대중소 / 시가총액 규모별 정기변경

고경범 Passive/ETF
gyeongbeom.ko@yuantakorea.com

미스트를 따라갈 것 같은 탱커의 오버행

KOSPI 시가총액 규모별 지수 정기변경

시가총액 규모별 지수변경은 3/13(금)에 적용. 동 지수변경은 소속군 이동(대형주→중형주 등)에 관심이 높은 정기변경 이벤트. 실질적인 패시브 자금은 없지만, 중소형주 액티브 유니버스 모멘텀과 소속군 승격/강등의 성과가 주목되는 지수 변경.

이번 변경에서는 심사종료일은 2/27(금)에 해당. 엔씨소프트, 엘앤에프 등이 대형주, 중형주 승강권에서 경합.

컨셉과 달라져 가는 인덱스 효과

뱀의 머리, 용의 꼬리 인덱스 효과는 뚜렷했지만, 23.9월부터 중형주 강등 종목의 성과가 모호해지는 경향. 23년부터 2차 전지, 반도체, AI 전력 테마 등 증시의 모멘텀 스타일 강세와 연관. MSCI 지수 편출입과의 모멘텀 커플링 등도 작용.

꼬리와 머리의 변화, 이익의 질

중형주→대형주 지수로 승격되는 종목은 LG이노텍, 한미약품, HD건설기계, 포스코DX, 대한전선, 엘앤에프 등 6개 종목 승격 예상. 단, 엘앤에프는 엔씨소프트와의 경합에 대해 최종 확인 필요. 이외에도 삼성에피스홀딩스 신규종목으로 편입.

대형주→중형주는 6개 종목 강등 예상. 오리온, 넷마블, 현대제철, 강원랜드, 엔씨소프트(엘앤에프 경합) 등이며, LG생활건강은 2/27(금) 종가 기준으로 MSCI 지수에 편출될 예정. 대한조선, 명인제약, 삼양바이오팜의 3개 종목은 규모별 지수군이 미분류되어 있기 때문에 중형주 지수에 신규 편입될 예정.

최근 중형주 강등의 종목의 성과가 부진한 배경에는 이익사이클이 부진한 종목의 기여가 높았기 때문. 엔씨소프트, 넷마블, 오리온 등은 상대적으로 견조한 이익 컨센서스 흐름이 확인.

미스트를 따라갈 것 같은 탱커의 오버행

대한조선은 2대 주주 안다H자산운용 펀드 지분의 24.89%의 2/2 보호예수 해제에 대한 오버행 이슈로 조선 업종 Peer 대비 언더퍼폼.

동사 지분의 주 계약인 EB(교환사채) Put Option 계약을 참고하면, 관련 지분의 매도는 상장 후 1년까지 절반 가량이, 이후 물량은 2년까지 보호예수 설정되는 것으로 사료됨.

달바글로벌의 Case에서는 자본준비금의 이익잉여금 전환 등도 감안될 필요. 관련 이슈는 시장 우려보다 제한적일 것으로 예상.

KOSPI 시가총액 규모별 지수 정기변경

KOSPI/KOSDAQ 시가총액 규모별 지수변경은 3/13(금)에 적용된다. 동 지수변경은 대중소 변경으로 불리며 소속군 이동(대형주→중형주 등)에 관심이 높은 정기변경 이벤트이다.

용의 꼬리에서 뱀의 머리가 된다는 컨셉이 주효한 배경은 지수 구성에 있다. 최근 3개월(25.12월~2월) 시가총액 변동으로 소속군이 변경되기 때문에, 직전 반기 심사기간(25.6월~8월) 상위 소속군의 강등은 장기간 주가조정을 의미한다.

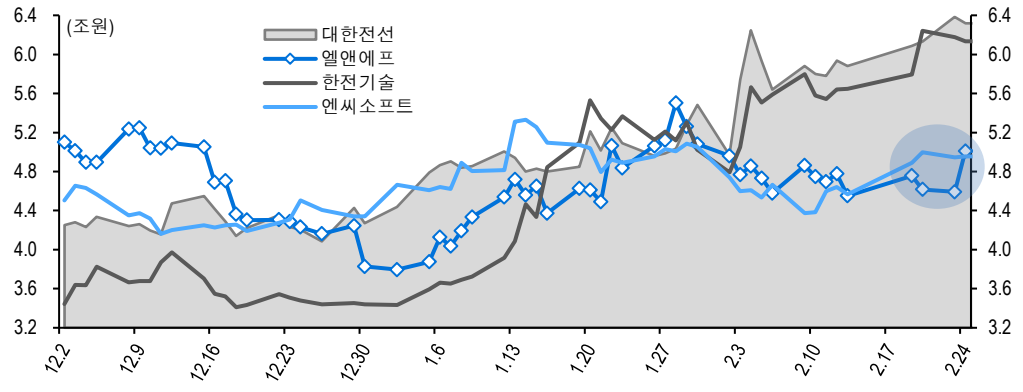
[표 1] KOSPI 시가총액 규모별 지수변경

구 분		내 용
변경주기		연 2회 (3월, 9월)
지수변경일		3월, 9월 선물 만기 T+1일 (9/12)
구성종목 선정	KOSPI 대형주	3개월 평균 시가총액 1위~100위
	중형주	101위~300위
	소형주	잔여 종목

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

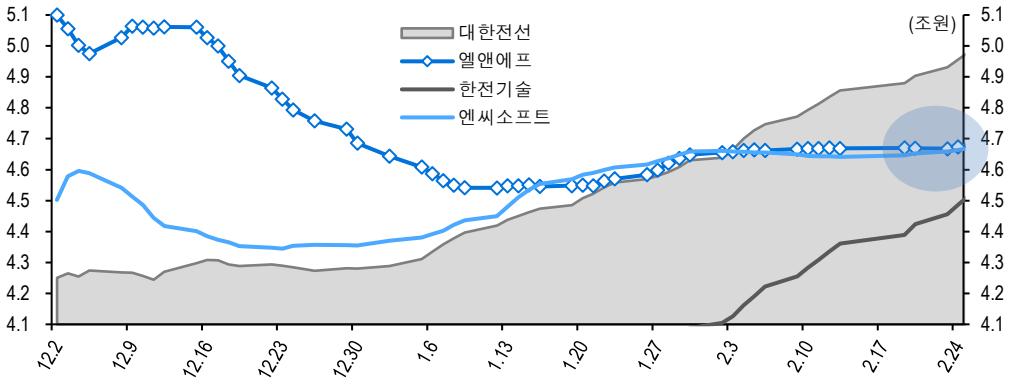
이전 정기변경 대비 경합 수준은 낮은 편이지만, 이번 변경에서도 심사종료일(2/27) 직전까지 후보군의 주가 추이는 주시되어야 할 것으로 보인다. 중형주 편입의 기준이 되는 101위 종목에 엔씨소프트가 가시권에 있지만, 엘앤에프와의 잔여일 주가 격차에 따라 편출입이 달라질 수 있다.

