



SK텔레콤 변경발표 후 수급, 왜 극과 극일까?

1. SK텔레콤 MSCI 비중축소, 외국인 수급은 극과 극

- 8월 MSCI 변경발표에서 SK텔레콤의 비중축소는 -0.11%p, 신흥국 1위
- 발표일(8/12), 외국인은 788억원 순매수, 전일(8/17)은 -430억원 순매도

2. 작년 인도 통신주 Case, 낮은 선반영 수요

- 20.8월 인도 바르티 에어텔도 동일 이슈로 편입비중이 1/2 수준으로 축소. 3Q 외국인 지분율은 -2.6%p 감소
- SK텔레콤의 정기변경 발표 전 외국인 순매도가 높았던 7/30일은 글로벌 배당 ETF 편출과 연관. MSCI 비중축소 관련 선반영은 낮은 편

3. 대차잔고 리콜을 고려 필요

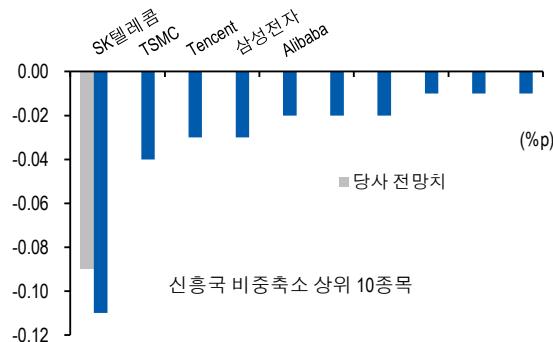
- 발표일 외국인 순매수레벨이 높았던 배경은 1) 공매도 수요 관련 대차거래 Pool 증가, 2) 리밸런싱 자금의 대차거래 리콜 관련 차입자의 솟커버링
- 글로벌 ETF 운용사는 수익성 제고 목적인 대차거래에 적극적. SK텔레콤과 같은 비중축소는 리밸런싱 관련 대여주식의 리콜 사유
- ETF 운용사는 리콜과 관련, 차입자 솟커버가 불가피한 상황임을 인지, 비중축소를 유보했을 유인이 높음
- SK텔레콤의 비중확대는 리밸런싱일(8/31) 동시호가 시점이 적합

1. SK텔레콤 MSCI 비중축소, 외국인 수급은 극과 극

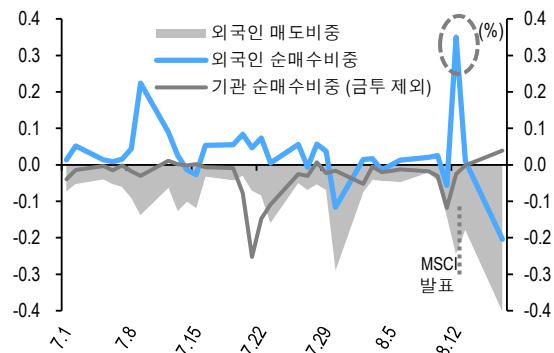
MSCI 정기변경 발표일(8/12), 외국인은 SK텔레콤을 788억원 순매수했다. 직전일 발표된 실적개선과 중장기 배당 가이던스 제시가 긍정적으로 평가된 점도 반영된 것으로 보인다. 반면, 전일(8/17) 외국인 순매도금액은 -430억원으로 올해 최저수준을 기록했는데, MSCI 비중축소와 연관된 수급유인도 체크가 필요하다고 본다.

8월 MSCI 정기변경 발표에서 SK텔레콤은 -0.11%p 비중축소로 신흥국 비중축소 1위에 랭크되었다. 당사 패시브 전망(-0.09%p)보다 축소수준도 상회했음에도 불구하고, 전술한 대로 외국인 수급은 기존 비중축소와 대비된 모습을 보였다.

