

주주공개서신

수신: 주식회사 현대홈쇼핑 대표이사 강찬석

서울시 강동구 천호동 올림픽로70길 34

발신: 밸류파트너스자산운용(주)

서울특별시 영등포구 국제금융로8길 27-9, 410호(여의도동, 동북빌딩)

현대홈쇼핑 이사회 이사 및 경영진께

안녕하십니까? 밸류파트너스자산운용은 펀드와 일임계좌를 통해 현대홈쇼핑 주식을 보유한 주주임을 밝혀드립니다. 밸류파트너스자산운용은 현대홈쇼핑 주주로서 다음과 같은 주주관여활동을 계속 해왔습니다.

1. 2016.12.02: A4용지 4페이지 분량 주주서신 발송: 주요내용 - 합리적인 자본배분(Capital allocation)정책을 실시하여 ROE를 높은 수준으로 유지할 것을 제안
2. 2017.03.08: A4용지 2페이지 분량 주주서신 발송: 주요내용 - 합리적인 자본배분(Capital allocation)정책을 실시하여 ROE를 높은 수준으로 유지/현대렌탈케어 사업을 중단 혹은 매각하고/현대HCN 지분 추가매입과 관련하여 주주가치 훼손금지/홈쇼핑 사업에 대한 견해/ROE를 경영진의 성과평가 지표로 설정할 것 등을 요청
3. 2017.08.24: A4용지 7페이지 분량 주주서신 발송: 주요내용 - 합리적인 자본배분(Capital allocation)정책 정책을 실시하여 ROE를 높은 수준으로 유지할 것을 제안
4. 2018.01.18: 이사회 의사록 열람 및 등사 청구
5. **2018.08.21: A4용지 8페이지 분량 주주서신 발송: 주요내용 (첨부 참조) -** 상장사 경영진의 신의성실의무/High ROIC사업=High Quality사업모델인데 불합리한 Capital allocation으로 주주가치 파괴시켜/현대홈쇼핑을 매각한다면(내재가치 산정)/홈쇼핑사들의 Capital allocation정책 사례 및 비교-경영진의 정책이 주주가치 창출과 파괴로 이어져/워런버핏의 사례/ROE는 낮아지는데 CEO보수는 너무 높아

이번 서신을 통해 다음과 같은 요청을 재차 드립니다.

1. 합리적 자본배분(Capital allocation)정책 실시 – 자사주 매입소각 및 배당 증대

영업활동과 보수적인 설비투자(투자활동)를 통해 창출한 잉여현금흐름을 합리적인 **Capital allocation 정책**으로 **ROE(Return On Equity)**를 높은 수준으로 유지할 것을 재차 제안합니다. 특히 내재가치보다 지나치게 낮은 주가에서는 최대한 많이 자사주를 매입하여 소각하는 것이 잔존계속주주를 위한 가치창출활동이오니 자사주 공개매수 등을 통해 대규모 자사주를 매입한 후 내재가치가 주가에 반영된 후에는 잉여현금흐름의 70% 이상을 배당으로 환원시켜주시길 요청합니다.

2. 자본배분(capital allocation)에 대한 워런버핏의 언급 내용 및 향후 합리적 실행 기대

현대홈쇼핑과 같이 높은 ROIC로 꾸준히 잉여현금흐름을 창출하는 회사의 기업가치는 CEO의 자본배분(capital allocation)정책에 따라 크게 달라지는 절대적 요소입니다. 따라서 그 중요성을 <1987년 Berkshire Hathaway 주주서한 중 Capital allocation에 대한 내용 일부 발췌-번역/원문>을 공유하여 향후 현대홈쇼핑 CEO의 합리적인 자본배분(capital allocation)실행에 도움을 드리고자 합니다.

참고로 현대홈쇼핑 CEO의 자본배분 중 M&A관련하여 과거에 보여주었던 보수적 성향은 2018년 한화엘앤씨 고가인수(한화엘앤씨의 ROIC는 현대홈쇼핑과 비교할 수 없을 정도로 낮아 그 Quality는 현대홈쇼핑과 비교할 수 없을 정도로 낮은데도 불구하고 인수했던 가격은 현대홈쇼핑이 주식시장에서 거래되는 PBR배수 보다 3배 정도 높은 가격에 인수)를 통해 비합리적이고, 보수적이지 않음을 증명했습니다. 매우 실망스러웠습니다. 또 2012년 한섬 34.6% 지분인수(4200억원)도 장부가 대비 약 2배수준이었는데, 약 8년이 지난 현시점까지 한섬이 창출한 이익을 보면 고가 인수였다는 견해입니다.

<번역내용>

많은 회사들의 경영진들이 자본배분에 재능이 없기 때문에 이점이 중요해질 수 있다. 경영진들의 자본배분 역량부족은 놀라운 것이 아니다. 대부분의 고위 경영진들은 마케팅, 생산, 엔지니어링, 관리, 조직내 정치와 같은 분야에서 뛰어났기 때문에 높은 자리까지 승진한다.

