



발표를 앞둔 시점에서의 고민

1. 21년 8월 인덱스 효과의 재현 가능성

- 8월 MSCI 정기변경(8/12 발표, 8/31 리밸런싱)에서 카카오페이 편입 실패, SK텔레콤 편출 유력. LG에너지솔루션의 비중상향 가능성 'Mid' 의견 유지.
- 21.8월 SK텔레콤 비중축소 발표일 당시, 외국인은 +788억원 순매수. 주가는 +6.5% 상승. 글로벌 ETF의 대차물량 Recall이 배경.
- 리밸런싱일, T+1일 주가는 +2.2%, +5.0% 상승. 공매도 자금의 솟커버링 영향.

21.8월 SK텔레콤 비중축소 시, MSCI 정기변경 발표일에
외국인의 강한 순매수가 유입

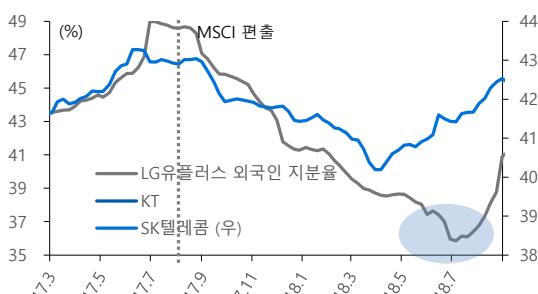


자료: 유안타증권 리서치센터

2. 편출 후에도 이어질 여진 vs. 인컴형 펀드의 유입

- MSCI 편출 후 1년간 재편입 불가로 유니버스 제외, PBS 물량 출회로 이어질 것. 17.8월 편출된 LG유플러스의 외국인 지분율 저점은 11개월 경과 후 확인
- ESG, 로우볼 지수 자금유입 중단, 9월 FTSE 비중축소, DR 가치하락과 전환매도 등도 수급 부담으로 작용.
- 다만, 인컴형 펀드의 유입도 고려 필요. 17년 LG유플러스도 편출 1개월 후 인컴형 펀드유입이 확인. 장기간 편출 이슈가 선반영된 점에서 자금이 유입될 여지는 높음.

17.8월 MSCI 편출 후 LG유플러스 외국인 지분율 저점은
11개월 경과 후 확인



자료: 유안타증권 리서치센터

1. 8월 MSCI 정기변경

8월 MSCI 정기변경(8/31 리밸런싱) 결과가 모례 8/12일에 발표된다. 종목 편출입과 비중변경에 대한 전망은 이전과 동일하다.

카카오페이는 사실상 편입실패 의견을 유지한다. 당사 추정 Cutoff(편출입 기준시가총액) 기준 유동시가총액이 2.2조원을 상회해야 했지만 실패했다. Alipay가 유동주주로 재분류될 가능성도 최대주주와의 특수관계 등으로 낮다고 본다.

LG에너지솔루션의 편입비중 상향조정은 1) 8월 미반영→11월 전부 반영 2) 8월 일부 반영 →11월 잔여분 반영의 2가지로 생각한다. 동사의 편입비중 상향조정은 8월 정기변경에서 부분반영되는 것이 원칙이다. 다만, 유동비율이 낮아 적극적으로 반영되지 않을 가능성을 감안해, 두 가지 case의 가능성을 'Mid'로 제시한다.

SK텔레콤의 편출 가능성은 'High'로 유지한다. 평가기간 외국인 지분율은 48%를 초과했고, 외국인 보유한도 대비 마진 부족으로 편출이 유력하다. 리밸런싱 규모는 -1,147억원으로 추정한다.

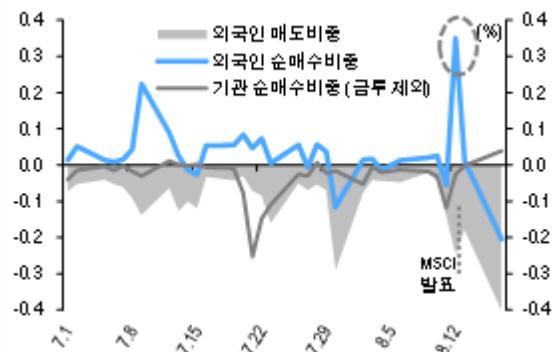
[표1] 8월 MSCI 정기변경 예상 수급

구분	Code	종목	평균 거래대금	시가총액	순매수 예상	거래대금 대비	시총대비	1M 수익률	3M 수익률	가능성
편입	A377300	카카오페이	352	98,469	1,392	3.96	1.41	13.8	-20.8	Low
편출	A017670	SK 텔레콤	238	115,763	-1,147	-4.82	-0.99	-2.0	-9.0	High
변경	A373220	LG 에너지솔루션	2,294	1,070,550	1,617	0.70	0.15	17.9	16.1	Mid

