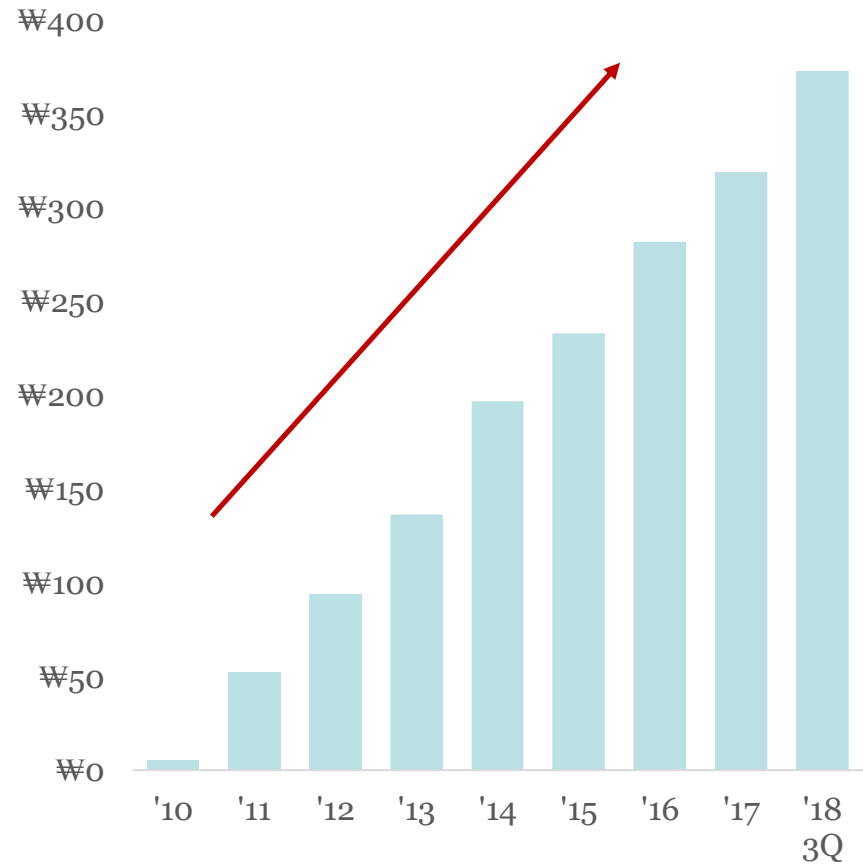
출처: Bloomberg; 금융감독원 DART - 분기보고서

현대HCN은 주주환원을 안 하고 현금을 쌓아놓기만 함

현대HCN 평균 연간
총주주환원율
(‘10년부터 ‘17년까지)



현대HCN 순현금 (십억원)