그들은 CEO가 되었을 때 새로운 책임에 직면한다. 그들은 이제 자본배분에 관한 결정을 해야 하지만 자본배분은 그들이 과거에 거의 해보지 않았던 일이고 쉽게 배울 수 있지도 않다. 비유하자면, 최고의 재능의 음악가가 카네기홀에서 연주하는 대신 연방이사회 의장이 되는 것과 같다.

많은 CEO들이 자본배분 역량이 부족한 것은 아주 중요한 문제점이다. 10년간 매년 순자산의 10%씩 유보해 온 CEO는, 10년 후 회사가 운용하고 있는 모든 자본의 60% 이상을 배분할 책임을 져야 한다.

(설명: 만약 현재 순자산 100을 보유한 회사 CEO가 이익을 창출한 후 매년 10%씩 이익을 유보해 간다면, 10년 후의 순자산은 259가 되고 유보한 순증가는 159가 됨. 즉 10년 후 순자산 259중 10년간 순증가 159($61\%=159/259$)에 대해 해당 CEO가 책임을 지는 결과임을 의미)

자신이 자본배분 역량이 부족한 것을 인식하는 CEO(모두가 그런 것은 아님)는 그들의 참모들, 경영컨설턴트들, 혹은 투자은행가들에게 도움을 요청하여 부족한 점을 보완하려고 한다. 찰리와 나는 이러한 도움의 결과들을 자주 보아왔다. 그러나 이것은 종종 자본배분 문제를 해결하기 보다는 문제를 악화시키는 듯한 느낌을 받는다.

결과적으로, 미국의 많은 회사에서 현명하지 못한 자본배분이 발생하고 있다. 그것이 왜 우리가 기업구조조정이라는 말을 자주 듣는 이유이기도 하다. 하지만 버크셔는 운이 좋았다. 버크셔가 지분을 투자했지만 경영권이 없는 회사들은 대체로 자본배분을 잘 해왔고, 몇몇 회사들은 매우 훌륭하게 해 왔다.

<원문내용>

This point can be important because the heads of many companies are not skilled in capital allocation. Their inadequacy is not surprising. Most bosses rise to the top because they have excelled in an area such as marketing, production, engineering, administration or, sometimes, institutional politics.

Once they become CEOs, they face new responsibilities. They now must make capital allocation decisions, a critical job that they may have never tackled and that is not easily mastered. To stretch the point, it's as if the final step for a highly-talented musician was not to perform at Carnegie Hall but, instead, to be named Chairman of the Federal Reserve.

The lack of skill that many CEOs have at capital allocation is no small matter: After ten years on the job, a CEO whose company annually retains earnings equal to 10% of net worth will have been responsible for the deployment of more than 60% of all the capital at work in the business.

CEOs who recognize their lack of capital-allocation skills (which not all do) will often try to compensate by turning to their staffs, management consultants, or investment bankers. Charlie

and I have frequently observed the consequences of such "help." On balance, we feel it is more likely to accentuate the capital-allocation problem than to solve it.

In the end, plenty of unintelligent capital allocation takes place in corporate America. (That's why you hear so much about "restructuring". Berkshire, however, has been fortunate. At the companies that are our major non-controlled holdings, capital has generally been well-deployed and, in some cases, brilliantly so.)

3. 자본배분의 중요성과 성공사례에 관한 책 소개

최대주주, CEO, 이사회 이사들께서 대한민국 자본시장에서 훌륭한 경영진의 표본이 되시는데 큰 도움이 될 것이라 사료되는 책을 소개해 드리겠습니다. 책이름은 The Outsiders(저자: William Thorndike, 번역본 책이름은 아웃사이드)입니다. The book focuses on eight unconventional CEOs whose company's share prices massively outperformed the market. The list of CEO's include Henry Singleton from Teledyne, John Malone from Liberty Media, Katherine Graham from the Washington Post, Tom Murphy from Capital Cities Broadcasting and of course Warren Buffett of Berkshire Hathaway. In fact the book was the number one book on Mr Buffett's recommended reading list in 2012. Mr Thorndike noted these CEOs "thought more like investors than managers". It's no surprise many of the characteristics that define great company managers are common to the Investment Masters.

<http://mastersinvest.com/newblog/2016/12/5/learning-from-the-outsiders>

책에서 자사주매입에 대해서 아래와 같은 내용으로 그 중요성을 기술하고 있습니다.

Buy-backs - the CEOs were opportunistic acquirers of their own shares, BUT only when they deemed them to be trading below 'business value'. In many cases shares were repurchased in bear markets or when P/E's were at cyclical lows. Sometimes these buybacks were substantial. For example, in the case of Teledyne, over 90% of the shares on issue. All potential acquisitions were compared with the returns available from buybacks. Once again CEOs were not afraid to shrink their businesses.

감사합니다.