[차트1] SK텔레콤의 비중축소는 당사 전망을 상회. 신흥국 비중축소 1위에 랭크



[차트2] 반면, MSCI 정기변경 발표일에는 외국인의 강한 순매수가 유입

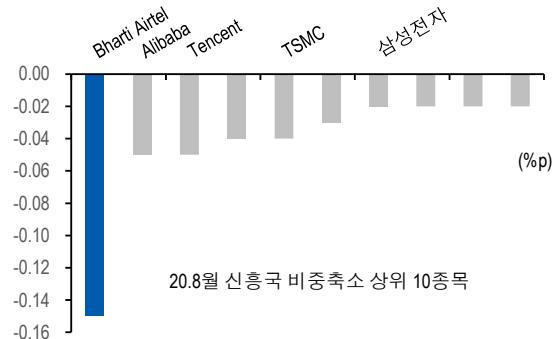


2. 작년 인도 통신주에서 보는 비중축소 Case

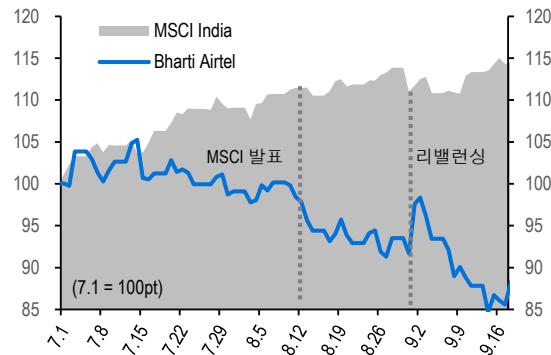
MSCI 지수 비중축소가 외국인에게 편더맨털 대비 중요도가 낮은 이슈로 평가될 수도 있을 것이다. 20.8월 정기변경에서 인도 통신종목인 바르티 에어텔(Bharti Airtel)도 SK텔레콤과 같이 외국인 보유한도 대비 마진 이슈로 편입비중이 1/2 수준으로 축소되었다. 당시 신흥국 비중축소 1위를 기록한 점도 공통적이다.

동사의 MSCI 정기변경 발표 후 주가하락은 -6.3%를 기록했는데, 당시 MSCI 인도 지수가 -0.4%로 견조했던 것과 SK텔레콤 시가총액의 2.6배 수준인 점도 고려되어야 할 것이다.

[차트3] 20.8월 인도의 바르티 에어텔도 보유한도 대비 마진 이슈로 신흥국 비중축소 1위를 기록



[차트4] MSCI 비중축소 발표 후, 견조했던 인도 증시 대비 주가는 언더파フォ



인도의 개별종목 외국인 지분율은 분기증감 수준에서 확인이 가능했다. 20.6월말과 9월말의 시차는 존재하지만, 외국인 지분율은 -2.6%p 감소했고, 작년 인도 정부의 외국인 보유제한 완화정책으로 상승한 타 종목들과 대비가 뚜렷했다. 동사의 주가하락과 외국인 지분율 감소에 MSCI 지수 비중축소가 영향을 미친 점을 유추할 수 있다.

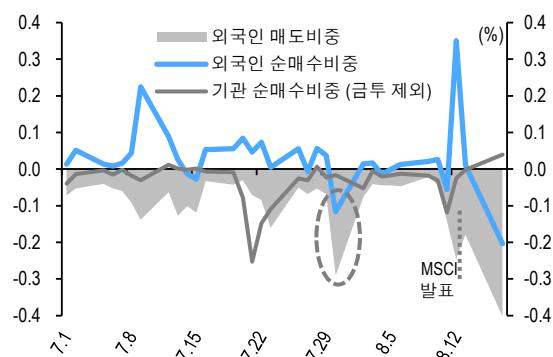
[차트5] 반영 시차는 있지만, 3개월 간 외국인 지분율은 -2.6%p 하락