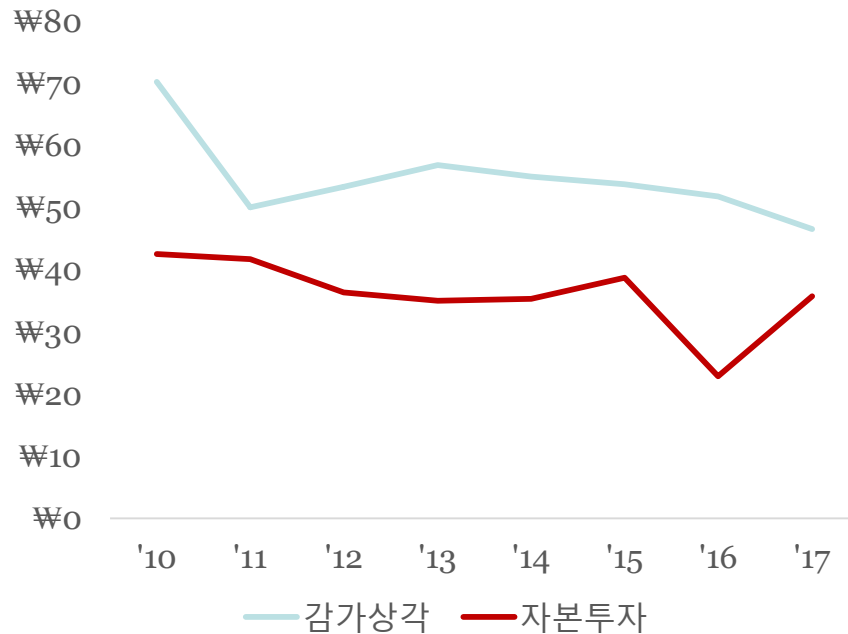


출처: Bloomberg

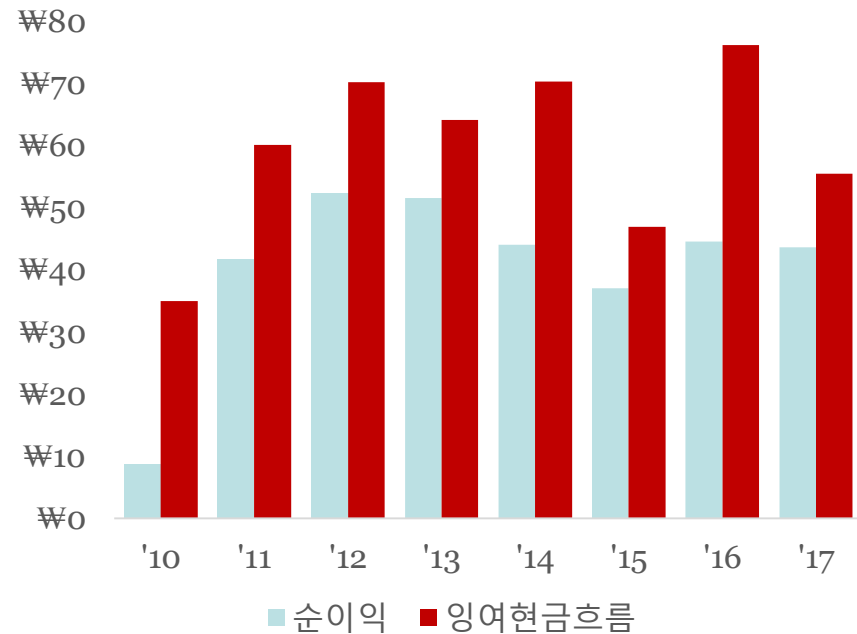
현대HCN의 잉여현금흐름은 순이익보다 높았음

- 케이블 사업은 초기에 자본투자가 많고 이후 잉여현금흐름이 증가하는 경향이 큼

현대HCN 자본투자와 감가상각
비교 ('10년부터 '17년까지,
십억원)



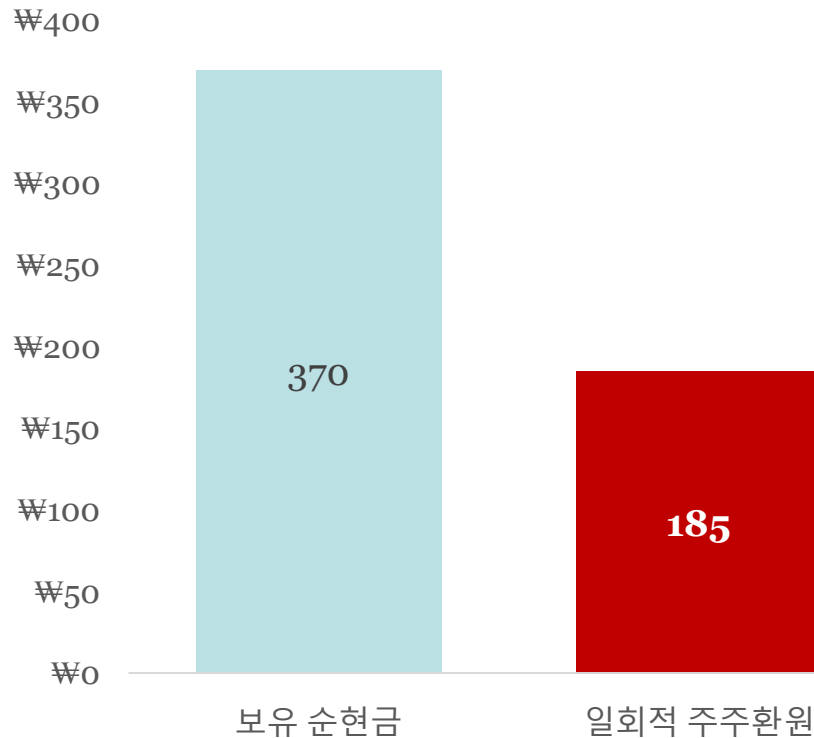
현대HCN 잉여현금흐름과
순이익 비교 ('10년부터
'17년까지, 십억원)



