

상반기 KOSPI200 정기변경 전략



고경범 Passive/Quant
gyeongbeom.ko@yuantakorea.com

미완의 반기

상반기 KOSPI200 정기변경

상반기 KOSPI200 지수 정기변경의 리밸런싱은 6/12(목)에 진행. 5월 중하순에 결과 발표. 이번 정기변경에서 각각 7종목의 편출입을 예상. HD현대마린솔루션, 한국카본, DN오토모티브, HDC, 동원산업, 미원에스씨 등. 영풍의 편입 가능성은 'Mid', KG스틸은 'Low'로 제시. 편출 종목은 코스모신소재, LX인터내셔널, 두산퓨얼셀, SK네트웍스, 삼아알미늄, 일진하이솔루스, 한세실업으로 예상.

HD현대마린솔루션의 오버행

HD현대마린솔루션의 오버행 이슈에도 주목 필요. 5/8일 전후 우리사주 4.2%가 보호예수 해제될 예정. Global Vessel의 추가 블록딜 가능성도 주의 필요. 2/24일 -4.66% 지분 블록딜 이후 3개월 락업 종료로 도래. Pre IPO 당시 진입 가격이 낮아 매도 유인이 높아 보임.

DN솔루션즈 IPO 철회, DN오토모티브의 부담

DN솔루션즈는 수요예측 부진으로 4/30일 IPO를 철회. DN솔루션즈 IPO 기한을 기존 1월에서 6/30일까지 연장한 Call 옵션 계약에 대한 추가 연장 협의 필요. 합의 후에도 FI의 배당 등 적정 수익률을 보장 필요. IPO 구주매출을 위해 기존 FI는 상환전환우선주를 주식으로 전환. 배당수익률 3.8% 수준의 배당이 유지될 필요. 부채비율 감소가 주식전환 측면임을 감안하면 부담이 상존.

낙관하기만은 어려운 영풍의 편입

영풍은 작년 하반기 고려아연 경영권 분쟁 관련 주가 상승, 3월 고려아연 주주총회의 최윤범 회장 측 경영권 방어 이후 하락, 의결권 행사를 위한 상호주 단절 전략 등 경영권 분쟁 이슈 지속 등에서 편입을 낙관하기 어려운 상황. 가능성은 낮지만, 동사가 편입에 실패한다면 KG스틸이 편입종목이 될 것으로 예상.

유동비율 변경에 주목

중소형주 편입보다 기존 종목의 편입비중 변화, 유동비율 변화도 중요한 요소. 삼성물산은 자사주 소각으로 유동비율이 +6%p 상승 예상. LIG넥스원은 +5%p, 에코프로머티도 +6%p 상승 예상. 고려아연은 경영권 분쟁으로 유동비율 -7%p 감소 예상. 메리츠금융지주, 미스트홀딩스(구 힐라코리아)는 -8%p, -7%p 감소 예상. LX홀딩스, 한온시스템도 -6%p, -6%p 감소 전망.

상반기 KOSPI200 정기변경

상반기 KOSPI200 지수 정기변경의 리밸런싱은 6/12(목)에 진행된다. 통상 정기변경 결과 발표가 5월 중하순에 진행되었던 점을 보면, 발표 시점이 얼마 남지 않았다.

이번 정기변경에서 각각 7종목이 편출입될 것으로 예상된다. 심사기간은 4/30일을 기점으로 6개월 평균 시가총액과 거래대금을 기준으로 편출입이 결정되기 때문에 종목의 윤곽은 크게 바뀌지 않을 것으로 본다.

편입 종목에서는 HD 현대마린솔루션, 한국카본, DN 오토모티브, HDC, 동원산업, 미원에스씨 등이 편입될 것으로 본다. 잔여 1종목은 영풍의 편입 가능성이 높지만, 레이팅은 'Mid'로 제시한다. 확률은 낮지만, KG 스틸의 편입 가능성은 'Low'로 제시한다.

편출 종목은 코스모신소재, LX 인터내셔널, 두산퓨얼셀, SK 네트워크, 삼아알미늄, 일진하이솔루스, 한세실업으로 예상된다. 편출 종목에서는 특이점을 찾기는 어려워 보인다.

이번 변경에서는 편출입 종목의 패시브 본연의 인덱스 효과보다 개별 종목 이슈에 대한 유의가 필요해 보인다.