- 첨부 -

2018년 8월 21일

현대홈쇼핑 공개주주서한

수신: 주식회사 현대홈쇼핑 대표이사 강찬석

서울시 강동구 천호동 올림픽로70길 34

발신: 밸류파트너스자산운용(주)

서울특별시 영등포구 국제금융로8길 27-9, 410호(여의도동, 동복빌딩)

현대홈쇼핑 경영진 및 이사회 이사님들께

밸류파트너스자산운용은 현대홈쇼핑의 장기주주로서 주주환원을 높여 합리적인 자본배분을 통해 ROE(Return On Equity: 자기자본 즉 주주가치의 증가속도를 의미함)를 높여야 한다는 주주서한을 2017년 8월 송부했으며, 이사회 의사록 열람 및 등사청구를 2018년 1월 실시했음을 알려드립니다.

대주주와 다수로 구성된 소수주주의 자본(현대홈쇼핑 주주 지분구성: 대주주 40.84%, 자사주: 2.6%, 소수주주: 56.56%-2017년 말 대주주를 제외한 주주 수 4,919명)을 위탁 받아 운용하고 있는 상장회사 경영진 및 이사회 이사들은 주주가치 극대화를 위해 영업활동, 투자활동, 재무활동의 의사결정을 해야 하는 신의성실의 의무를 부여 받고 있습니다. 몇몇 대주주만으로 구성된 비상장회사는 대주주 마음대로 영업활동, 투자활동, 재무활동 의사결정을 해도 상관 없습니다만, 다수의 소수지분을 위탁 받아 운용하는 경영진 및 이사회 이사의 주주가치를 파괴하는 경영활동은 신의성실의무 위반임을 다시 한번 상기시켜드리고자 합니다. 현대홈쇼핑 경영진 및 이사회 이사들은 주주가치 극대화를 위해 영업활동, 투자활동에 대해 만족할만한 성과를 창출하고 있지만, 재무활동에 있어서는 지속적으로 주주가치를 파괴해 오고 있습니다. 즉 주주가치 파괴는 영업활동과 보수적인 투자활동을 통해 창출한 잉여현금흐름을 현금성금융자산으로 계속 쌓아 놓으면서 주주환원율이 낮아 ROE를 하락시킴으로써 발생하고 있습니다.

현대홈쇼핑은 창립 이후 훌륭한 영업활동을 통해 주주가치를 높여왔습니다. 그러나 영업활동을 통해 창출한 회사의 자원인 현금성자산을 지나치게 많이 보유함으로써 주주가치의 증가속도 즉 ROE(Return On Equity)가 계속적으로 낮아지는 결과를 초래하고 있습니다. 이에 합리적인 Capital management 정책을 실시하여 ROE를 높은 수준으로 유지할 것을 제안합니다. 지나치게 비합리적인 Capital management 정책을 오랫동안 유지하는 것은 이사회 이사의 신의성실의무를 명백하게 위반하는 것입니다. 2001년 설립자본금 450억원으로 출발한 현대홈쇼핑은 2018년 2분기 말 기준 자본총계 1.61조원으로 17년만에 35.7배 이상 증가한 경이적인 실적을 달성했습니다. 이러한 결과는 2010년 IPO시 공모자금 2,654억원을 감안하더라도 매우 훌륭한 실적입니다.

이러한 결과는 1) 제한된 투하자본으로 높은 이익을 창출할 수 있는 좋은 사업모델(High ROIC Business Model), 2) 경영진의 보수적인 영업활동 및 투자활동(경쟁사 대비 낮은 비용구조 및 보수적인 CAPEX를 통한 낮은 투하자본 유지) 등에 기인한 것으로 판단됩니다.

High ROIC 사업 = High quality사업모델인데, 불합리한 Capital Allocation으로 주주가치 파괴시켜

홈쇼핑 사업은 제한된 투하자본으로 높은 이익을 창출할 수 있는 사업모델이기 때문에 손익계산서상 창출한 영업활동 이익이 곧바로 잉여현금흐름(Free Cash Flow, 영업활동현금흐름에서 설비투자 및 운전자본 증가분을 제외하고 주주에게 배당가능한 현금흐름)이 되고, 해당 현금을 주주에게 환원(배당 혹은 자사주 매입)하지 않으면 보유현금으로 축적되는 구조입니다.

현대홈쇼핑 순현금성자산(금융부채를 제외한 현금 및 금융자산 포함) 규모는 2012년 말 6,073억원, 2013년 말 7,001억원, 2014년 말 7,875억원, 2015년 말 8,480억원, 2016년 말 8,422억원, 2017년 말 8,525억원, 2018년 6월 말 8,799억원으로 1조원을 눈앞에 두고 있습니다. 2018년 6월 말 순현금성자산 규모는 자본총계 대비 약 55%에 해당하며 시간이 갈수록 그 규모가 증가하면서 자본총계 대비 그 비중도 급격하게 증가하고, 그와 반대로 ROE는 급격하게 하락할 수밖에 없습니다.