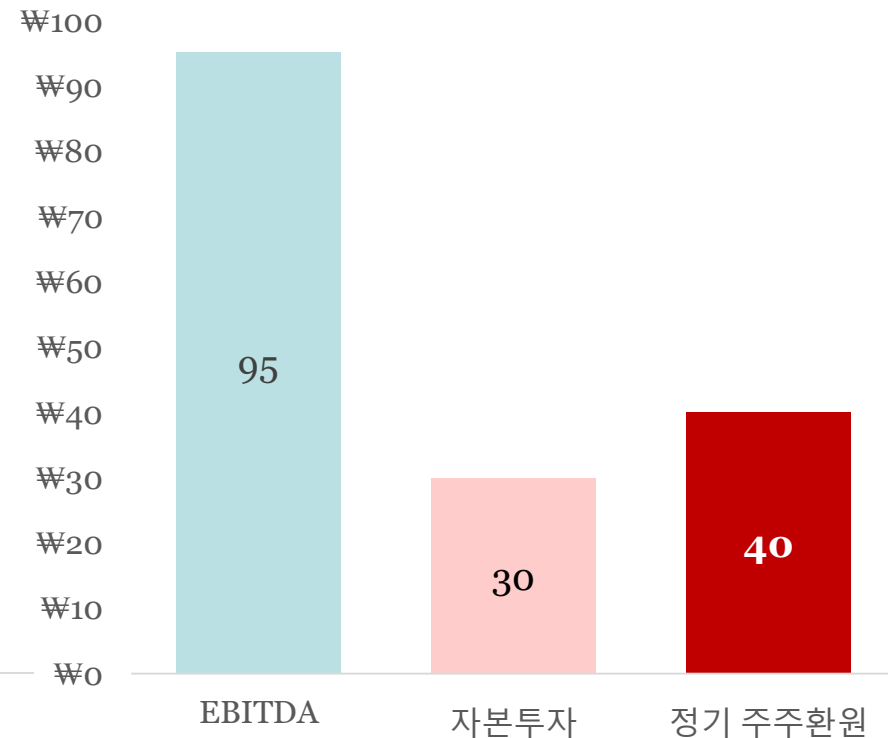
출처: Bloomberg

현대HCN은 충분히 약 1,850억원의 일회성 주주환원과 80-100% (순이익 대비) 정기 주주환원 (약 400억원)을 할 수 있음

현대HCN 추정 순현금성 자산과
추천 일회적 주주환원 비교
(십억원)



현대HCN 추정 EBITDA, 자본투자
및 추천 정기 주주환원 비교
(십억원)