[차트 1] 경합 종목 시가총액 심사종료일 (2/27) 직전까지 모니터링될 필요.



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 2] 특히, 엔씨소프트의 중형주 강등의 심사대상 시가총액은 엘앤에프와 매우 근소한 차이



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

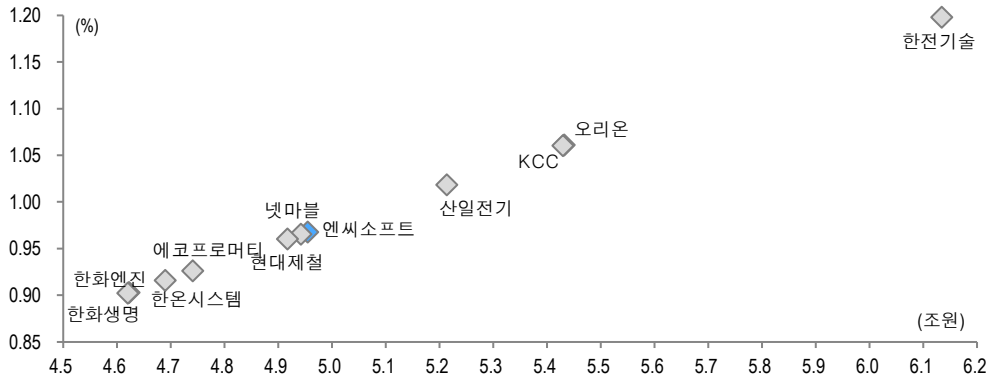
[표 2] 엔씨소프트가 101 위권에 랭크되어 있지만, 엘앤에프와의 잔여일 시가총액에 따라 승강 여부가 결정.

순위	Code	종목	시가총액	심사 시가총액	101위 격차(%p)	1M 수익률	비고
96	A138930	BNK 금융지주	67,496	53,034	238.9	36.8	.
97	A022100	포스코 DX	59,674	50,993	160.5	-0.9	중형→대형
98	A175330	JB 금융지주	63,896	50,942	158.5	38.5	.
99	A001440	대한전선	63,392	50,104	126.3	24.5	중형→대형
100	A066970	엘앤에프	50,302	46,987	6.5	3.9	중형→대형
101	A036570	엔씨소프트	51,167	46,819	0.0	4.6	대형→중형
102	A052690	한전기술	64,286	45,674	-44.0	19.8	.
103	A271560	오리온	55,746	45,249	-60.3	21.1	대형→중형
104	A251270	넷마블	49,337	44,495	-89.3	10.8	대형→중형
105	A062040	산일전기	50,797	44,277	-97.7	15.7	.

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

경계에 존재하지만, 개별 종목의 편출입 여부는 동 지수변경에서 중요한 부분이다. 특히, 중소형주 지수 상위 종목은 해당 지수에서 높은 편입 비중을 차지하므로 편출입 확률에 따라 수급 선반영과 되돌림이 출회될 수 있다.

[차트 3] 경계에 해당하는 종목은 중소형주 내에서 높은 비중을 차지. 지수 미강등 시 수급 되돌림 발생 가능성.

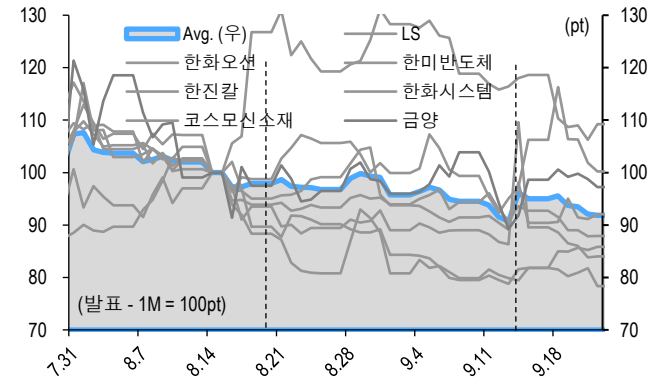


자료: 유안타증권 리서치센터

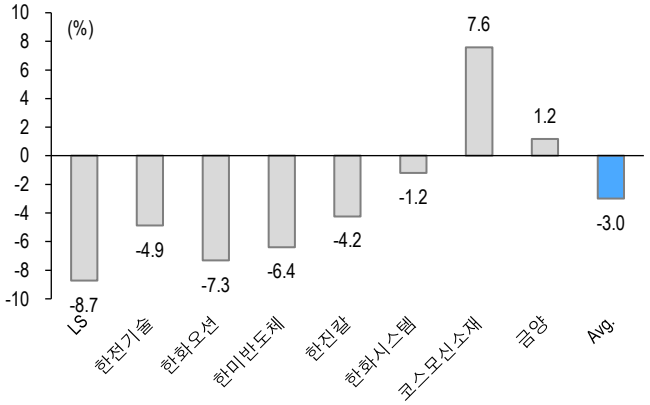
컨셉과 달라져 가는 인덱스 효과

동 지수 변경은 대체로 대형주→중형주 강등 종목의 아웃퍼폼과 중형주→대형주 승격 종목의 언더퍼폼이 대조되는 경향을 보였다.