[표 1] KOSPI200 정기변경 편입 예상

(억원, %, X)

Code	종목	산업군	평균 거래대금	시가총액	비중	순매수 예상	거래대금 대비	시가총액 대비	1M 수익률	3M 수익률	비고
A443060	HD 현대마린솔루션	산업재	175	68,589	0.13	477	2.73	0.70	3.4	-10.0	오버행
A017960	한국카본	소재	151	10,221	0.06	213	1.41	2.09	29.1	41.9	
A012630	HDC	소재	28	11,464	0.04	160	5.74	1.39	22.5	53.6	
A007340	DN 오토모티브	자유소비재	33	11,936	0.04	146	4.44	1.23	-0.7	-2.4	IPO 철회
A006040	동원산업	필수소비재	26	16,543	0.02	71	2.73	0.43	18.6	24.1	합병
A268280	미원에스씨	소재	2	7,750	0.01	36	17.98	0.46	3.5	14.8	저유동
A000670	영풍	소재	7	6,898	0.02	69	9.27	0.99	-11.0	-13.6	가능성 Mid
A016380	KG 스틸	소재	6	5,851	0.02	76	12.67	1.29	2.8	-1.2	가능성 Low

자료 : FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 편출 예상

(억원, %, X)

Code	종목	산업군	평균 거래대금	시가총액	비중	순매수 예상	거래대금 대비	시가총액 대비	1M 수익률	3M 수익률	비고
A005070	코스모신소재	정보기술	79	12,614	-0.08	-293	-3.69	-2.32	4.4	-26.5	
A001120	LX 인터내셔널	산업재	25	10,271	-0.07	-249	-10.13	-2.42	5.4	6.2	
A336260	두산퓨얼셀	산업재	28	9,785	-0.05	-198	-7.08	-2.02	11.2	-8.3	
A001740	SK 네트워크	산업재	9	9,360	-0.03	-121	-13.76	-1.29	3.4	0.8	
A006110	삼아알미늄	소재	9	3,634	-0.02	-68	-7.20	-1.86	3.6	-26.7	
A271940	일진하이솔루스	자유소비재	7	4,841	-0.01	-48	-7.03	-1.00	3.4	-15.5	
A105630	한세실업	자유소비재	9	4,480	-0.01	-49	-5.47	-1.09	4.0	-14.8	

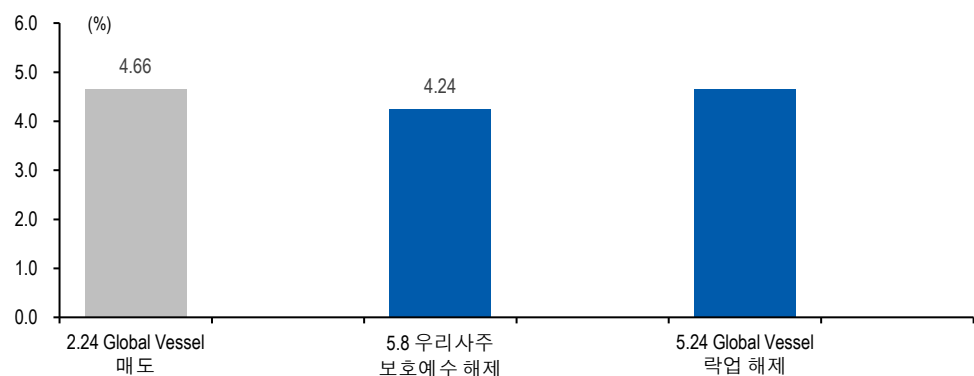
자료 : FnGuide, 유안타증권 리서치센터

HD현대마린솔루션의 오버행

HD 현대마린솔루션은 사실상 이번 정기변경에서 가장 관심을 가질 종목으로 생각한다. 당사 패시브도 해당 선반영을 감안하여 MSCI 정기변경 Quick Screen 에서 유동비율 개정론과 조선 업종 Catch up 관점에서 관심종목으로 제시했지만, 현재 시점은 오버행 이슈에 기민하게 대응할 시점으로 생각한다.

5/8일을 전후로 동사 우리사주의 1년 락업이 해제될 예정이다. 우리사주는 예탁일로부터 1년이 경과한 거래일에 매도 가능한데, 해당 기업의 신청일에 따라 매도 가능일은 상이할 수 있다. 기간을 떠나, 4.2%의 물량은 공모가 대비 주가 상승을 고려했을 때 충격은 존재할 것으로 본다.