현대홈쇼핑의 경영투하자원(Invested capital)은 운전자본, 유무형자산 등이 필요한데 2018년 반기 말 연결재무상태표를 보면 운전자본과(매출채권+ 재고자산-매입채무; - 192억원) 유무형자산(1,472억원) 합계가 1,280억 원입니다. 영업활동을 위해 투하되는 자본총계(Invested capital)가 1,280억인 것에 반해 잉여순현금(금융자산, 금융부채 포함)은 8,799억원으로 약 7배며 지나치게 높은 상태입니다. 투하자본 대비 영업이익(ROIC)은 투하자본 1,280억원 대비 과거 7년(2011~2017년) 영업이익 평균 1,341억원으로 산정해 볼 때, 약 105%로 세계 최고 수준입니다. High ROIC 사업은 High quality사업모델인데이고 워런버핏이 말하는 Great company 중 하나라는 것을 상기시켜드립니다.

합리적인 Capital management의 방안으로 M&A를 통한 사업다각화 및 수익성 제고가 있습니다. 현대홈쇼핑 경영진께서는 합리적이고 보수적인 것으로 이미 잘 알려져 있기 때문에 M&A에 과도한 프리미엄을 주고 진행하지 않을 것이기에 M&A에 대해 반대하지 않습니다. 중요한 것은 사용될 Capital의 단위효용(수익률)이 높은 쪽을 선택해야 한다는 것입니다. 현시점에서 현대홈쇼핑 자사주를 매입하는 것은 세계 최고수준의 ROIC를 창출하는 명품주식(현대홈쇼핑 주식)을 싸게 매입하는 것이기 때문에 다른 어떤 M&A보다 훨씬 합리적인 Capital management 선택안이 될 것입니다. 더불어 자사주 매입은 현대홈쇼핑 지분을 보유하고 있는 현대백화점(15.8%)과 현대그린푸드(25.01%)의 유효지분보유비율을 높여 줍니다. 만약 현대홈쇼핑이 발행주식수의 50%를 자사주로 매입할 경우 현대백화점과 현대그린푸드의 유효지분율이 두 배 높아지게 됩니다. 즉 현수준에서 대규모 자사주매입에 따른 최대수혜자는 대주주인 것입니다.

현대백화점은 영업활동을 위해 부동산(위치가 좋은 부지+ 백화점 등 영업시설) 등 높은 투하자본이 요구되어 ROIC가 현대홈쇼핑보다 상대적으로 낮고, 순차입금 상태입니다. 반면 현대홈쇼핑은 초기 제한된 투하자본 외에 추가적인 투하자본이 거의 필요 없는 단위 시간을 할당 판매하는 사업모델(현대백화점은 대규모자본투자가 요구되는 부지와 공간을 판매하는 사업모델)이기 때문에

ROIC가 높고 잉여현금흐름이 좋습니다. 현대백화점과 현대홈쇼핑의 손익계산서 상 당기순이익이 동일할지라도 잉여현금흐름은 현대홈쇼핑이 훨씬 많게 됩니다. 따라서 현대홈쇼핑의 Capital management 정책도 현대백화점과 달리 당기순이익 대비 훨씬 높은 수준을 주주에게 환원해야 합니다.

지속적으로 높은 ROIC 지표를 창출하여 많은 잉여현금흐름을 창출하는 회사는 명품회사입니다. 우리나라 2,200여상장회사 중 현대홈쇼핑과 같은 명품회사는 상위 1%에 불과할 정도로 희귀하고, 명품회사의 행복한 고민은 바로 잉여현금흐름 활용 즉 Capital Allocation에 있습니다. Capital Allocation은 경영진의 가장 중요한 업무 중 하나이며, 좋은 회사의 행복한 고민이고, 좋은 회사가 위대한 회사로 가느냐 못 가느냐를 결정짓는 요소입니다. 명백한 것은 지속적으로 높은 ROE를 창출할 수 있도록 결정해야 한다는 것입니다. 구체적인 방안은 크게 1) 지속성장을 위한 본업에 투자, 2) 내재가치 대비 저평가된 자사주 매입, 3) 배당, 4) M&A 등으로 나눌 수 있습니다.

주주환원정책을 적극적으로 펼치는 삼성전자와 비교해 보아도 사업모델 측면에서 현대홈쇼핑이 ROIC가 높고 CAPEX 필요가 없어 더욱 높은 수준의 주주환원 정책이 요구됩니다.

삼성전자의 사례

참고로 2016년 11월 29일 삼성전자는 주주환원 방안을 다음과 같이 발표했습니다.

- 1) 2016년 및 2017년 FCF(Free Cash Flow)의 50% 주주환원
- 2) 배당증대
- 3) 자사주 매입 및 소각: 2016년 FCF의 50% 중 배당 후 잔여재원 및 2015년 잔여재원 0.8조원, 매입 후 소각 예정
- 4) 2017년 1분기부터 분기배당 실시
- 5) 2018년 이후에도 주주환원 지속 개선 목표

2017년 10월 31일에 발표한 주주환원 방안은 다음과 같습니다.