출처: Bloomberg; 금융감독원 DART - 분기보고서; Dalton 추정

* 법인세, 이자, 감가상각비 차감전 영업이익

현대홈쇼핑에 드리는 제안

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

주주가치가 지속 하락했음에도 현대홈쇼핑 경영진의 보수는 유지됐거나 상승했음



출처: Bloomberg; 금융감독원 DART - 사업보고서 등

현대홈쇼핑 경영진의 보수구조는 미국 동종업체인 Qurate Retail과 매우 다름

Qurate Retail (전 LI) 경영진의 보수내역

Name and Principal Position (as of 12/31/17)	Year	Salary (\$) ⁽¹⁾	Bonus (\$)	Stock Awards (\$) ⁽²⁾	Option Awards (\$) ⁽³⁾⁽⁴⁾	Non-Equity Incentive Plan Compensation (\$)	Change in Pension Value and Nonqualified Deferred Compensation Earnings (\$) ⁽⁵⁾	All Other Compensation (\$) ⁽⁶⁾⁽⁷⁾⁽⁸⁾	Total (\$)
Gregory B. Maffei President and Chief Executive Officer	2017	1,059,227	—	2,292,619	41,792,609 ⁽¹¹⁾	2,500,933	—	164,368 ⁽⁹⁾⁽¹⁰⁾	47,809,756
	2016	1,045,739	—	1,969,633	8,064,242	2,006,909	—	186,194 ⁽⁹⁾	13,272,717
	2015	960,750	—	5,928,866	3,626,072	3,981,886	—	370,418 ⁽¹⁰⁾	14,867,993
Richard N. Baer Chief Legal Officer	2017	432,179	—	706,695	1,462,847 ⁽¹¹⁾	619,045	—	16,226 ⁽¹¹⁾	3,236,992
	2016	327,307	—	—	4,415,468	372,379	—	11,057	5,126,211
	2015	437,622	—	—	—	768,167	—	15,701 ⁽¹⁰⁾	1,221,490
Mark D. Carleton⁽¹²⁾ Chief Financial Officer	2017	223,253	—	527,625	779,982 ⁽¹¹⁾	361,418	7,285	11,076 ⁽¹¹⁾	1,910,639
	2016	127,147	—	1,630,734	—	145,058	4,434	5,655 ⁽¹⁰⁾	1,913,028
	2015	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Michael A. George President and Chief Executive Officer, QVC, Inc.	2017	1,250,000	—	4,262,063	—	2,000,000	—	171,432 ⁽¹³⁾	7,683,495
	2016	1,254,788	—	4,075,940	—	—	—	97,707 ⁽¹⁴⁾	5,428,435
	2015	1,125,509	—	—	17,474,524	1,000,000	—	100,512 ⁽¹⁵⁾	19,700,545
Albert E. Rosenthaler Chief Corporate Development Officer	2017	339,344	—	527,625	1,313,221 ⁽¹¹⁾	491,351	—	12,058 ⁽¹¹⁾	2,683,599
	2016	336,031	—	1,630,734	—	380,024	—	16,689 ⁽¹⁴⁾	2,363,478
	2015	464,860	—	—	6,302,802	822,513	—	17,271	7,607,447



Qurate Retail의 경영진들은 총보수의 50% 이상을 주식 관련 보상으로 제공받고 있는 것으로 보임

출처: Qurate Retail Definitive Proxy Statement

현대홈쇼핑에 드리는 제안

III. 경영진 성과를 주로 “경제적 부가가치”에 초점을 두고 평가

경영진의 성과는 주주가치 창출 정도에 따라 평가되어야 함

현대홈쇼핑 사업보고서에 기재된 Profit Sharing 산정 방법

PS:

...경영성과인 관리 세후이익의
변동에 따라 연간 지급율 등이 상이할 수 있음...

현대홈쇼핑



“경제적 부가가치”에 기반해야 함

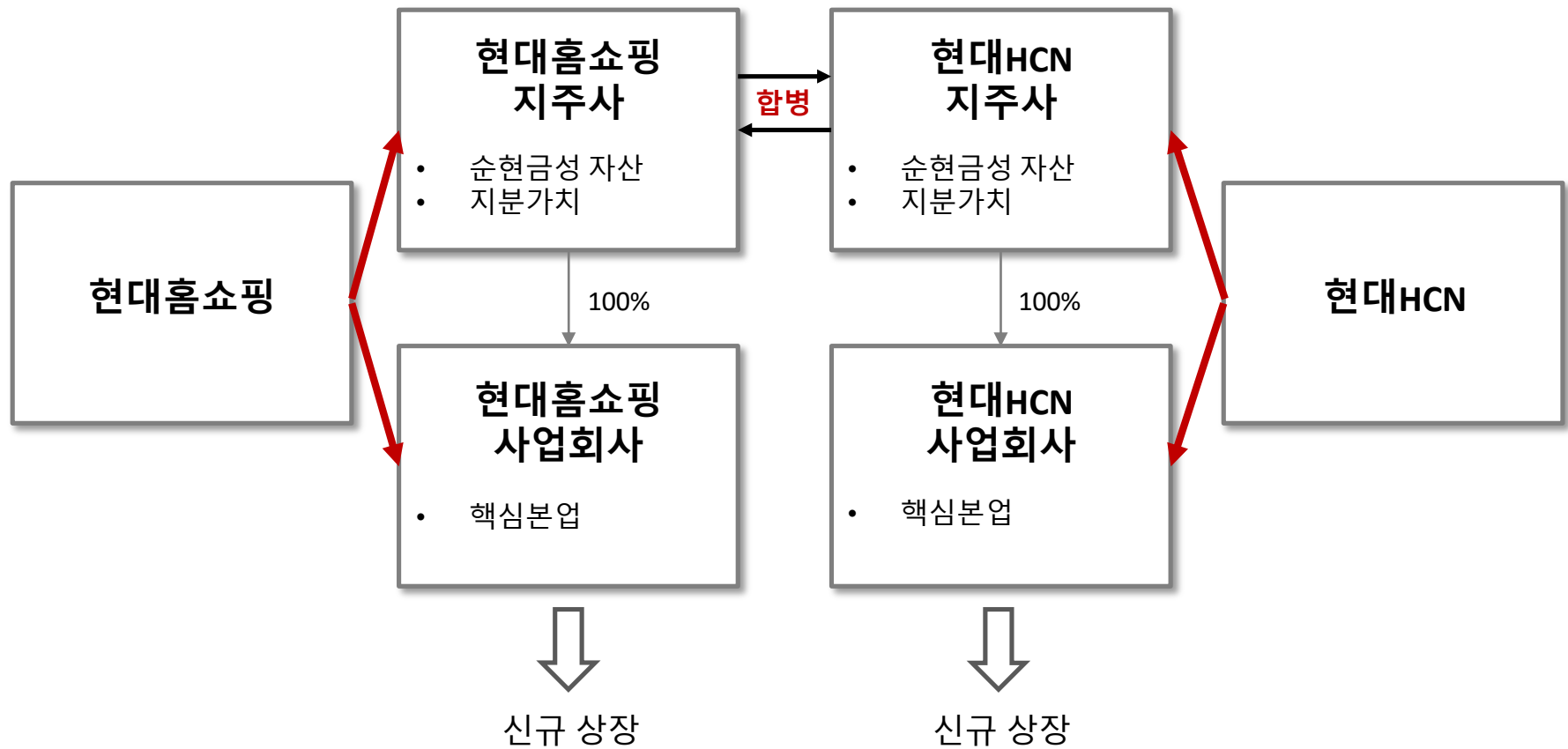
경제적 부가가치 = 투자자본 x (자본이익률 - 자본비용률)