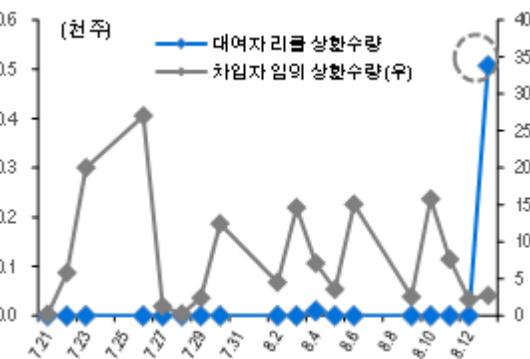
2. 21년 8월 인덱스 효과의 재현 가능성

SK텔레콤이 편출된다면, 21.8월 동사의 1/4 비중축소 발표 당시가 재현될 가능성을 염두에 둬야 한다. 발표일 외국인은 +788억원을 순매수했고, 주가는 +6.5% 급등했다. 배경은 1) MSCI 발표 후 공매도 수요에 따른 대차거래 Pool 매수 증가 2) 글로벌 ETF의 대차물량 Recall로 차입자의 솟커버링이 긴박하게 진행된 점임을 밝힌 바 있다.

[차트1] 21.8월 SK텔레콤 비중축소 시, MSCI 정기변경 발표 일에 외국인의 강한 순매수가 유입



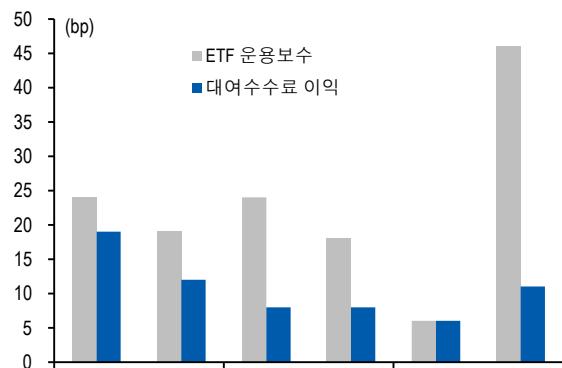
[차트2] 대여자가 리콜요청한 수량의 증가를 보면 ETF 운용사 등의 대차물량 Recall로 추정



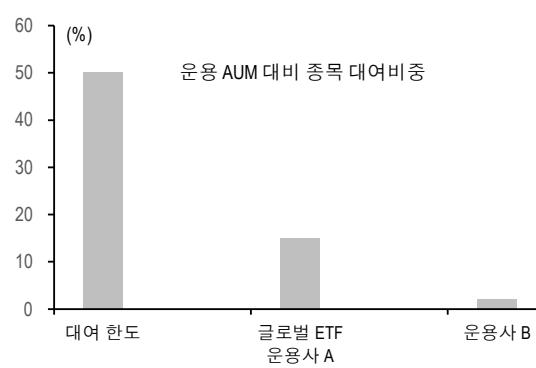
글로벌 ETF 운용사는 지수변경 등이 아닌 이상 포트폴리오 변경빈도가 낮아, 보유비중의 50% 이내에서 주식을 대여해 수익을 제고하고 있다. 외국인 보유한도 대비 마진 관련 편입비중 변경은 드물기 때문에, 대여자 Recall에 따른 솟커버링이 발표일에 진행된 것으로 본다.

일부 집계로 일반화하기는 문제가 있지만, 21.8월은 발표일과 리밸런싱일에만 대여자 Recall이 진행됐지만, 이번 SK텔레콤 편출 관련 대여자 Recall은 선반영이 확인되고 있다. 4월부터 동사의 MSCI 편출이 언급된 점과 이전 비중축소 경험이 작용한 것으로 보인다. 이 경우, 21.8월 발표일 당시 급등과는 다른 상황이 전개될 수는 있다.