[차트 1] HD 현대마린솔루션 - 우리사주, Global Vessel(KKR)의 추가 블록딜의 오버행 가능성

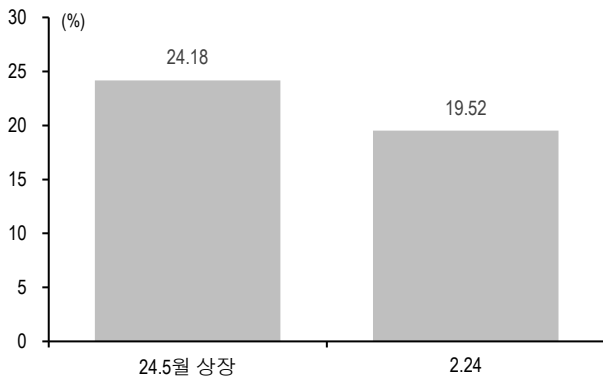


주: 우리사주 매도 가능일은 5/8 일 전후. 예탁일+1Y 에 매도 가능(기업의 예탁일에 따라 상이). 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

이후 동사의 2대 주주인 Global Vessel Fund 의 블록딜 가능성을 유념할 필요가 있다. 작년 하반기 시행된 블록딜 사전공시가 시행되었지만, KKR 이 운용하는 동 펀드는 외국인 투자자, 벤처 캐피탈 명목으로 사전 공시하지 않은 것으로 판단한다.

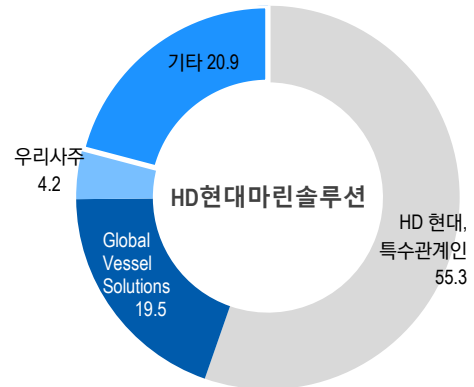
10% 이상 주요 주주 성격, IPO 이전 협약에 의해 KKR 인사가 동사의 등기임원을 겸직하는 점에서 블록딜 진행 전 사전공시가 필요하다고 본다. 2월 지분 매각에서 그 수량과 기간을 보면 동자금은 MSCI 지수 등 패시브 이벤트에 대한 인지가 되어 있거나, 가이드를 제공받은 것으로 사료된다.

[차트 2] Global Vessel의 지분율은 높은 수준



자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 3] HD현대마린솔루션 지분 현황



2/24일 -4.66%의 지분 블록딜 이후 보도자료에 따르면, 3개월의 락업을 설정한 것으로 보인다. 동 펀드의 높은 지분율을 감안하면, KOSPI200 리밸런싱 이전에 추가적인 블록딜이 진행될 개연성이 높아 보인다. 이미 Pre IPO 과정에서 진입가격도 낮았기 때문에, 지수 모멘텀 관점에서 동사 접근은 관련 매물의 출회를 확인하고 접근할 필요가 있다.

[표 3] HD현대마린솔루션과 KKR의 IPO Option 계약 - 낮은 진입가격으로 추가 블록딜 유인이 높음

구분	대상	내용
차액 보상 (IPO 성공 시)	요건 행사 가격	투자금 대비 공모가 하회 공모가 - 투자금
Put Option (IPO 실패 시)	만기일 행사 가격	발행일 + 5년 (1년 연장 가능) Max(투자금, 행사시점 주가)

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

DN솔루션즈 IPO 철회, DN오토모티브의 부담

상반기 IPO의 대표 종목인 DN솔루션즈의 5월 상장이 무산되었다. 동사의 희망 공모가 기준 시가총액 밴드는 4.10조원~5.66조원 수준이었는데, 공모가 제출은 하단에 집중된 것으로 보인다. 동사와 주관사는 4/30일 IPO를 철회했다.

[표 4] DN솔루션즈 IPO - 공모가 하단 가격 제출로 상장 철회

구분	DN 솔루션즈
희망 공모가액 밴드	65,000원 ~ 89,700원
시가총액 밴드	4.10조원 ~ 5.66조원
수요예측일	4/22(화) ~ 4/28(월)
공모가액 확정일	4/30(수)

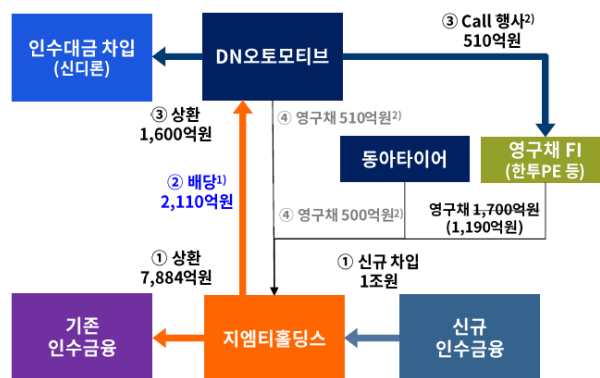
자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

동사 공모가 고평가 측면에서, 지배회사인 DN 오토모티브의 KOSPI200 편입 모멘텀 관점에서 의 접근을 제시했던 기존 당사 패시브 전략도 수정이 불가피해졌다.

