11월 MSCI 정기변경/수시변경 전략

고경범 Passive/Quant
gyeongbeom.ko@yuantakorea.com

SK텔레콤 비중 상향, HD현대중공업-HD현대미포 합병

11월 MSCI 정기변경

11월 MSCI 정기변경(11/6일 발표, 11/24일 리밸런싱)의 종목 편출입은 10/14~10/27일간 10거래일 기준으로 선정.

HD현대마린솔루션의 편입 가능성을 'High'로 제시. 심사대상기간 시가총액은 10조원대를 기록해 편입은 무난할 것으로 판단. 에이피알의 편입 가능성을 'Mid'로 제시. 당사 패시브의 Cutoff(편입 기준 시가총액)의 보수적인 수준이 감안되어야 하겠지만, 일부 거래일에서 심사기간 시가총액이 소폭 하회.

이번 정기변경에서 최대 2개 종목까지 편출될 수 있지만, 기본 전망은 1개 종목 수준 편출로 전망. 오리온의 편출 가능성을 'High'로 제시. LG생활건강의 편출 가능성을 'Mid'로 제시한다. 에이피알이 편입된다는 전제 하에서는 편출 예상.

Next 카드, Unknown 이벤트에 주목할 이유

국내 패시브 기여도가 높은 MSCI 추종 4대 ETF의 원화 환산 AUM은 37.2조원까지 급등. 이전 8월 정기변경 대비 +20.7% 증가. 차기 정기변경 후보군이나, 정기변경 발표 후의 비중 증가, 인접한 수시변경 등의 이벤트에 대한 민감도는 높아질 것으로 판단.

차기 변경에서는 에이피알, 레인보우로보틱스, 이수페타시스 등이 현실적인 편입 Range에 근접한 후보군으로 추려짐.

SK텔레콤 비중 상향 조정

SK텔레콤은 외국인 보유 한도 대비 마진(Foreign Room)이 상승해 이번 정기변경에서 편입비중이 증가할 것으로 예상. 동사는 3Q 배당 미시현으로 외국인 지분율은 35.2%까지 급락. 국내 통신주의 49% 외국인 보유제한 대비 동사가 투자가능한 지분율은 28.1%까지 상승. 이번 변경에서 SK텔레콤의 비중 증가 관련, 자금 유입은 +941억원 수준으로 예상.

HD현대중공업, HD현대미포 합병

HD현대중공업 – HD현대미포 합병으로 MSCI 지수에 편입되어 있는 HD현대중공업의 비중이 HD현대미포의 증분만큼 상승하는 수시변경이 진행될 것. HD현대미포는 과거 정기변경 후보군로서의 시가총액(Cutoff) 심사 없이MSCI 지수 편입의 효용을 득할 수 있음.

수시변경 발표 시기는 11월 중 예상. 리밸런싱은 정기변경 통합(11/24) 가능성도 존재하지만, 11/26 반영 가능성이 높음. HD현대중공업, HD현대미포 합병 관련, MSCI 수시편입 리밸런싱 수요는 +1,976억원으로 예상.

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

11월 MSCI 정기변경

11월 MSCI 정기변경이 내일 11/6일(목)에 발표될 예정이다. 추종자금의 지수 리밸런싱은 11/24일(월) 종가 기준으로 진행된다. 종목 편출입은 10/14~10/27일의 10거래일 중 임의 지정된 거래일 기준으로 선정된다.

당사 패시브의 기본 전망은 최소 1개, 최대 2종목 선에서 신규 종목이 편입될 것으로 판단한다. HD 현대마린솔루션의 편입 가능성을 'High'로 제시한다. 이전 정기변경부터 후보군으로 시사된 종목군이며, 심사대상기간 시가총액은 10조원대를 기록해 편입은 무난할 것으로 판단한다.

에이피알의 편입 가능성을 'Mid'로 제시한다. 당사 패시브가 추정하는 Cutoff(편입 기준 시가총액)의 보수적인 수준이 감안되어야 하겠지만, 심사기간 시가총액이 일부 거래일에서 소폭 하회하는 것으로 확인된다. 편입 가능성을 낮게 보지는 않지만, 불발 가능성도 열어 둘 필요는 있어 보인다.