[차트3] 글로벌 ETF는 운용보수 경쟁에서 저하되는 수익성이슈를 주식대여로 충당



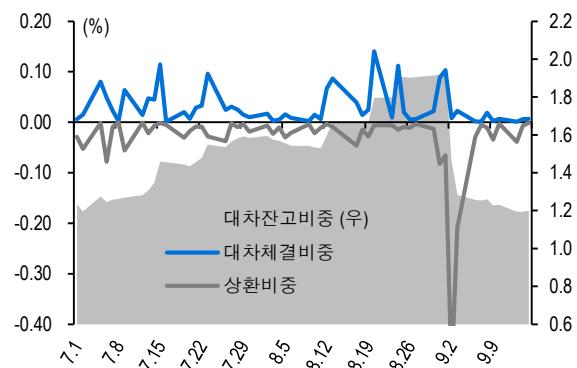
[차트4] 지수변경 등이 아니면 포트폴리오 조정빈도가 낮기 때문에 주식대여 유인은 상승



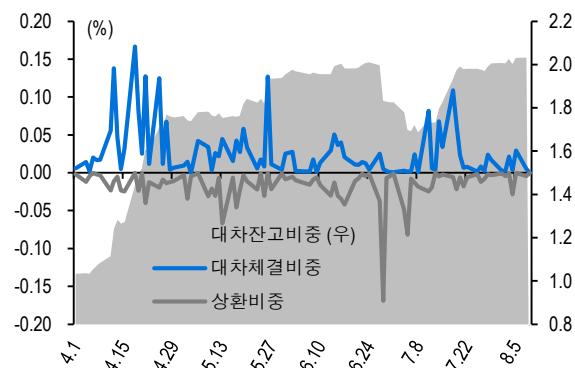
주: 2017년 기준

다만, 최근 동사의 대차잔고의 증분은 21.8월 정기변경 당시 증분과 유사한 수준이다. 대여자 Recall에 따른 발표일 외국인 순매수가 재현될 가능성은 다분해 보인다. 관련 수급은 발표일에만 출회되었기 때문에 이후 비중 축소가 합리적으로 생각된다.

[차트5] 21.8월 SK텔레콤 비중축소 당시 대차잔고 - 발표
후에도 증가하다 리밸런싱일에 급감

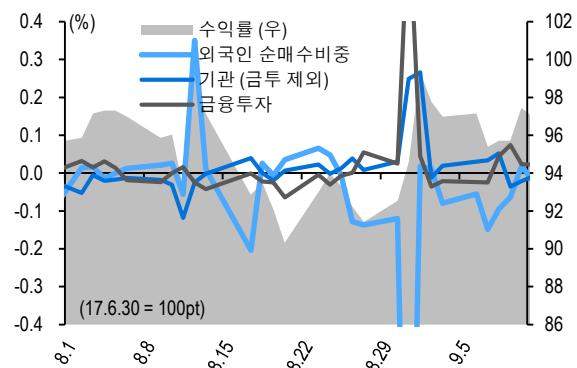


[차트6] 현재 SK 텔레콤 대차잔고는 4월초 대비 크게 증가

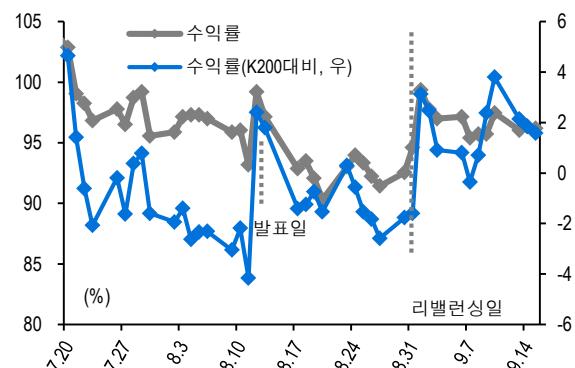


21.8월 리밸런싱일과 T+1일에는 동사 주가는 +2.2%, +5.0% 상승했다. MSCI 비중축 소에 선제적으로 공매도한 자금이 솟커버링을 진행한 것이 주요 배경으로 판단된다. 리밸런싱일은 지수 완전복제 자금의 반영으로 카운터 파티 매도로 상쇄되는 편이었지만, T+1일은 솟커버링 수준이 다소 낮지만, 반대 수급의 부재로 주가수익률이 더 높았던 점은 참고할 필요가 있다.