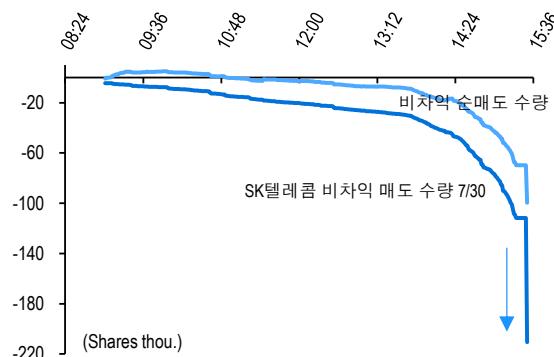
3. 정기변경 발표 전 선반영은 낮은 편

MSCI 정기변경 발표 전 SK텔레콤의 외국인 매도레벨이 높았던 거래일은 7/30이었다.(외국인 순매도금액 -253억원, 시총대비 -0.12%) MSCI 비중축소에 대한 외국인의 선반영이 출회되었다고 생각할 수 있다. 당시 패시브도 정기변경 전략 제시 후 동 거래일 수급에 주목했지만, 이 날의 매도는 이전 거래일과는 다른 특징을 보였다. 장마감 동시호가에 비차익 매도 체결량이 급증했고, 주가의 반락폭도 동시호가에서 크게 나타났다. 전형적인 패시브 리밸런싱에서 발견되는 특징이다.

[차트6] MSCI 정기변경 발표 전 SK텔레콤의 외국인 순매도 레벨이 높았던 거래일은 7/30일



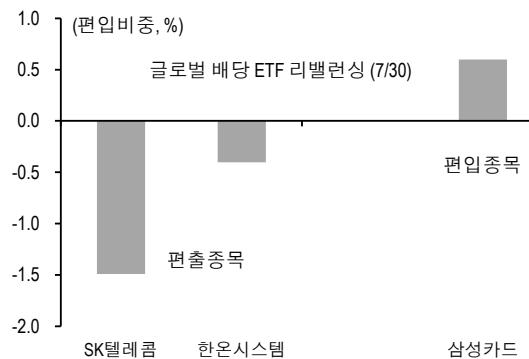
[차트7] 동 매도를 MSCI 비중변경 선수요로 보기에는 동시호가 체결량 급증 등 패시브 이벤트 특징이 관찰됨



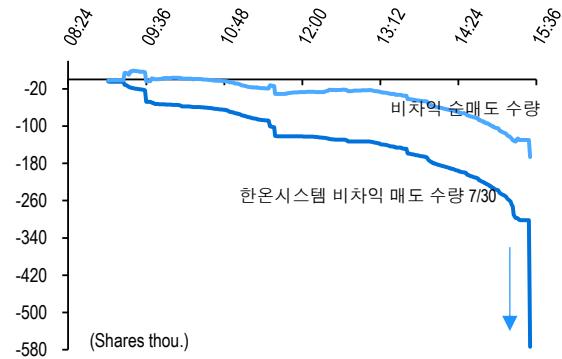
동 거래일은 글로벌 배당 ETF 리밸런싱이 진행된 거래일로, SK텔레콤은 해당 ETF에서 편출되어 매도가 출회되었다. 함께 편출된 한온시스템도 동시호가에 매도레벨이 급증했고, 편입된 삼성카드는 반대의 패턴을 보였다..

이에 입각해서 보면 7/30 외국인의 SK텔레콤의 매도도 MSCI 정기변경 비중축소 이슈가 주요요인이 아닌 것으로 볼 수 있고, 발표 전 외국인의 선반영 레벨은 극히 낮았던 것으로 평가할 수 있다.