DN 오토모티브는 SPC(특수목적법인) 'GMT 홀딩스'를 통해서 DN 솔루션즈의 지배력을 유지하고 있다. 과거 두산인프라코어에서 분할된 두산공작기계 지분을 디티알오토모티브(현 DN 오토모티브)가 인수 과정에서 설립한 법인이다.

호반건설, 세아상역 등과 경쟁한 인수전에서 승리했지만 재무 부담은 적지 않았다. 인수대금 차입과 모회사 배당을 통한 FI(재무적 투자자)의 채권을 상환하고, 동아타이어 등의 유상증자 참여, 합병까지 진행되었다.

[차트 4] DN 오토모티브의 GMT 홀딩스를 통한 자금 조달



자료: DN 오토모티브, 유안타증권 리서치센터

재무 조달을 위한 전환우선주 발행으로 IPO 와 관련된 Call 옵션 계약도 증가했다. 문제는 5년 이내 IPO 를 완료해야 하는 조항에 있다.

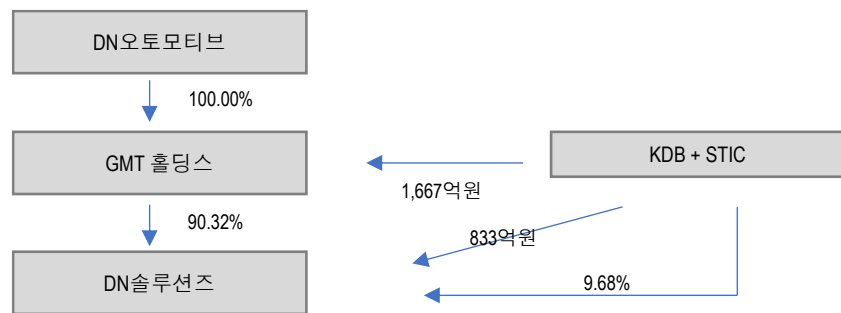
이미 올해 1월까지 DN 솔루션즈 IPO 를 완료하기로 한 요건을 기존 FI 와 합의해 6/30일까지 연장한 바 있다. FI 와의 원만한 추가 합의가 진행된다면 문제는 경감되겠지만, 결국 FI 의 배당, 이자수익률 등 적정 수익률을 보장해야 한다.

[표 5] DN 솔루션즈 상장 관련, Pre-IPO FI 투자자의 Call Option 계약

구 분	대 상	내 용	계약 실효 요건
Call Option 계약	한국투자제조혁신 SKS 한투 화인 KB 동아타이어 (흡수 합병)	IPO 기한을 2025.1.27에서 2025.6.30으로 연장	확정 공모가의 FI 투자자의 IRR(투자 수익률) 보장 - 배당, 이자수익률 등
	KS 텍스터	2027. 4.12까지 IPO 완료	

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 5] DN 솔루션즈 공모 전 FI 투자자의 주식 전환 투자

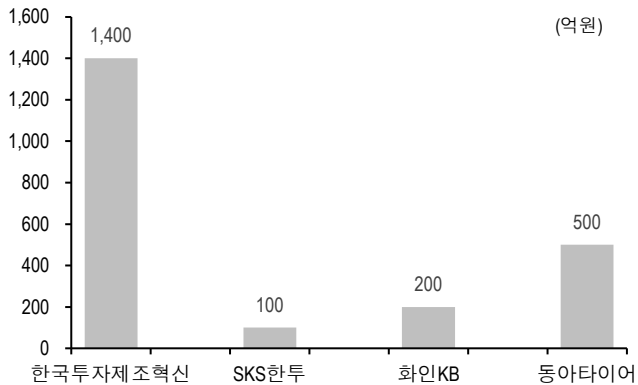


자료: KRX 유안타증권 리서치센터

이미 IPO 과정에서 구주매출을 위해 FI 투자자는 상환전환우선주를 주식으로 전환했다. 이후에도 기존 채권 투자의 IRR(투자수익률)은 보장되어야 한다. 연 4% 수준의 이자지급 수준을 보장하기 위해, 주식 전환 후 GMT 홀딩스의 올해 초 첫 배당을 실시했고 연 환산 배당수익률은 3.8% 수준이었다. 상장 전까지 유사한 수준의 이자 지급 성격의 배당이 실시될 것으로 보인다.