[차트7] 21.8월 SK텔레콤 비증축소 당시 수급 - 리밸런싱일, T+1일 솟커버링이 반영



[차트8] 리밸런싱일은 지수완전복제 자금에 상쇄. T+1일은 반대수급의 부재로 높은 수익률을 기록



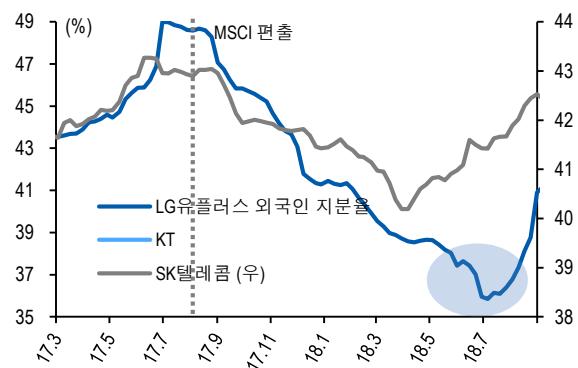
3. 편출 후에도 이어질 여진 vs. 인컴형 펀드의 유입

SK텔레콤의 MSCI 편출은 직접적인 패시브 자금유출로 일단할 문제는 아니라고 본다.

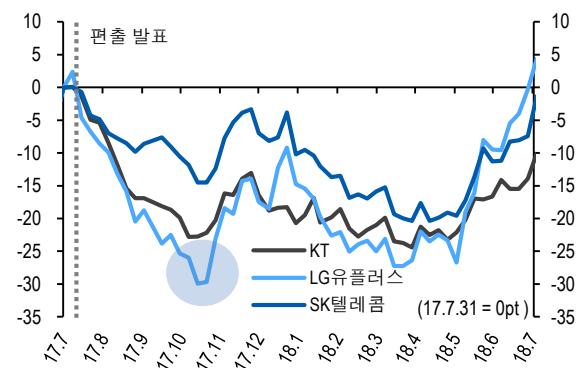
1) 외국인 지분율 이슈로 편출될 경우 1년간 재편입이 불가능하다. 장기간 글로벌 액티브 자금의 투자 유니버스에서 제외될 가능성 외에도 헤지거래 유인이 감소하기 때문에 PBS의 시장조성 목적의 지분이 리밸런싱일 이후에도 출회될 수 있다.

LG유플러스는 17년초부터 외국인 순매수가 유입되었지만, 17.8월 MSCI 편출 이후 외국인 지분율은 지속적으로 감소해 11개월 경과 후 저점이 확인되었다.

[차트9] 17.8월 MSCI 편출 후 LG유플러스 외국인 지분율 저점은 11개월 경과 후 확인

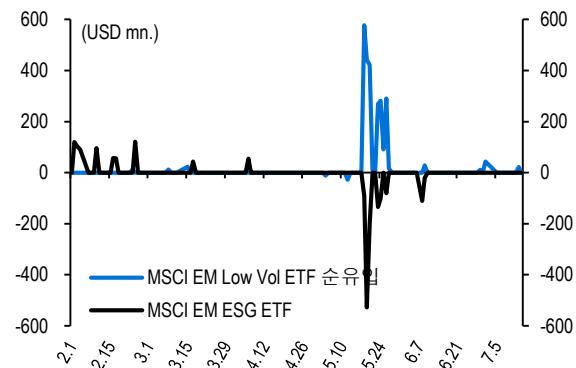


[차트10] MSCI 편출 후에도 액티브 자금의 유니버스 제외, PBS 중개지분의 출회 등으로 저조한 성과를 기록

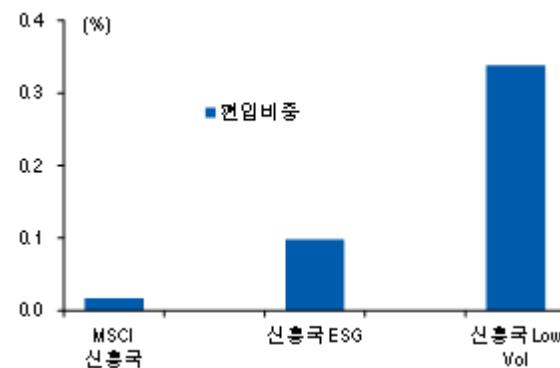


2) 동사는 MSCI ESG 지수와 로우볼 지수 추종자금의 수혜를 입은 종목이다. MSCI 정기변경에서는 주요 지수 뿐만 아니라 하위 지수도 일괄 편출된다. 자금유입은 리밸런싱에서 더 큰 매도압력으로 작용할 것이고, 이후 정지될 것이다.