[차트8] 동 거래일은 SK텔레콤 편출 등 글로벌 ETF 리밸런싱일



[차트9] 이외 편출입 종목에서도 동시호가 체결량 급등 등 ETF 리밸런싱 특징이 확인됨

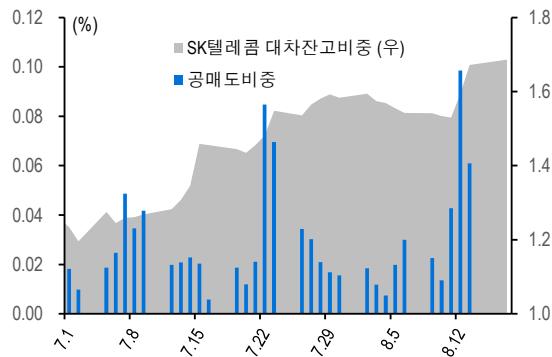


4. 대차잔고 리콜을 고려 필요

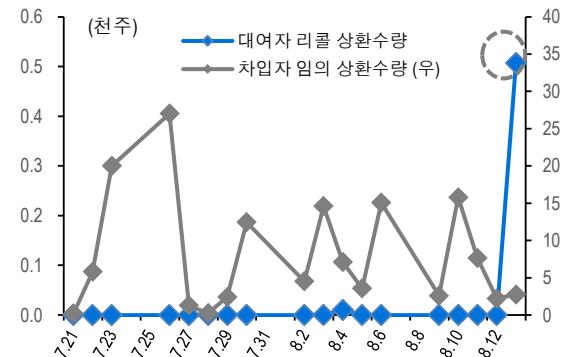
당사 패시브가 생각하는 SK텔레콤의 MSCI 정기변경 발표에서 외국인 순매수레벨이 높았던 배경은 1) 비중축소 관련 공매도 수요증가에 따른 대차거래 Pool의 증가, 2) 리밸런싱 진행자금의 대차거래 리콜에 따른 차입자의 솟커버링이다.

국내 기관에서 집계되는 대차잔고 데이터는 외국인 비중이 낮은 한계는 존재하지만, MSCI 정기변경 발표를 기점으로 의미있는 변화가 관찰되는 것은 대차거래 상환물량 중 차입자의 임의상환 물량 외에도 리콜 상환수량의 레벨이 크게 증가한 점이다.

[차트10] MSCI 정기변경 발표일 대차잔고, 공매도 레벨은 증가

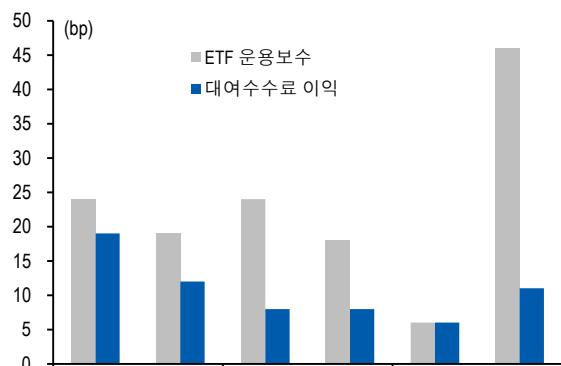


[차트11] 국내 기관이 집계하는 대차잔고에서 대여자가 리콜요청한 수량의 증가가 들통보임

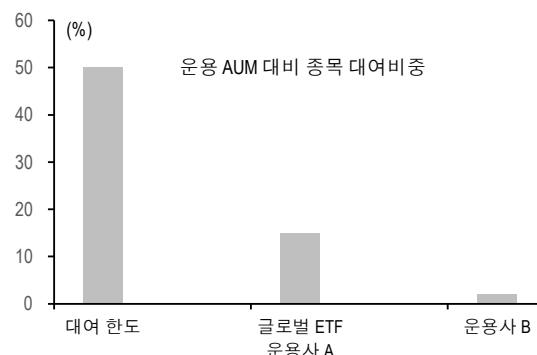


글로벌 ETF 시장은 운용보수 경쟁이 과열되고 있는 반면, 운용 오버헤드는 여전히 높은 편이다. 글로벌 ETF 운용사가 수익을 제고할 원천은 대차거래이다. MSCI 지수변경과 같은 이벤트가 아닌 이상 포트폴리오 변경빈도가 낮기 때문에, 보유비중의 50% 이내에서 주식을 대차하여 대여수수료를 수취할 수 있다.