[차트 4-1] 23.9 월 중형주 → 대형주 승격

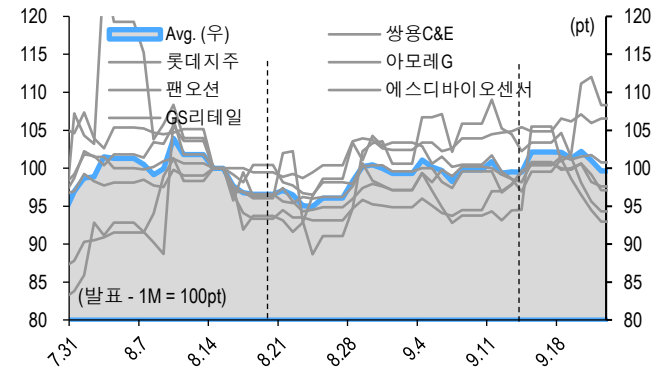


자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

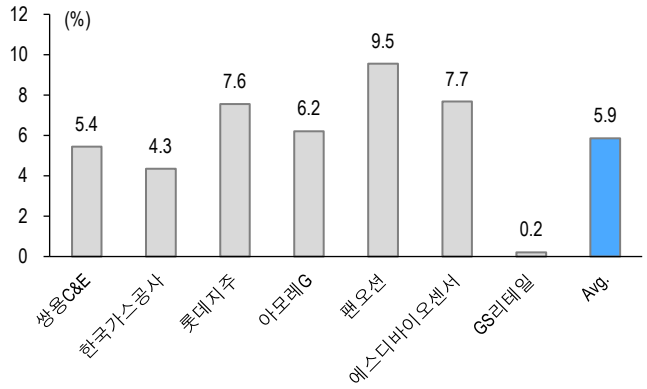


주 : 전월 20 일 ~ 정기변경일 수익률

[차트 4-2] 대형주 → 중형주 강등



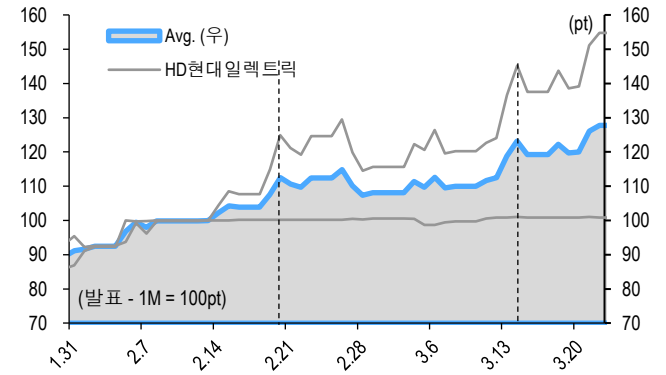
자료: KRX, 유안타증권 리서치센터



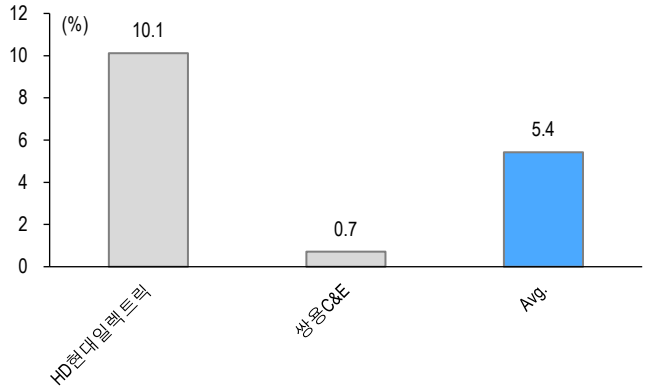
주 : 전월 20 일 ~ 정기변경일 수익률

하지만 23년 이후 정기변경부터 중형주 강등 종목의 성과는 다소 모호해지기 시작했고, 동 기간 대형주 승격 종목의 아웃퍼폼이 월등했다. HD현대일렉트릭과 상장폐지가 추진된 쌍용C&E 2종목이었던 영향이 크지만, 중형주 강등 종목은 과소한 편으로 볼 수 없었다.