[표 1] 11 월 MSCI 정기변경 예상 (억원, %, X)

구분	Code	종목	평균 거래대금	시가총액	순매수 예상	거래대금 대비	시가총액 대비	1M 수익률	3M 수익률	가능성
편입	A443060	HD 현대마린솔루션	260	109,832	988	3.79	0.90	8.9	24.7	High
	A278470	에이피알	1,170	103,309	1,727	1.48	1.67	8.2	54.5	Mid

자료 : MSCI, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

이번 정기변경에서 최대 2개 종목까지 편출될 수 있지만, 기본 전망은 1개 종목 수준 편출에 그칠 것으로 판단된다. 오리온의 편출 가능성을 'High'로 제시한다. 현재 구성종목 중 가장 편출 가능성이 높은 종목군으로 추려진다.

LG 생활건강의 편출 가능성을 'Mid'로 제시한다. 에이피알이 편입된다는 전제 하에서는 편출 가능성이 다소 증가할 수는 있어 보인다. 하지만, 동사의 편출 가능성이 에이피알의 편입 가능성보다는 낮을 것으로 판단된다.

[표 2] 편출 종목 예상 (억원, %, X)

구분	Code	종목	평균 거래대금	시가총액	순매수 예상	거래대금 대비	시가총액 대비	1M 수익률	3M 수익률	가능성
편출	A271560	오리온	134	40,287	-609	-4.56	-1.51	-1.4	-6.9	High
	A051900	LG 생활건강	156	44,530	-690	-4.42	-1.55	0.7	-2.5	Mid

자료 : MSCI, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

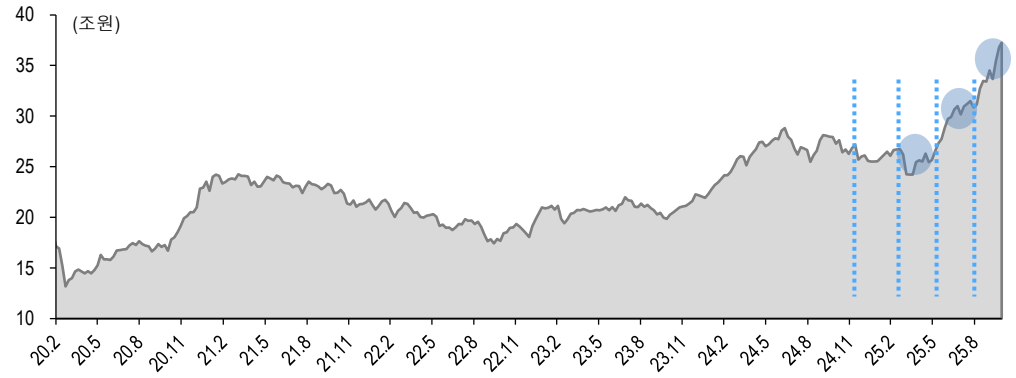
Next 카드, Unknown 이벤트에 주목할 이유

11월 정기변경에서도 이전 정기변경 편입에 실패한 종목이 장기 시사되고, 시가총액 일변도의 편입으로 투기적 순매수가 과잉 유입되는 최근 동향에서 발표일 이후 편입 종목의 아웃퍼폼 수준이 제한적일 수 있다.

하지만, 차기 정기변경 후보군이나, 정기변경 발표 후의 비중 증가, 인접한 수시변경 등의 이벤트에 대한 민감도는 이전 정기변경보다 높아질 수 있어 보인다. 국내 증시의 글로벌 증시 대비 아웃퍼폼과 대폭 절하되는 원/달러 환율을 감안하면, MSCI 추종자금의 리밸런싱 영향은 이전 정기변경 대비 크게 증가할 것으로 보인다.

국내 패시브 기여도가 높은 MSCI 추종 4대 ETF의 원화 환산 AUM은 37.2조원까지 급등했다. 이전 8월 정기변경 대비 +20.7% 증가한 수준인데, 8월 AUM도 이전 정기변경 대비 +20.3% 증가한 점을 감안하면, 이벤트 드리븐 자금의 선반영 수준도 더 확대될 것으로 판단된다.