- 1) 2017년 배당 규모를 지난해 4조원 대비 20% 상향한 4.8조원으로 확대, 2018년 9.6조원으로 확대, 2019년 2020년 동일한 수준 유지
- 2) 대규모 M&A로 인한 주주환원 재원 감소를 방지하고 주주환원 규모에 대한 예측가능성을 높이기 위해 잉여현금흐름을 계산할 때 M&A 금액을 차감하지 않음.
- 3) 잉여현금흐름의 50% 환원을 기존 1년에서 3년 단위로 변경해 적용

삼성전자는 잉여현금흐름 활용 정책을 발표하고, 2016년 순이익의 47.6%, 2017년 순이익의 36%를 배당과 자사주 매입소각에 활용했습니다.

현대홈쇼핑을 만약 매각한다면

만약 외부에서 현대홈쇼핑을 인수하겠다고 제안을 받을 경우 이사회 이사님들께서는 현대홈쇼핑 전체 지분가치를 얼마에 매각하시겠습니까? 이때 현대홈쇼핑 내재가치를 산정해 보실 것입니다. 합리적인 내재가치를 개략적으로 산정해 보겠습니다. 개략적으로 산정된 현대홈쇼핑의 내재가치(아래 참조)는 약 3조원입니다.

가. 영업가치		
A. 영업이익(십억원)	134.1	
B. Multiple(배)	12	
소계 A x B (십억원)	1,609	
나. 지분가치		
A. 한섬지분가치(십억원)	330.2	
(1) 한섬주가(원)	38,700	
(2) 보유주식수 (주)	8,532,763	
B. 현대HCN지분가치(십억원)	170.8	
(1) 현대HCN주가(원)	4,280	
(2) 보유주식수 (주)	39,895,160	
소계 A + B(십억원)	501.0	
다. 순현금성자산(십억원)	880	
합계 가 + 나 + 다 (십억원)	2,990	

가. 영업가치: 과거 7년간 영업이익 1,341억원 * 12배 = 1.61조원. High ROIC사업모델은 더 높은 Valuation배수를 적용해야 하지만 보수적으로 12배 적용.

나. 지분가치: 한섬지분가치(3,302억 원) + 현대HCN 지분가치(1,708억 원) = 5,010억 원

다. 순현금성자산: 8,800억 원
(비유동/유동 매도가능금융자산 및 기타금융자산, 유동 만기보유금융자산, 현금및현금성 자산)

라. 기타자산: 보수적으로 zero로 산정

만약 매각한다면 이사회 이사님들께서는 현대홈쇼핑 전체 지분가치를 내재가치인 3조원 이상에서 매각하실 것입니다. 물론 저희는 내재가치를 3조원보다 훨씬 높게 보고 있습니다. 현재 주식시장에서 형성되고 있는 현대홈쇼핑 주가(시가총액 1.36조원)의 두 배 이상에 해당하는 것이고 반대로 현대홈쇼핑이 주식시장에서 내재가치의 절반 이하에서 지나치게 할인되어 거래되고 있다는 것입니다.

결론적으로 현재가격에 현대홈쇼핑 자사주를 매입하는 것은 내재가치의 50% 이하 가격으로 대주주를 포함한 모든 주주가치를 높이는 Capital management 정책이기 때문에 이사의 신의성실의무를 준수하는 것이고, 반대로 지금처럼 현금성자산을 지나치게 많이 보유하는 것은 신의성실의무를 위반하는 것입니다. 또 다른 회사 M&A를 고려하는 것에 대해서도 현대홈쇼핑보다 ROIC가 높은 High Quality회사를 찾기도 어렵고 설령 찾아도 내재가치의 50% 수준 가격으로 매입하는 것은 불가능할 것이기 때문에 현재의 가격에서 대규모 자사주 매입이 다른 회사 M&A보다 훨씬 훌륭한 선택입니다.

최근 한화엘앤씨 인수 검토에 대한 뉴스에 따르면 현대홈쇼핑이 고려하고 있는 인수가격 3,000억 원은 인수검토대상회사 자기자본의 2배(PBR)가 넘는 수준입니다. 인수대상회사의 ROIC는 현대홈쇼핑과 비교할 수 없을 정도로 낮은 것으로 보아 회사의 Quality는 현대홈쇼핑과 비교할 수 없을 정도로 낮은데도 불구하고 인수가격은 현대홈쇼핑이 주식시장에서 거래되는 PBR배수 0.84배보다 2배 이상 높은 가격인 것입니다. 이러한 상황에서는 보유중인 현금성자산으로 자사주를 대규모로 매입하던가 더 합리적인 가격으로 인수하던가 해야 올바른 선택안이 될 것으로 판단됩니다.

참고로 2016년 워렌버핏의 주주서한 내용 중 자사주매입과 관련한 부분을 발췌하여 첨부하니 의 사결정에 도움이 되시기를 바랍니다.