[차트11] 전년 ESG 패시브 유입에 이어 올해는 로우볼 패시브 자금유입이 특징적



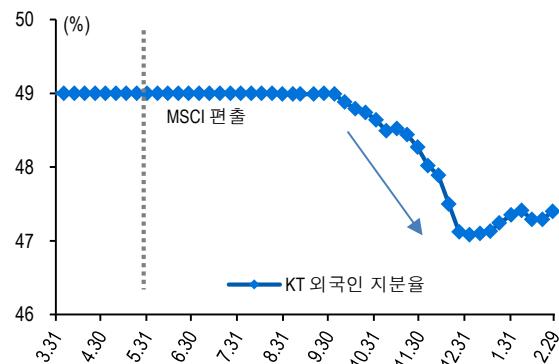
[차트12] SK 텔레콤은 ESG, 로우볼 편입비중이 높아 수혜 였지만, 리밸런싱 매도압력으로 작용. 유입은 중단될 것



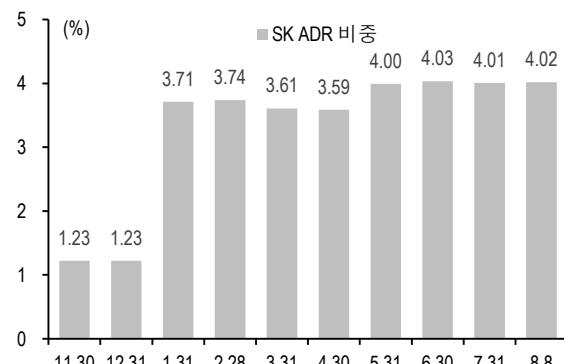
3) 9월 FTSE 지수에서 3차 비중축소가 진행될 것이다. 외국인 투자 유동성 문제는 동 지수에서도 민감한 이슈다. 다만, MSCI 대비 추종자금이 낮고 편출이 아닌 비중축 소인 점에서 실질적인 영향은 다소 낮은 편이다. 양 대 지수의 편출과 비중축소라는 상징적인 의미는 외국인 스탠스에 부정적일 수 있다.

4) 장기적으로 DR의 가치하락과 전환매도가 진행될 수 있다. MSCI 지수편출로 글로벌 액티브 자금의 DR 거래유인도 감소할 것이다. DR은 MSCI 지수에서 실제 편입되지 않지만, 표준시 거래 이점에서 선호도가 높았다. 19.5월 KT는 MSCI에서 편출되면서 DR 프리미엄이 감소했고, 원주의 외국인 지분율 하락도 진행되었다. 동사의 DR은 상장주식수 대비 4.0%로 낮지 않은 편이다. 다만, 1월 SK스퀘어 분할 과정에서 처분이 필요했던 DR 블록딜에 참여한 자금의 장기보유 성향을 고려하면 이를 전부 리스크로 판단하기는 어렵다.

[차트13] 19.5월 KT의 MSCI 편출은 DR 거래유인 감소와 본주의 외국인 매도를 야기



[차트14] SK 텔레콤도 MSCI 편출 후 DR 가치하락과 전환 매도가 출회될 소지



하지만, 인컴형 펀드가 선호하는 통신주의 특성도 고려될 필요가 있다고 본다. 17.8월 LG유플러스의 편출 당시, 캐피털 그룹의 인컴형 펀드는 MSCI 편출 익월인 9월 중순부터 순매수한 것이 확인된다.

4월부터 장기간 MSCI 편출 이슈에 노출되어 선반영 수준이 높은 점도 17.8월 편출 발표 이후 반영되기 시작한 LG유플러스 Case와는 다르다. FY1 기준 6%대까지 상승한 동사의 기대수익률을 감안하면, 인컴형 펀드가 유입될 여지는 높다고 본다.

[차트15] 17.8월 LG유플러스 편출 익월부터 인컴형 펀드의 자금유입이 확인