[차트 1] 국내 증시 아웃퍼폼과 원화 절하로 MSCI 추종자금의 리밸런싱 영향은 증가. 이벤트 자금의 선반영 수준도 확대될 것

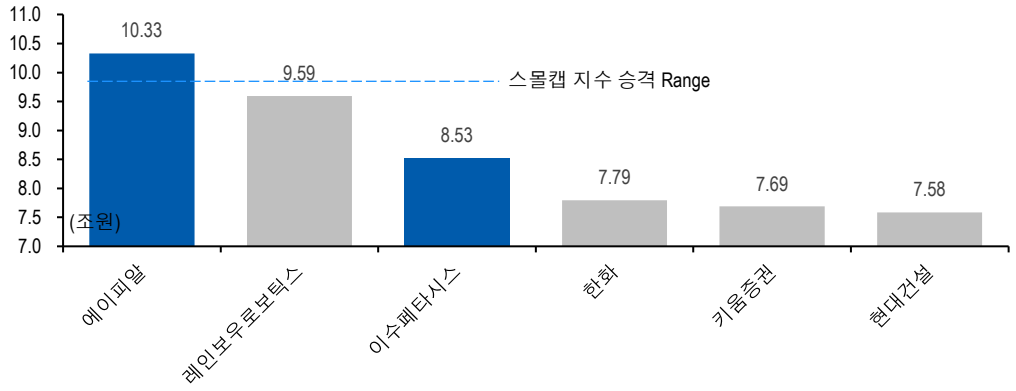


주: 한국 패시브 기여도 상위 4 대 ETF 기준. 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

에이피알이 이번 정기변경에서 실패하더라도 이는 국내 증시의 편입 허들이 높아짐을 의미한다. 26.2월 정기변경의 차기 후보군은 과거 정기변경 대비 선택지가 좁아질 것으로 예상되며, 차상위 분위 후보군의 시가총액의 격차도 확대되어 있다.

차기 변경에서는 에이피알, 레인보우로보틱스, 이수페타시스 등이 현실적인 편입 Range에 근접한 후보군으로 추려진다.

[차트 2] 26.2 월 정기변경의 편입 허들도 높아질 것으로 예상. 이전 정기변경 대비 차상위 분위 후보군과의 시가총액 격차도 확대

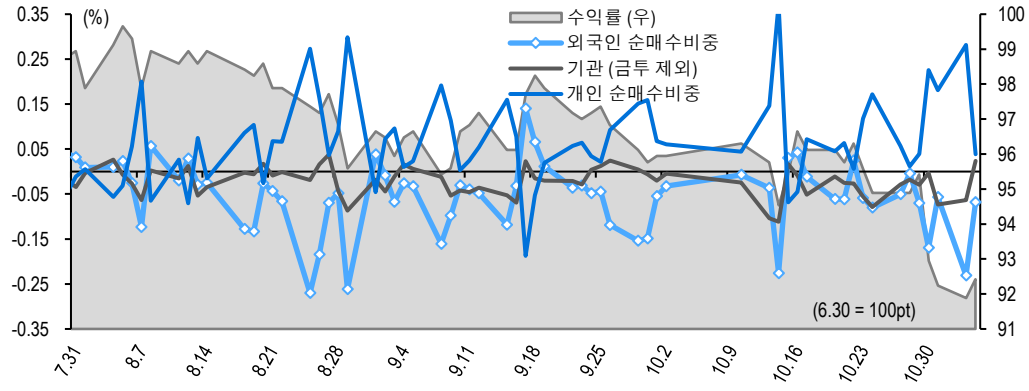


자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤의 MSCI 비중상향 조정

SK텔레콤은 외국인 보유 한도 대비 마진(Foreign Room)이 상승해 이번 정기변경에서 편입 비중이 증가할 것으로 예상된다. MSCI가 지향하는 글로벌 투자자의 유동성 측면에서, 외국인 보유 제한 대비 외국인 매수 가능한 주식수 비중이 증가하기 때문이다.