[차트12] 글로벌 ETF는 운용보수 경쟁 등에서 비롯되는 수익성 이슈를 대차거래로 충당



[차트13] 지수변경 등의 이벤트가 아니면 포트폴리오 조정빈도가 낮기 때문에 대차거래 유인은 상승



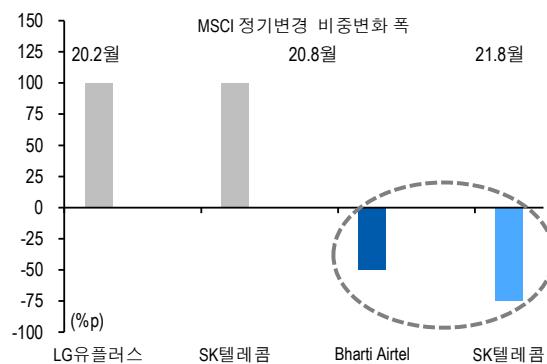
주: 2017년 기준

SK텔레콤과 같이 일반적인 정기변경 수준을 넘은 비중축소가 문제가 되는 것은 기존 대여자가 실제 리밸런싱에 반영이 필요하기 때문에 대여주식을 리콜하는 사유가 발생하기 때문이다. 차입자는 대여자의 요청에 따라 주식을 매수하여 반환해야 한다. 비중확대는 추종자금이 매수하여 물리적으로 편입하면 되는 이슈이지만, 비중축소의 경우 매도가 필요하며 소유했던 지분을 처분하는 것이 합리적이기 때문이다.

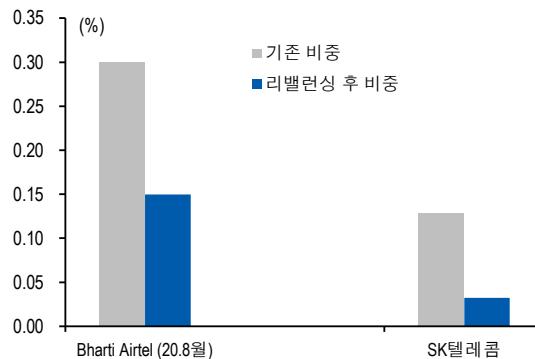
ETF 라인업을 갖춘 운용사는 Enhanced 패시브 인덱스 펀드 외에도 액티브 펀드의 라인업을 갖춘 경우가 대부분이다. 이를 하우스는 ETF 리밸런싱 리콜과 관련된 차입자가 솟커버를 진행할 수 밖에 없었음을 인지했을 것이다. 8/12 정기변경 발표에 외국인 매도레벨이 상대적으로 낮았던 배경을 이와 관련된 것으로 생각한다. 솟커버링 매수자 외에도 추가상승에 따른 다른 투자자의 매수로 추가가 상승하면 지수추종보다 높은 호가에서 매도를 진행할 수 있을 것이다.

SK텔레콤이 리콜사유가 강한 배경은 보유한도 대비 마진으로 인한 비중변경이 간헐적인 점과, 일반적인 비중변경 폭이 2배 또는 1/2 수준인데 비해 동사는 -75%p의 비중축소인 점, 신흥국 Peer 대비 편입비중이 낮아 상대적으로 주목받지 못한 점으로 생각된다.