[차트 5-1] 24.3 월 중형주 → 대형주 승격

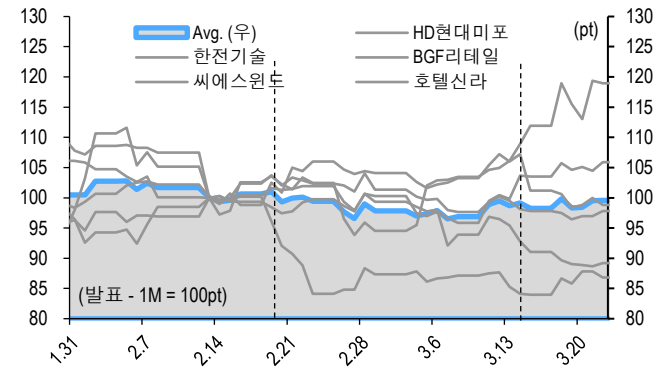


자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

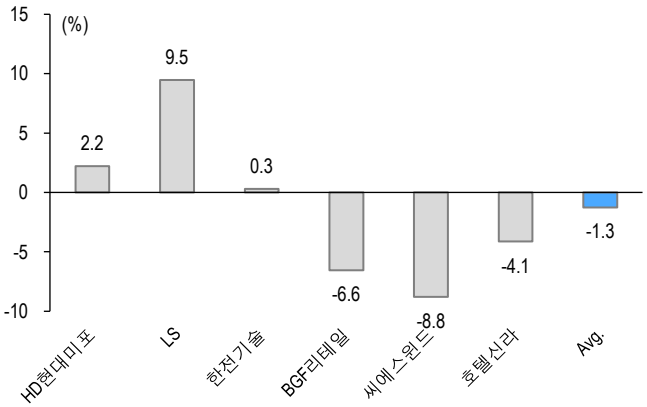


주 : 전월 20 일 ~ 정기변경일 수익률

[차트 5-2] 대형주 → 중형주 강등

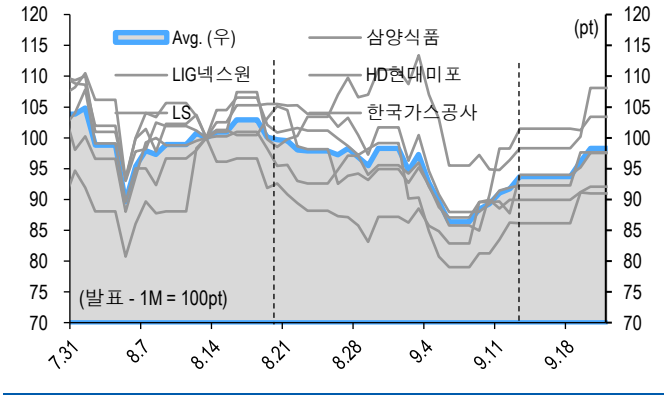


자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

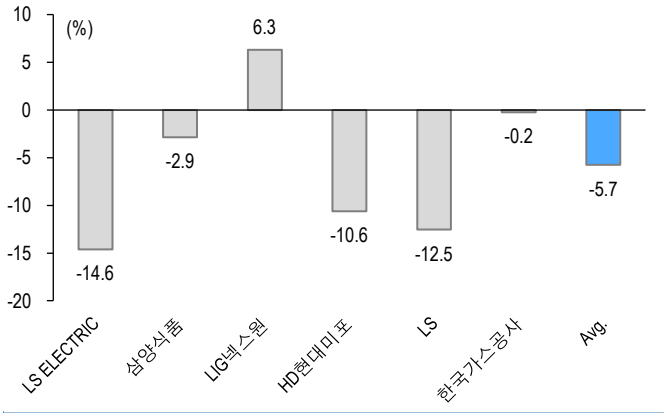


주 : 전월 20 일 ~ 정기변경일 수익률

[차트 6-1] 24.9 월 중형주 → 대형주 승격

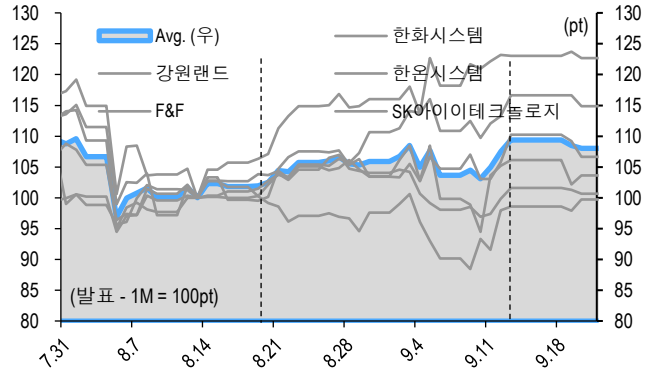


자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

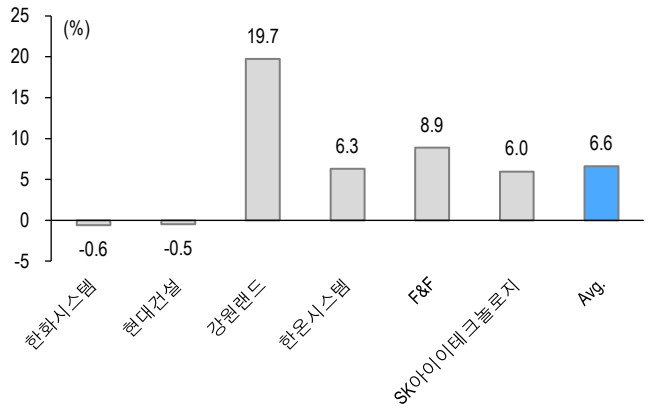


주 : 전월 20 일 ~ 정기변경일 수익률

[차트 6-2] 대형주 → 중형주 강등

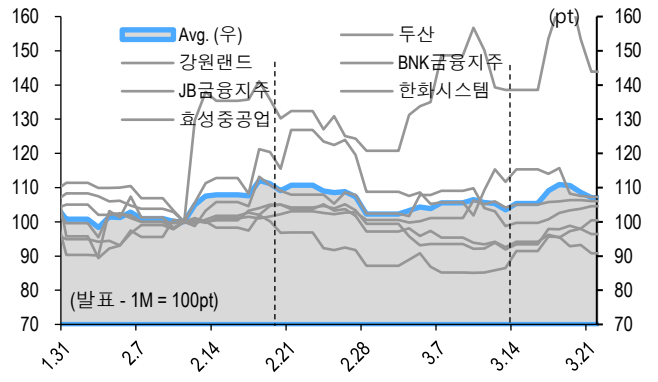


자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

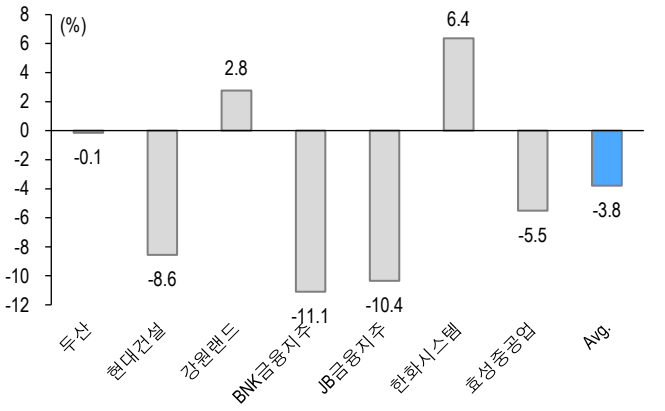


주 : 전월 20 일 ~ 정기변경일 수익률

[차트 7-1] 25.3 월 중형주 → 대형주 승격

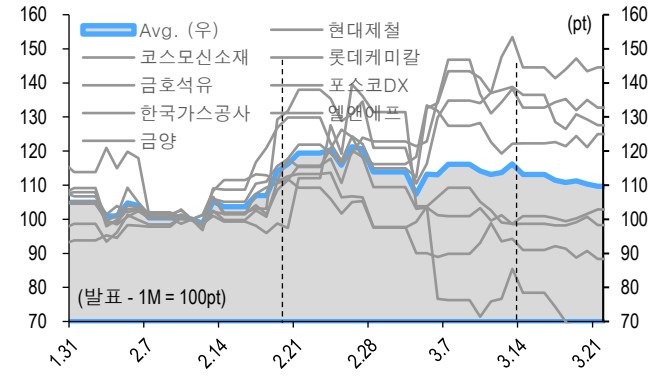


자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

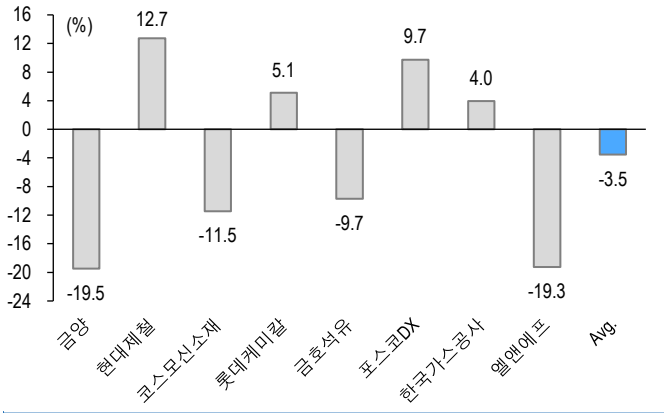


주 : 전월 20 일 ~ 정기변경일 수익률

[차트 7-2] 대형주 → 중형주 강등

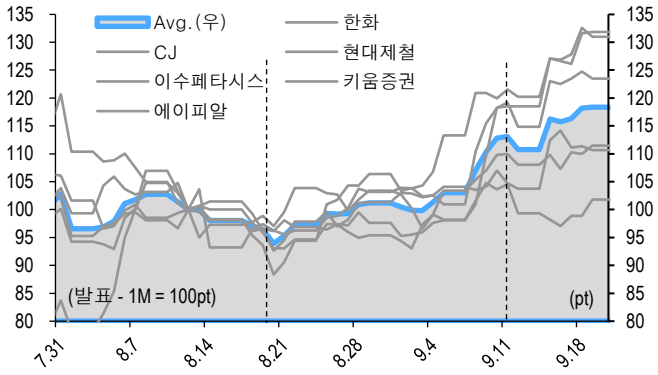


자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