홈쇼핑의 Capital Allocation 정책 사례 및 비교 - 경영진의 정책이 주주가치 창출과 파괴로 이어져

동종업의 미국의 홈쇼핑 회사 HSN(0001434729), GS홈쇼핑과 비교했을 때에도 현대홈쇼핑의 Capital allocation은 훨씬 비합리적입니다. 2010년~2017년 배당금과 자사주 매입의 누적금액을 합친 주주환원 금액을 당기순이익으로 나눈 것을 누적 주주환원율이라고 했을 때, 현대홈쇼핑의 누적 주주환원율은 HSN의 1/10, GS홈쇼핑의 1/2 수준입니다. 주주환원율이 낮은 만큼 현대홈쇼핑의 ROE는 지속적으로 떨어져 상장한 해인 2011년 19%를 기록한 이후 2015년, 2016년 2년 연속 10%를 밑돌고 있습니다. 그 결과 현대홈쇼핑 주가는 PBR 0.84배 수준의 심한 저평가 상태로 주주가치가 훼손됐습니다. 반면 적극적인 Capital allocation 정책을 펼친 HSN은 평균 43.7%의 높은 ROE를 유지했으며 결과적으로 PBR 9배 이상에서 거래되었습니다. 이는 다시 한번 Capital allocation이 얼마나 직접적으로 주주가치 증가 속도인 ROE에 영향을 미쳐 주주가치에 영향을 끼치는지 잘 보여줍니다.

2010-2017 (누적)	당기순이익	주주환원	주주환원율	순현금/자본 (4Q17)	PBR (2018.08.19)	ROE (산술평균)
HSN (백만달러)	1,085.3	1,409.0	129.8	(208.2)	9.8	43.7
GS홈쇼핑 (십억원)	919.3	219.1	23.8	30.9	1.2	15.8
현대홈쇼핑 (십억원)	1,099.6	146.4	13.3	55.2	0.8	12.6

(미국의 홈쇼핑회사인 HSN은 2017년 말 합병되었으며, HSN PBR 산정시 가격은 합병발표 전 주가를 기준으로 함)

워렌 버핏의 사례

워렌 버핏의 버크셔해서웨이는 주당 장부가치 증가율인 ROE를 평가지표, 즉 최종적인 GOAL로 두고 있습니다. 버핏은 버크셔해서웨이를 인수한 이후 52년간(1964년~2017년) 연평균 ROE 19.1%를 달성하여 주당 장부가를 약 10,880배 증대시켰습니다. 이는 1964년 1억원의 주식이 주당 장부가 기준으로 1.088조 원이 되었고 주가는 연평균 20.9% 상승하여 2.4조 원으로 약 2.4만배 상승했다는 뜻입니다. CEO가 ROE를 경영의 최종 목표로 설정하고 높은 수준으로 유지해야 하는 이유를 충분히 설명해 주는 사례입니다. 축구경기를 예로 들면, 현 경영진께서 내세운 중장기 전략은 GOAL IN을 향해 가는 중간과정인 패스에 국한된 것입니다. 축구경기에서 GOAL IN으로 득점을 얻는 것이 목표이듯 기업의 목표는 ROE가 되어야 합니다. 뛰어난 패스로 경기 점유율

이 높아도 골을 넣지 못하면 무의미하듯 경영 목표 설정을 ROE로 했을 때 중장기 성장 전략이 유효하게 됩니다.

ROE는 낮아지는데 CEO보수는 너무 높아

현대홈쇼핑의 ROE는 IPO 전 2009년~2011년 3년 평균(단순평균) 60%로 세계최고수준이었으나 보유현금성 자산이 계속 증가하면서 2015년부터는 ROE가 10% 미만으로 하락했습니다. 그러나 주주가치 창출기준인 ROE가 60%수준에서 10%미만으로 하락하는 가운데서도 CEO인 정교선 대표이사 연간 급여는 재무제표에 공시되기 시작한 2013년부터 약 14억 원을 기록하고 있습니다. 또한 2017년 등기이사 3인의 급여 총액 약 30억원은 상장된 홈쇼핑사 대비 월등히 높은 수준입니다. 이는 명백히 불합리하고 정교선 대표이사와 다른 등기이사 두 분의 급여 수준을 ROE 기준에 따라 집행해야 하는 것이 명백히 합리적인 것입니다. 정교선 대표이사와 다른 등기이사 두 분께서는 합리적인 자본배분으로 ROE를 높은 수준으로 유지하시고 지금보다 훨씬 높은 급여를 가져 가시길 바랍니다. 현대홈쇼핑은 영업활동, 투자활동, 재무활동으로 구분해 볼 때 영업활동과 투자활동에 대해서는 최고의 찬사를 받을 정도이지만 ROE와 직결되는 재무활동에서는 최악의 혹평을 받아야 하는 수준입니다. CEO의 업무 중 가장 중요한 업무 중 하나는 자본배분이고 특히 현대홈쇼핑과 같은 높은 ROIC 회사(현대홈쇼핑과 같이 행복한 고민을 해야 하는 회사는 많지 않음)에게 있어 현금성자산의 자본배분의 중요성은 ROE에 절대적인 영향을 미칩니다.