[차트14] 비중축소 종목은 대여수량의 리콜이 필요요. SK텔레콤의 비중변경 폭은 이전변경 대비 높은 편

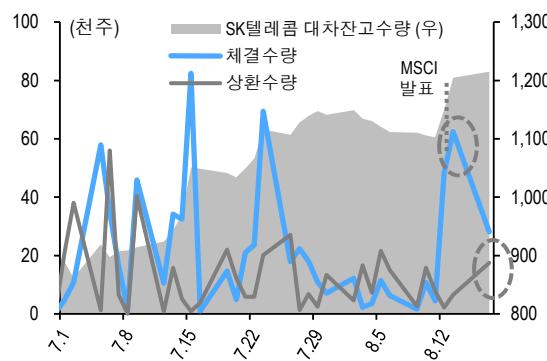


[차트15] 신흥국 Peer 대비 편입비중이 낮아 상대적으로 주목받지 못한 점도 발표일 이후 리콜이 상승할 배경

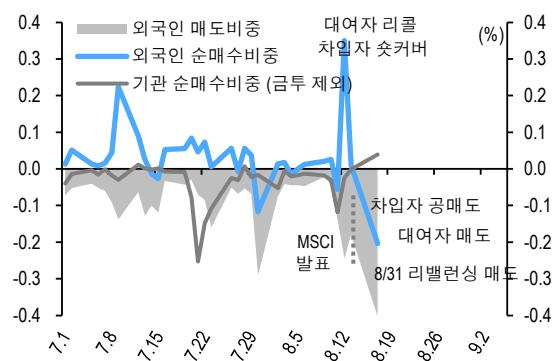


앞으로 동사 리밸런싱에서는 외국인 수급이 가장 주효한 것이 사실이지만, 대차잔고의 체결과 상환을 주목할 필요가 있다고 본다. 체결의 증가는 공매도 수요의 증가를 의미하고, 상환레벨의 증가는 대여자의 주식인도와 리밸런싱 전 선제적인 매도로 이어질 수 있기 때문이다. 양 수요가 대치되는 과정에서 대차잔고의 급증과 급감이 상쇄될 수도 있다고 본다.

[차트16] 대차잔고 중 체결수량은 차입자의 공매도 수요를, 상환수량은 대여자의 주식인도와 매도 진행을 의미



[차트17] 관련 매도를 감안하여, 적극적인 SK 텔레콤 비중확대 시점은 8/31 장마감 동시호가로 판단



5. MSCI 변경 수급 업데이트

비중변경이 되는 SK텔레콤을 비롯하여 MSCI 정기변경 편출입 종목의 수급을 업데이트했다. 참고로 당사 패시브의 매도금액은 추종자금과 편입비중을 바탕으로 한 패시브 매도금액이다. 시장 컨센서스 매도금액 대비 다소 높은 편인데, 발표일~리밸런싱일 간 외국인 순매수/매도금액이 인지하기 쉽기 때문에 통용되는 경향이 높기 때문일 것이다.

다만, SK텔레콤의 비중축소는 선반영되지 못해 'day'는 감소하고 '-to cover'는 높아졌음을 유의할 필요가 있다. 일반적인 리밸런싱 가담자금이 패시브 수급을 리밸런싱일 상쇄하는 경향이 있고, 선수요가 반영된 종목은 리밸런싱 전 대응도 권할 법 하지만, 동사의 패시브 매도금액이 높기 때문에 보수적인 대응이 필요하다는 생각이 앞선다. 일부 편출종목의 경우, Enhanced 패시브 자금 등의 반영으로 리밸런싱일 T+1일 매도가 출회되고 거래 대금이 감소한 상황에서 충격이 있을 수 있다.

하지만, 해당 리스크에도 불구하고, SK텔레콤의 매수적기는 8/31 장마감 동시호가로 판단한다. 동사는 지수잔류 종목이기 때문에 해당 유인이 적다고 생각되기 때문이다. MSCI 정기변경 이벤트는 단기 수급이슈로, 인적분할 등 종목 모멘텀에 적극적인 비중확대의 계기로 삼기를 바란다.

[표1] MSCI 8월 정기변경 편입종목 예상 수급 - 패시브 금액 기준

구분	Code	종목	리밸런싱 수요	평균 거래대금	시가총액	거래대금 대비	시총대비
8/20 리밸런싱	A323410	카카오뱅크	3,959	20,429	415,238	0.19	0.95
편입	A302440	SK바이오사이언스	6,258	8,402	244,035	0.74	2.56
	A247540	에코프로비엠	3,724	1,625	65,693	2.29	5.67
	A361610	SK아이이테크놀로지	3,257	1,460	148,655	2.23	2.19
편출	A032500	케이엠더블유	-1,458	149	20,229	-9.75	-7.21
비중변경	A017670	SK텔레콤	-9,726	769	210,776	-12.64	-4.61