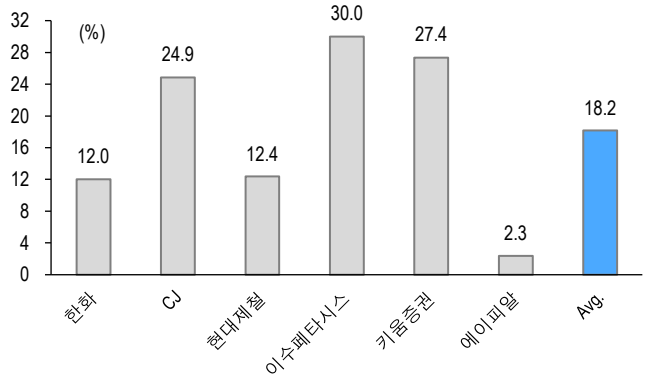


주 : 전월 20 일 ~ 정기변경일 수익률

[차트 8-1] 25.9 월 중형주 → 대형주 승격

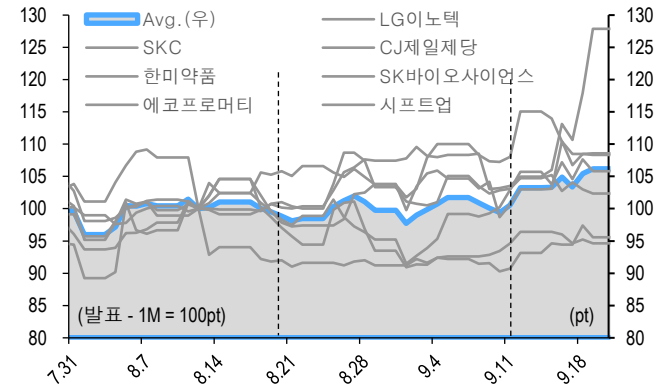


자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

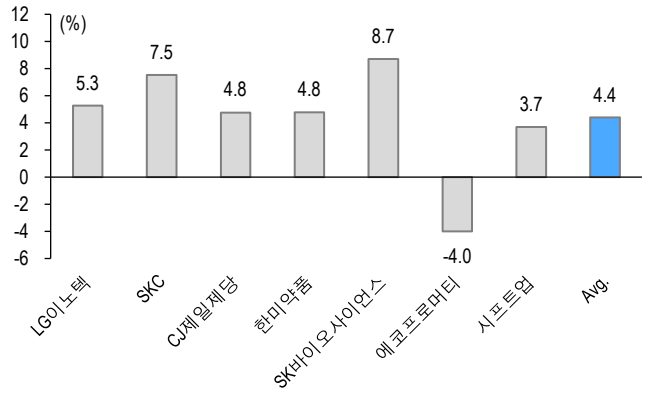


주 : 전월 20 일 ~ 정기변경일 수익률

[차트 8-2] 대형주 → 중형주 강등



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터



주 : 전월 20 일 ~ 정기변경일 수익률

23.2월부터 2차 전지 테마, 반도체, AI 전력 테마 등 모멘텀 스타일의 성과가 강했고, 수급 쏠림 현상으로 모멘텀주와 일반 종목 간의 성과 괴리가 확대되는 데에 기인한다.

꼬리와 머리의 변화, 이익의 질

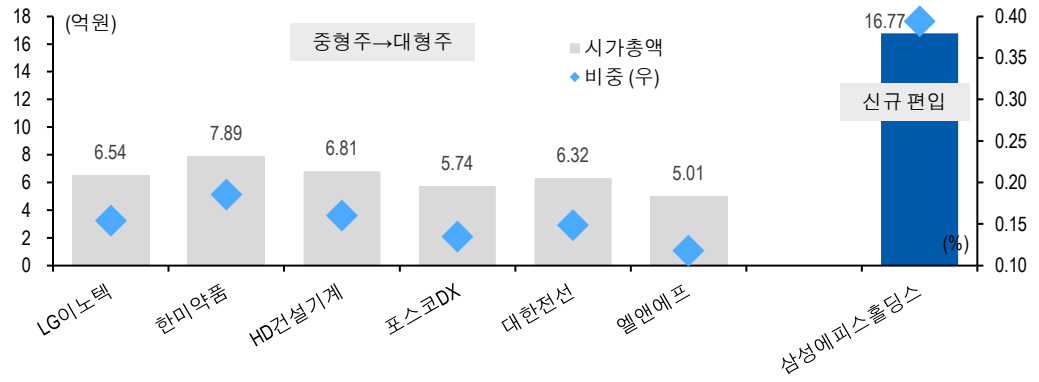
일반적으로 중형주→대형주 지수로 승격되는 종목은 중소형 펀드 관점에서는 편출을 의미한다. LG 이노텍, 한미약품, HD 건설기계, 포스코 DX, 대한전선, 엘앤에프 등 6개 종목이 승격될 것으로 예상한다. 다만, 엘앤에프는 엔씨소프트와의 경합이 최종 확인되어야 승격될 수 있다.

이외에도 대형주 지수에 삼성에피스홀딩스가 편입되는데, IPO 종목으로서 중소형 펀드 등에 편입되지 않았기 때문에 편출 수요보다는 지수 편입 종목으로서의 편입 수요가 유입될 가능성이 더 높다.

즉, 시가총액 규모별 변경의 본연보다는 MSCI 정기변경 등의 투자자 저변이 확대된 이슈도 작용하는 점을 고민되어야 한다. 이전 정기변경에서는 일부 대형주 승격 종목에 MSCI 편입 후보군이 시사되는 모멘텀 효과가 존재했다.

5월 MSCI 정기변경은 13조원대 수준을 상회해야 하는 점을 감안하면, 이번 정기변경에서 대형주 승격 종목의 모멘텀 부각은 다소 약화될 것으로 판단된다. 삼성에피스홀딩스는 26.2월 MSCI 지수 편입 완료로 관련 모멘텀의 선반영이 둔화될 것으로 보인다.