* 참조 1. 2016년 버크셔해서웨이 주주서한에서 발췌한 자사주 매입에 관한 글 원문과 번역

투자 환경에서 자사주매입에 관한 논의는 종종 가열되고 있습니다. 그러나 이 논쟁에 참여한 사람들은 한번 더 생각해야 합니다. 자사주매입의 바람직함을 평가하는 것은 그리 복잡하지 않습니다. 기존주주의 관점에서 볼 때, 자사주매입은 항상 플러스입니다. 이러한 자사주매입의 일상적인 영향은 대개 미미하지만 매도자가 매수자를 추가로 확보하는 것이 항상 좋습니다. 그러나 계속 보유하고 있을 주주들에게 자사주매입은 내재가치 이하의 가격으로 주식을 매입하는 경우에만 의미가 있습니다. 그 규칙이 지켜지면 자사주 매입 시 매도하지 않는 나머지 주주지분의 내재가치가 즉각적으로 상승합니다.

간단한 유추를 생각해보십시오. 3,000달러 가치의 사업에, 3명이 각각 1,000달러씩 동일하게 보유하고 있는 상황에서, 회사가 한 명의 주주에게 900 달러에 자사주로 매입한다면, 나머지 주주는 각각 50 달러의 이득을 즉각적으로 실현합니다. 그러나 1,100 달러에 매입한다면 나머지 주주는 각각 50달러씩 손실을 입습니다.

기업과 주주들에게도 동일한 산정방식이 적용됩니다. 자사주매입 조치가 계속 보유하는 주주들에게 가치 창출 또는 가치 파괴인지 여부에 대한 질문은 전적으로 매입 가격에 달려 있습니다. 따라서 기업이 자사주매입을 발표할 때는 자사주매입 가격 상한선을 언급하지 않는다는 것은 당황스럽습니다. 만약 경영진이 외부 회사를 인수하는 경우라면 확실하게 인수가격 상한선이 있을 것입니다. 외부 기업 인수에서 가격은 항상 매입할 것인가 아니면 매입하지 아니할 것인지의 기준이 될 것입니다. CEO 나 이사회 이사들이 자신의 회사 지분을 일부 매입할 때, 그들은 너무 자주 가격에 신경 쓰지 않는 것처럼 보입니다. 단지 몇 명의 주주만으로 구성된 비상장회사를 경영하고 있고 그 중의 일부 주주가 매도하는 지분을 자사주로 매입하는 경우에 매입하는 가격을 평가한다면 그들은 유사하게 행동할 것입니까? 당연히 내재가치에 근거하여 합리적으로 행동할 것입니다.

니다. 회사 주식의 가격이 저평가되어 있지만, 자사주매입을 해서는 안 되는 두 가지 경우가 있다는 것을 기억하는 것이 중요합니다. 첫번째는 기업의 영업활동을 보호하거나 확장하기 위해 자금을 필요로 하고 추가로 차입금을 늘리는 것도 불편할 경우입니다. 이런 경우에는 자금의 내부 필요성이 우선시 되어야 합니다. 물론 이러한 예외는 필요한 지출이 이루어진 후에 사업의 미래전망이 상당히 좋다는 것을 가정합니다. 두번째는 **덜 일반적입니다만 외부 기업인수(또는 일부 다른 투자 기회)가 자사주매입 회사의 저평가 된 주식보다 훨씬 더 큰 가치를 제공 할 때입니다.** 오래 전에 Berkshire는 종종 이러한 대안 중에서 선택해야 했습니다. 현재의 규모에서는 문제가 발생할 가능성이 훨씬 적습니다.