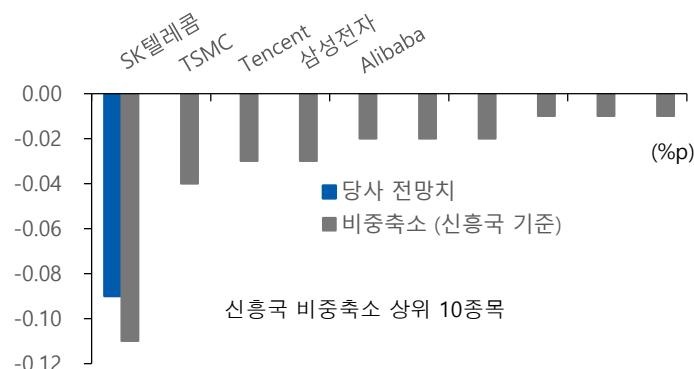


[표2] 예상 수급 - 외국인 순매도금액 기준

구분	Code	종목	리밸런싱 수요	평균 거래대금	시가총액	거래대금 대비	시총대비
8/20 리밸런싱	A323410	카카오뱅크	1,768	20,429	415,238	0.09	0.43
편입	A302440	SK바이오사이언스	2,795	8,402	244,035	0.33	1.15
	A247540	에코프로비엠	1,663	1,625	65,693	1.02	2.53
	A361610	SK아이티테크놀로지	1,455	1,460	148,655	1.00	0.98
편출	A032500	케이엠더블유	-651	149	20,229	-4.36	-3.22
비중변경	SK텔레콤	SK텔레콤	-4,344	769	210,776	-5.65	-2.06

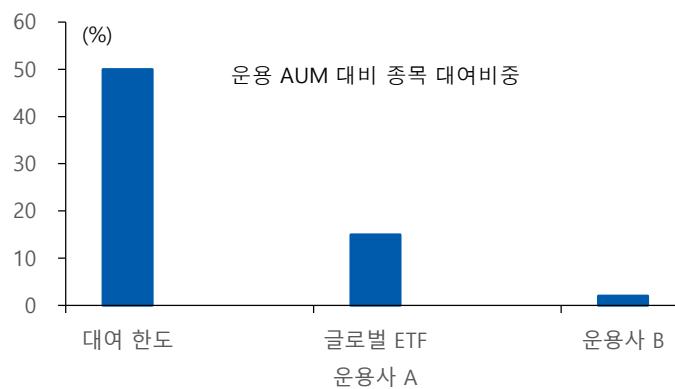
Key Chart

SK 텔레콤의 비중축소는 신흥국 비중축소 1위에 랭크



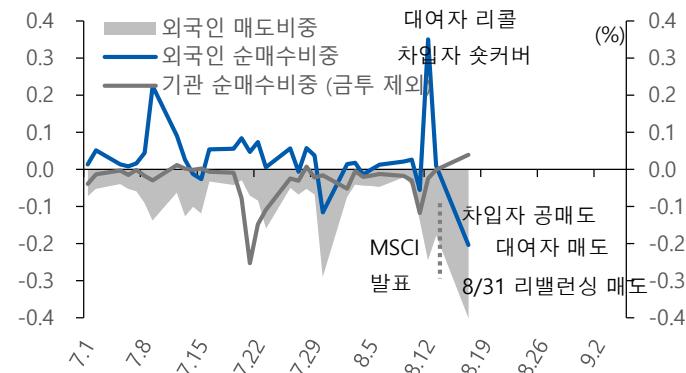
자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 ETF는 운용보수 경쟁 등에서 비롯되는 수익성 이슈를 대차거래로 충당



자료: 유안타증권 리서치센터

적극적인 SK 텔레콤 비중확대 시점은 8/31 장마감 동시호가



자료: 유안타증권 리서치센터