출처: 금융감독원 DART - 사업보고서

현대홈쇼핑에 드리는 제안

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

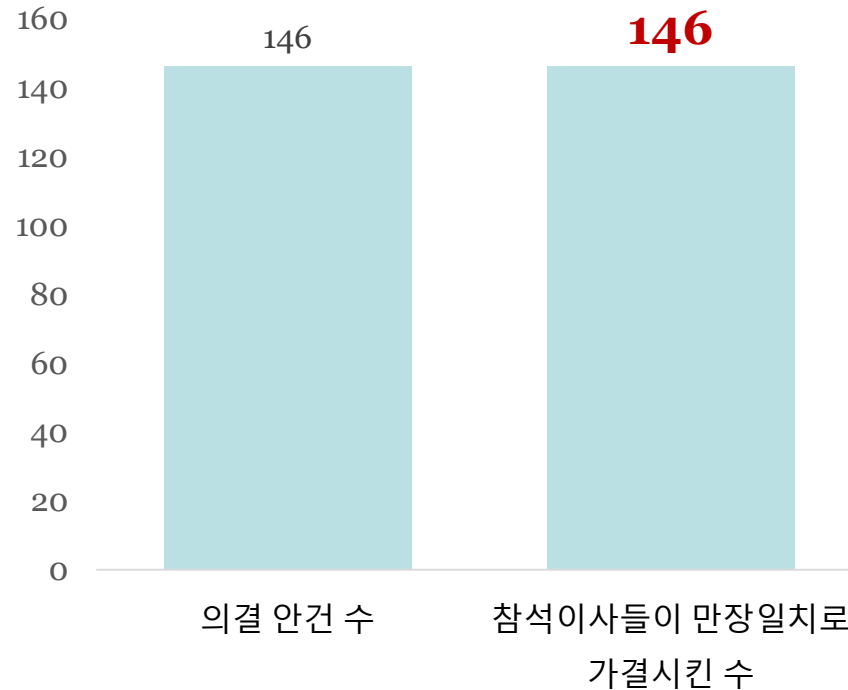
현대홈쇼핑과 현대HCN 구조변경 예시



현대홈쇼핑의 사외이사들은 이사회 의결 안건 중 단 한건도 반대하지 않은 것으로 보임

2010년 이후로 모두 만장일치 찬성

현대홈쇼핑 의결 안건 중 참석 사외이사들이
만장일치로 가결한 안건 수 추정 (2010년부터
2018년 3분기까지)



출처: 금융감독원 DART - 사업보고서

이제는 주주가치 향상을 위해 변화할 때임

저희의 제안들(I 부터 IV)은 모든 주주들의 가치를 크게 증대시키는 것을 목표로 하고 있습니다.

*“There are two ways to do something.
The right way, and again.”*

Unknown