[차트 9] 중형주→대형주 승격, 신규 편입 종목

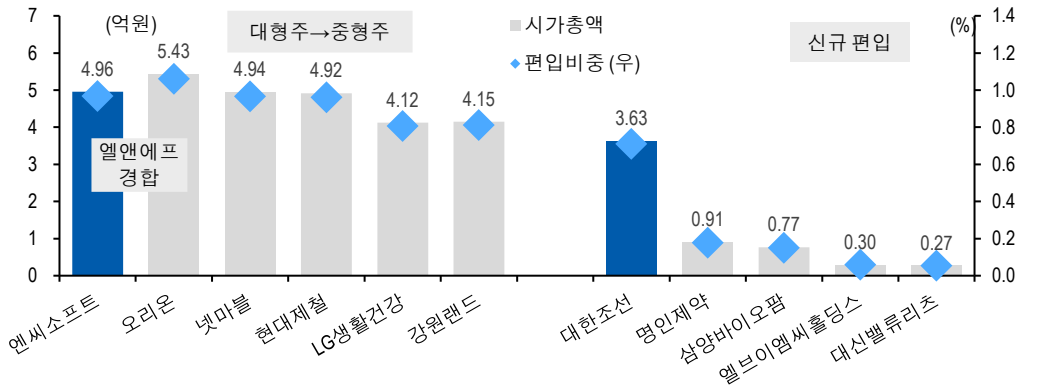


자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

대형주→중형주로는 6개 종목이 강등될 것으로 예상한다. 이 중 LG 생활건강은 2/27일(금) 종가 기준으로 MSCI 지수에 편출될 예정이다. 최근 관련 종목군에서 외국인의 매도 반영 이후, 지수 변경일 전후 기관 수급의 영향력이 강화되는 점도 감안할 필요가 있다.

대한조선, 명인제약, 삼양바이오팜의 3개 종목은 규모별 지수군이 미분류되어 있기 때문에 중형주 지수에 신규 편입될 예정이다. 엘브이엠씨홀딩스, 대신밸류리츠는 심사시가총액이 300위권을 크게 하회하므로 소형주 지수에 편입될 것으로 본다.

[차트 10] 대형주→중형주 강등 종목, 중형주 신규 편입 종목

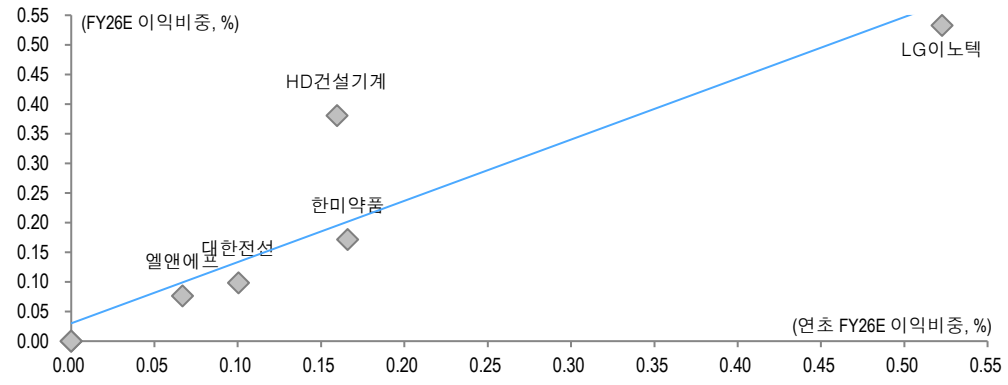


자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

상대적으로 모멘텀이 부족하지만, 시가총액 규모별 정기변경에서 대형주 승격 종목의 성과가 좋은 배경에는 4Q 실적 시즌에서 이익 트렌드의 변화 등이 확인되었기 때문이다. 지수 랠리로 주가 성과가 양호했던 종목이 다수 발견되지만, 삼성전자, SK하이닉스 중심의 이익 개선에 비해서는 이외 대형주, 중소형주 지수는 부진한 이익 개선을 보이고 있다.

LG이노텍 등은 대형주 승격 종목에서 양호한 이익 개선을 상대적으로 보여주고 있고, HD건설기계는 HD현대인프라코어와의 합병에 대한 이익 컨센서스가 반영된 측면이 높지만, 상대적으로 이익 비중이 높은 편이다.

[차트 11] 대형주 신규 승격 종목 - 연초 대비 이익비중 변화

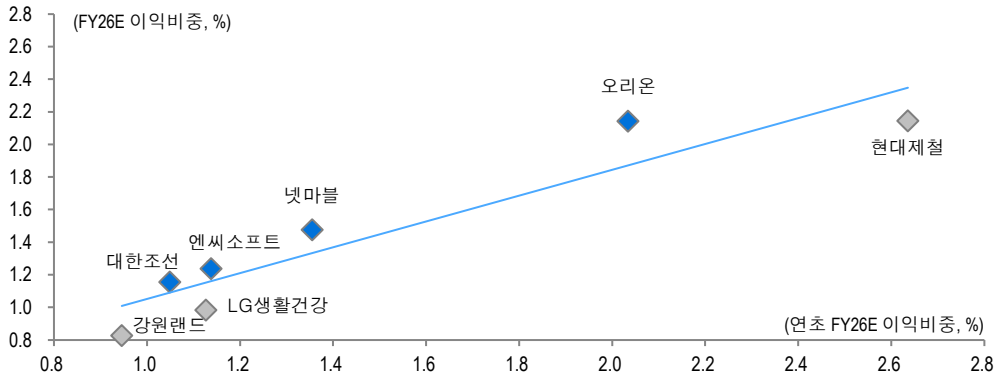


주: HD 현대건설기계는 HD 현대인프라코어 합병 등이 반영. 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

최근 정기변경에서 중형주 강등의 종목의 성과가 부진한 배경에는 이익사이클이 부진한 종목의 기여가 특히 높았다.

반면, 엔씨소프트(엘앤에프와 경합), 넷마블, 오리온 등은 중형주로 강등되었지만, 상대적으로 견조한 이익 컨센서스의 변화가 확인되고 있다. 대한조선은 중형주 신규편입 종목이지만, 이익의 개선이 눈에 띈다.