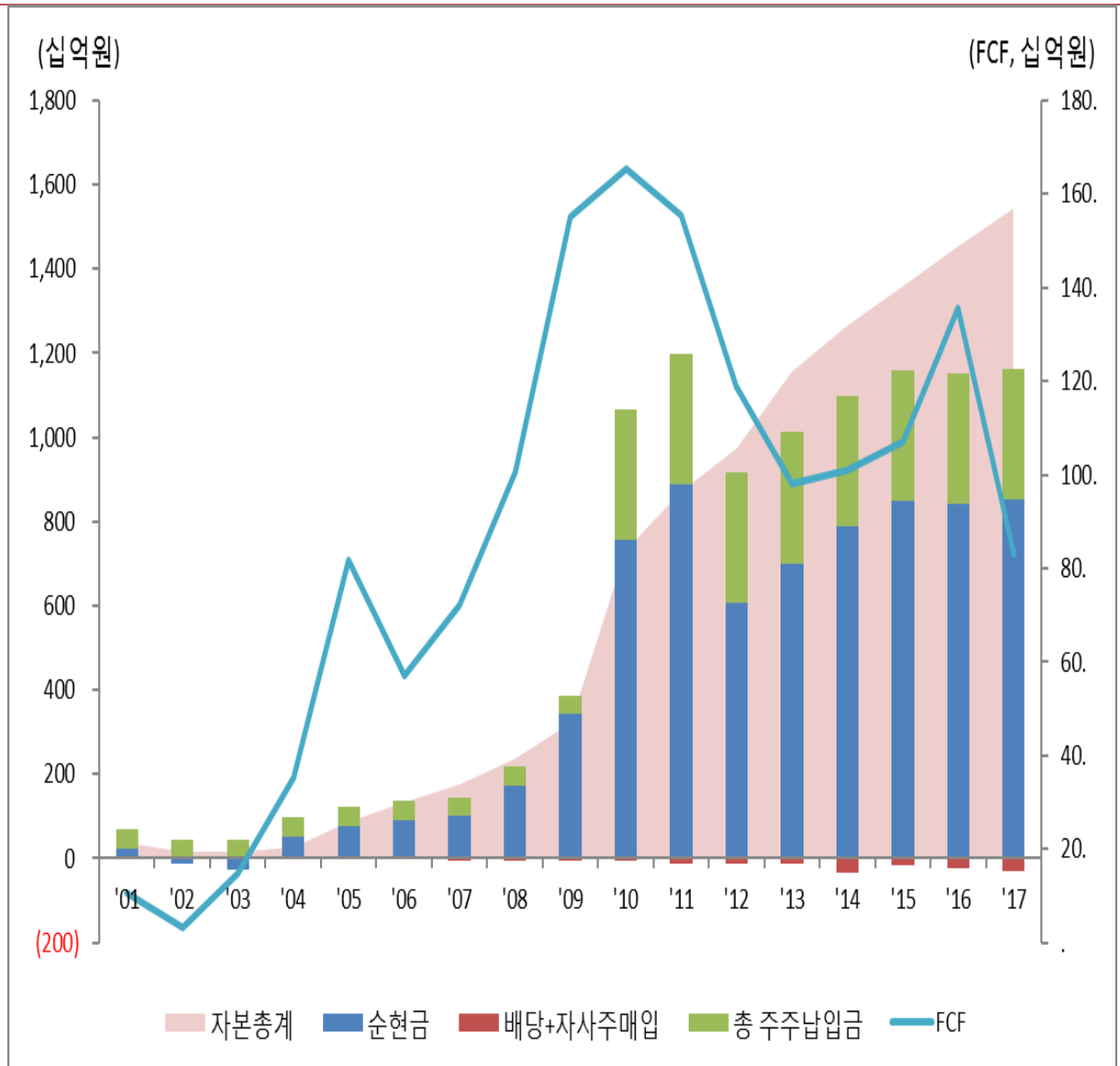
저의 제안은 자사주매입에 대해 논의하기 전에 CEO와 이사회 이사가 서서 손을 잡고 "자사주 매입가격에 있어서 얼마는 현명한 가격이고, 얼마는 바보스런 가격인지 솔직하게 생각해 보시라는 것 입니다.

Berkshire Hathaway Inc. shareholder letters 2016:

Share Repurchases

In the investment world, discussions about share repurchases often become heated. But I'd suggest that participants in this debate take a deep breath: Assessing the desirability of repurchases isn't that complicated. From the standpoint of exiting shareholders, repurchases are always a plus. Though the day-to-day impact of these purchases is usually minuscule, it's always better for a seller to have an additional buyer in the market. For continuing shareholders, however, repurchases only make sense if the shares are bought at a price below intrinsic value. When that rule is followed, the remaining shares experience an immediate gain in intrinsic value. Consider a simple analogy: If there are three equal partners in a business worth \$3,000 and one is bought out by the partnership for \$900, each of the remaining partners realizes an immediate gain of \$50. If the exiting partner is paid \$1,100, however, the continuing partners each suffer a loss of \$50. The same math applies with corporations and their shareholders. Ergo, the question of whether a repurchase action is value-enhancing or value-destroying for continuing shareholders is entirely purchase-price dependent. It is puzzling, therefore, that corporate repurchase announcements almost never refer to a price above which repurchases will be eschewed. That certainly wouldn't be the case if a management was buying an outside business. There, price would always factor into a buy-or-pass decision. When CEOs or boards are buying a small part of their own company, though, they all too often seem oblivious to price. Would they behave similarly if they were managing a private company with just a few owners and were evaluating the wisdom of buying out one of them? Of course not. It is important to remember that there are two occasions in which repurchases should not take place, even if the company's shares are underpriced. One is when a business both needs all its available money to protect or expand its own operations and is also uncomfortable adding further debt. Here, the internal need for funds should take priority. This exception assumes, of course, that the business has a decent future awaiting it after the needed expenditures are made. The second exception, less common, materializes when a business acquisition (or some other investment opportunity) offers far greater value than do the undervalued shares of the potential repurchaser. Long ago, Berkshire itself often had to choose between these alternatives. At our present size, the issue is far less likely to arise. My suggestion: Before even discussing repurchases, a CEO and his or her Board should stand, join hands and in unison declare, "What is smart at one price is stupid at another."

<현대홈쇼핑 현금성자산과 자본총계 및 FCF>



밸류파트너스자산운용 대표이사 윤종엽, 김봉기

2019.01.25(금)