[차트 2] SK 텔레콤은 3Q 배당 불확실성과 미실시로 외국인 매도가 급증

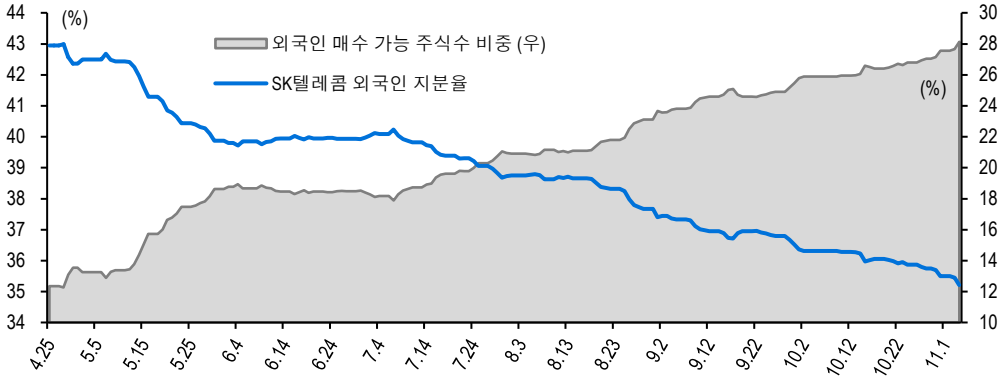


자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

이번 전망 제시가 발표일 인접한 시점까지 이른 배경은 SK텔레콤의 MSCI 비중상향 조정에 대한 진입 시기에 대한 고민이 반영되었다. 동사의 USIM 해킹 사태 이후 3Q 별도 당기순이익 적자 전망으로 Preview에서 배당 불확실성이 시사되기 시작했으며, 전주 분기 배당 미실시 발표로 외국인 지분율은 35.2%까지 급락했다.

국내 통신주의 49% 외국인 보유제한 대비 동사가 투자가능한 지분율은 28.1%까지 상승했다. 이번 정기변경에서 MSCI는 동사의 유동비율(FIF)을 높일 것이며, 결과적으로는 편입비중 상승으로 연결된다.

[차트 3] 외국인 지분율 하락으로 유동비율과 편입비중 상승 예정



자료: MSCI, KRX, 유안타증권 리서치센터

2015년 이후 국내 종목에서 외국인 지분율 이슈로 기존 종목의 편입비중이 상승했던 Case는 16.2월 SK텔레콤, 20.2월 LG유플러스, 20.8월 SK텔레콤의 3회 뿐이다. 펀더맨털 이슈로 개별 종목의 외국인 지분율 감소로 이어졌지만, 배당수익률의 메리트가 존재했던 주가 구간에서 패시브 자금 유입도 진행되면서 인덱스 성과는 유효했던 경험이 있다.

이번 변경에서 SK텔레콤의 비중 증가 관련, 자금 유입은 +941억원 수준으로 예상된다. 동 이슈의 선반영은 미진행되어 내일 발표 이후 모멘텀은 존재할 것으로 생각한다.

[표 3] 편입 비중 상향조정 예상 (억원, %, X)

구분	Code	종목	평균 거래대금	시가총액	순매수 예상	거래대금 대비	시가총액 대비	1M 수익률	3M 수익률	가능성
상향	A017670	SK 텔레콤	506	112,550	941	1.86	0.84	-3.7	-6.8	High

자료 : MSCI, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

HD현대중공업, HD현대미포 합병

'패시브 관점의 HD현대중공업, HD현대미포 합병 - Make 'Additional Shares' Great Again (9/2) ' 자료에서 전망한 HD현대중공업의 HD현대미포 흡수합병 관련 수시변경은 당사 패시브의 전망과 다르게 아직도 미발표되고 있다.

오히려 후행적으로 진행된 삼성바이오로직스-삼성에피스홀딩스의 분할 수시변경이 먼저 발표되었는데, 이는 합병과 인적분할의 차이로 사료된다. 인덱스 투자자 관점에서 분할 이슈는 존속법인과 신설법인의 비중을 어떻게 조율할 것인지를 고민해야 하지만, 합병의 경우 순증적으로 지분이 증가하는 개념이기 때문이다.

[표 4] HD 현대중공업, HD 현대미포 흡수 합병 개요

구 분	HD 현대중공업	HD 현대미포
형태	존속	소멸
교부 비율	-	0.4059146
주주확정 기준일	9/12 (9/10 매수)	
주주총회	10/23	
거래정지	-	11/27~12/14

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

HD현대미포는 일반적으로 통칭되는 MSCI Standard 지수 종목은 아니지만, Small Cap 지수로서 IMI(Investable Market Index) 지수에 함께 편입되어 있다. 동 지수 추종자금은 상장폐지 관련, 지수 연속성을 유지할 수 있는 흡수합병 법인을 편입시켜야 한다.