[차트 12] 중형주 강등 종목 - 이익 턴어라운드와 주주환원 정책으로 컨센서스 상향종목

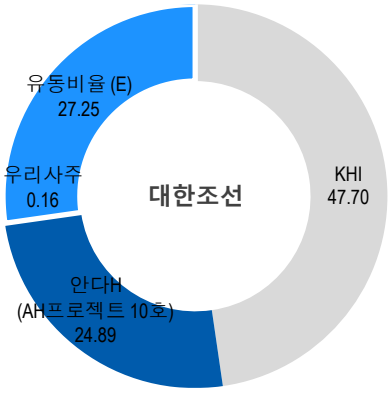


자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

미스트를 따라갈 것 같은 탱커의 오버행

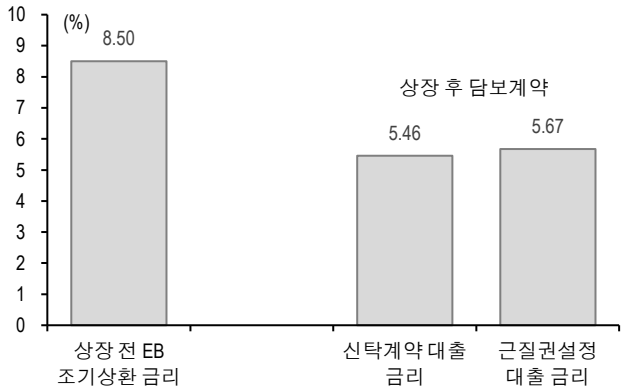
대한조선은 2대 주주 안다H자산운용(AH프로젝트 10호 펀드)의 오버행 이슈로 조선 업종 Peer 대비 언더퍼폼하고 있다. 동 지분은 24.89%로 2/2일 이후 6개월 보호예수가 해제되었다. 최근 안다자산운용 펀드의 담보계약 질권 설정이 27.10월로 연장되면서 분할 매도에 대한 오버행 이슈가 장기화되는 데에 대한 우려가 높은 것은 사실이다.

[차트 13] 대한조선- 2 대 주주의 6 개월 보호예수 해제(2/2)로 오버행 이슈가 작용



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 14] EB 기대수익률 최저 8.5%의 펀드 자금이 상장 후 담보계약을 유지



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 2 대 주주 안다자산운용의 담보계약

구분	담보계약 대출금액 (억원)	이자율	계약기간
AH 프로젝트 일반사모 투자신탁 제10호 (안다 H 자산운용)	1,340	5.46	24.10.30 ~ 29.10.30
	100	5.67	26.02.02~27.10.01

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

하지만, 동사 지분의 주 계약인 EB(교환사채) Put Option 계약을 참고하면, 관련 지분의 매도는 상장 후 1년까지 절반 가량이, 이후 물량은 2년까지 보호예수 설정되는 것으로 사료된다.

취득단가(13,034원, 현재 주가 94,400원) 대비 높은 수익률과, 25.10월 770억원 규모의 ReCap(투자 원금의 조기 회수)을 진행했다고 하지만, 메자닌 성격의 자금이 주식담보계약과 수익의 50%를 대한조선의 최대주주인 KHI에 지분하는 Earn-out 조항을 부담하는 것은 이례적인 일이다.

[표 4] Put Option 에 따라 상장 후 1 년(26.8.1)까지 의무 보유 필요

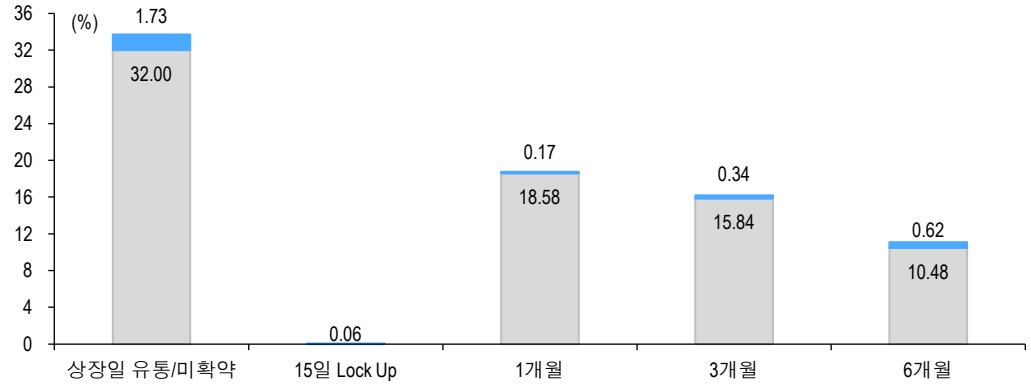
구분	내용
Earn-Out 조항	교환사채(교환사채의 교환권 행사로 인하여 인수인이 취득한 대한조선 발행주식을 포함)를 매각한 경우 (교환사채가 상환된 경우는 포함하지 않음) 인수인이 해당 매각 대금에서 관련 매각 비용, 세금 및 본건 교환사채 인수대금을 공제한 금액의 50%를 최대주주에 지급하기로 함
Put Option (주식 매도 청구권)	(중략) 소유한 주식을 "본인"(㈜케이에이치아이) 또는 "본인"이 지정한 제3자가 인수하는 경우, 그 인수인은 인수한 주식에 대해서 최대주주인 "본인"과 동일한 의무보유 기간을 적용한다. 명확하는, 인수인(제3자)은 삼성증권 주식회사(AH 프로젝트일반사모투자신탁제10호의 신탁업자 지위에서)으로부터 인수한 주식에 대해서 인수한 주식의 절반은 상장일로부터 1년이 되는 날까지, 나머지 절반의 주식은 상장일로부터 2년이 되는 날까지 의무보유 조치를 취한다.

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

EB 계약에 의한 보호예수 설정까지 감안한다면, 당사 패시브의 판단으로는 주주총의 결의 후, 상장 관련 자본금 감소에 대한 이익잉여금 전환과, 특별 배당 실시로 이어질 가능성도 존재해 보인다.