결과적으로는 MSCI Standard 지수에 편입되어 있는 HD현대중공업이 HD현대미포의 증분만큼 편입비중이 상승하게 된다. 결국, HD현대미포 주주 입장에서는 교환될 HD현대중공업 지분으로 MSCI 지수 편입의 효용을 득할 수 있다. 과거 정기변경에서 Cutoff Buffer(스몰캡 지수 승격의 기준 시가총액)를 하회해 편입에 실패했던 것과는 대비된다.

수시변경 발표 시기는 11월 중으로 예상한다. 리밸런싱은 정기변경일 인접으로 11/24일 정기변경 리밸런싱에 통합될 가능성은 존재한다. 다만, 동사의 기준일인 11/26일에 반영될 가능성을 좀 더 높게 본다.

[표 5] 11 월 MSCI 지수 수시변경

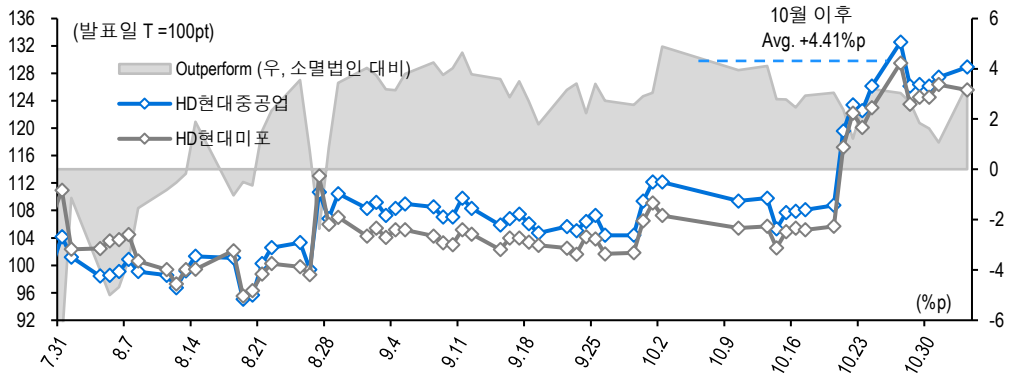
구 분	HD 현대중공업	HD 현대미포
MSCI 편입	O (Standard 편입)	X (Small Cap 편입)
구현 방안	편입비중 증가	Small Cap 편출 / 교환주로 편입 효과
지수변경 발표 (수시)	11월 중 예상 (타 정기변경 종목은 11/6 발표)	
리밸런싱	11.26 (수시변경) Mid / 11.24(정기변경)에 통합 Mid	

자료 : MSCI, 유안타증권 리서치센터

원론적으로 합병 법인 간의 주가는 교환비율에 따라 동조화되는 흐름을 보이는 것이 일반적이다. 다만, 과거 메리츠금융지주와 메리츠화재의 합병 Case에서 보면, 메리츠금융지주의 프리미엄이 더 부여되고, 그 수준이 축소되지 않는 흐름을 보였다.

지수의 연속성 측면과 환금성 측면이 작용하고 있는 점인데, HD현대미포 대비 HD현대중공업의 주가 프리미엄은 10월 이후 +4.41%p 수준에서 유지되고 있다. 약 2주간의 거래정지 후에도 합병법인의 지분을 보유할 투자자는 HD현대미포 할인율이 더 높을 개연성에 주목하는 것이 합리적으로 생각한다.

[차트 4] HD 현대미포의 소멸 거래정지 측면에서 존속법인인 HD 현대중공업의 프리미엄 예상



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

HD현대중공업, HD현대미포 합병 관련, MSCI 수시편입 리밸런싱 수요는 +1,976억원으로 예상한다. 동 이벤트는 패시브 효과와 잠정 발표 모멘텀에서 정기변경 후보군보다 패시브 효과는 높을 것으로 판단한다.

[표 6] MSCI 수시변경 - 편입비중 조정 예상 (억원, %, X)

구분	Code	종목	평균 거래대금	시가총액	순매수 예상	거래대금 대비	시가총액 대비	1M 수익률	3M 수익률	반영일
상향	A329180	HD 현대중공업	1,285	503,344	1,976	1.54	0.39	7.4	22.3	11/26
	A010620	HD 현대미포	864	89,271		2.29	2.21	9.0	14.1	

자료 : MSCI, KRX, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 고경범)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.