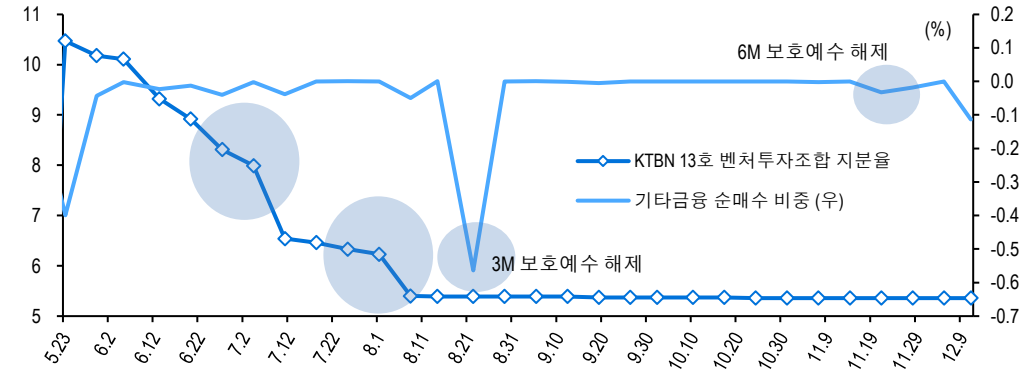
달바 글로벌은 6개월 보호예수 해제 이전에 임시 주주총회 결의 후, 상장 당시 자본준비금 274억원을 이익잉여금으로 전환, 3Q 현금배당을 실시한 경험이 있다. 블록딜 과정에서 과도한 할인율을 적용 받는 것보다는 배당 수취 등을 통해 DPI(Distribution to Paid in Capital)을 보전한 점도 있지만, 동사의 Pre-IPO 계약에 대한 보호예수 등이 작용했던 점이 커 보인다.

[차트 13] 달바 글로벌 - 높은 Pre IPO 지분으로 6 개월 오버행 이슈가 높게 작용했지만



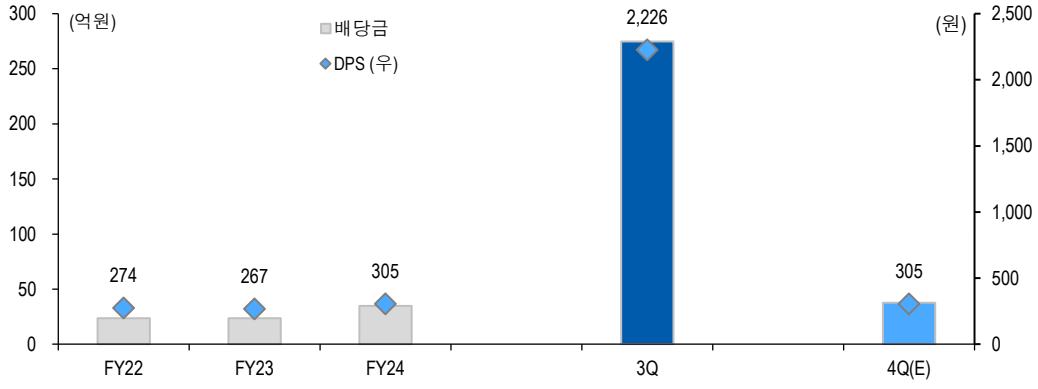
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트 14] Pre-IPO 지분의 오버행 출회는 3 개월, 6 개월 Lock Up 종료 후에도 제한적이었던 경험



자료: KRX, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

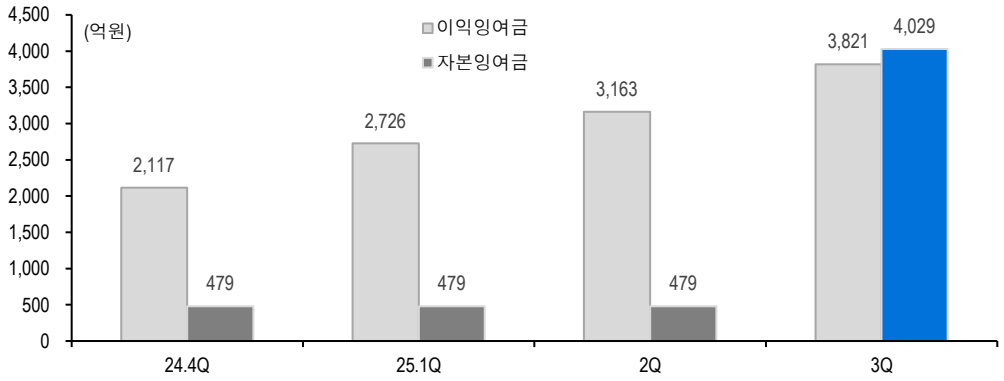
[차트 15] 3Q 자본준비금을 이익잉여금으로 전환, 3Q 특별 배당을 실시. Pre-IPO 지분의 오버행이 제한되었던 배경



자료: KRX, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

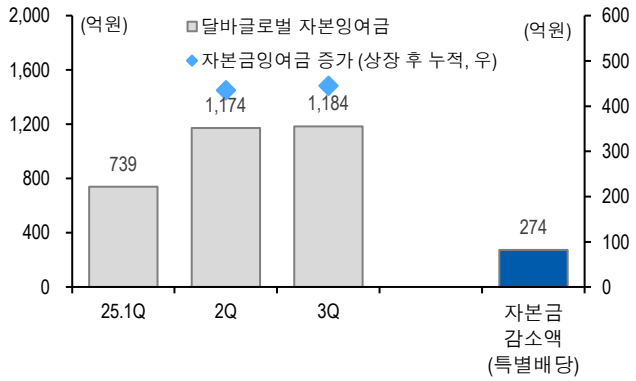
메자닌 수익에 대한 자금 보전 성격을 감안한다면 대한조선의 Case에서도 오버행 이슈는 이번 정기변경에 저촉될 이슈는 아닐 것으로 판단된다. 역시 주주총회 소집과 의결의 절차가 필요하지만, 달바글로벌과 유사한 수준의 특별 배당이 결의된다면 기대 배당수익률은 2.6%~6.2% 수준으로 추정된다.

[차트 16] 대한조선의 상장 후 자본잉여금 증가



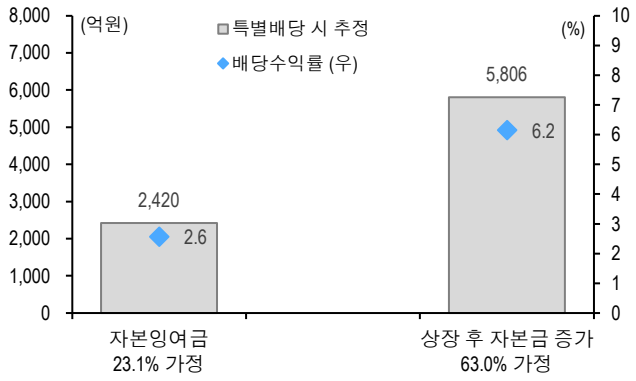
자료: KRX, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트 17] 달바글로벌의 자본잉여금 증가와 특별배당 수준



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 18] 대한조선이 유사한 주주총회, 특별 배당을 실시할 경우 기대 수익률



자료: 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.