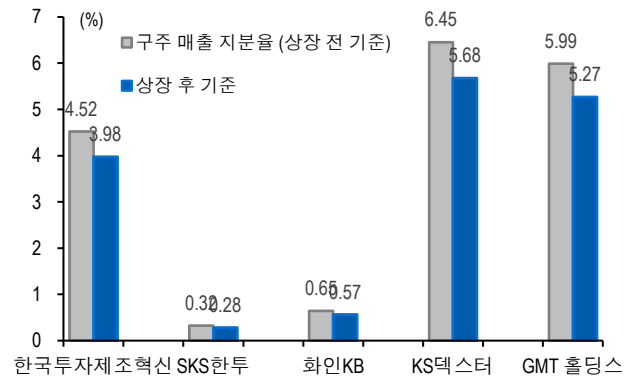
DN 솔루션즈의 상장 재추진을 위한 연결 이익 레벨은 아마도 견조하게 유지될 것이고, 별도 이익 수준도 양호한 것으로 생각된다. 다만, 부채비율 감소 측면은 FI 투자자 주식전환 결과였던 점에서 보면, 재무적 개선 흐름이 순조롭지 못한 점은 기존 전망과는 다른 부분으로 생각한다.

[차트 6] DN 그룹의 부채비율은 낮아졌지만, FI 투자자의 주식 전환의 결과



주: 동아타이어는 계열사 지원. 24.3Q 합병 소멸. 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 7] 전환된 주식의 구주 매출로 Exit 하는 공모 계획 철회 - 수익률 보장 필요



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

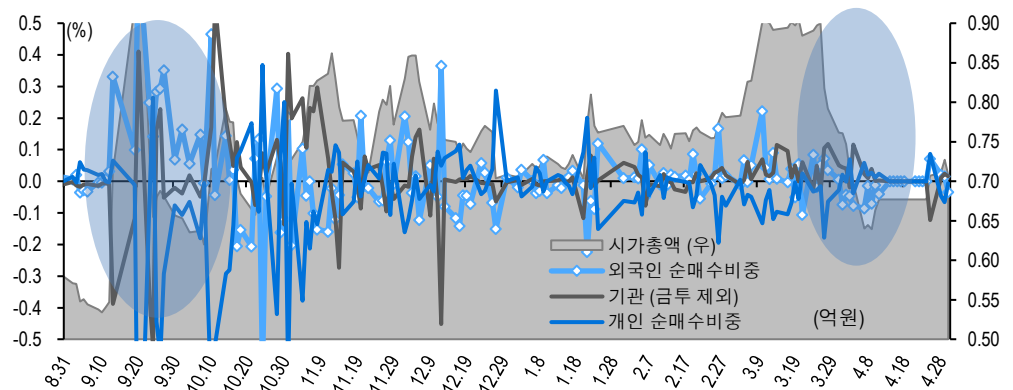
낙관하기만은 어려운 영풍의 편입

이번 변경에서 영풍의 편입 가능성을 낮게 보기는 어렵다. 동사는 지난 정기변경에서 편출된 종목으로 재편입에 대한 결격 사유가 존재하는 것도 아니다.

다만, 동사의 주가 상승이 작년 3Q 부터 시작된 고려아연 경영권 분쟁과 관련된 부분이 작용했던 점이 적지 않았던 점 등은 심사대상종목에서 부정적으로 판단될 소지는 존재해 보인다.

특히 3월말 고려아연 주주총회에서 최윤범 회장 측 경영권 방어로 일단락된 과정에서 동사 주가가 하락한 점. 약 1개월 가까운 거래정지까지 수반되는 주식 액면분할이 진행되는 배경도 의결권 행사를 위한 상호주 관계를 끊고자 하는 목적에서 비롯된 점에서 관련 적합성 여부가 심의될 소지는 있어 보인다.

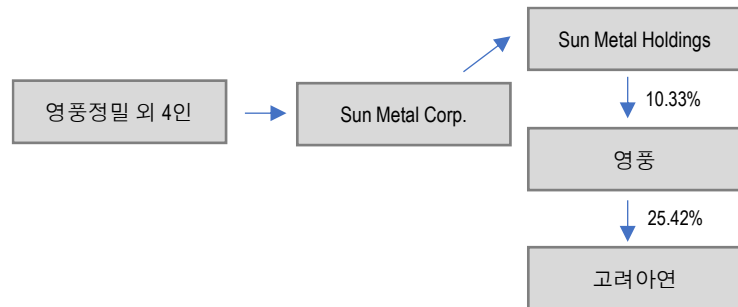
[차트 8] 영풍의 주가 - 작년 하반기 고려아연 경영권 분쟁으로 주가 상승. 3월 주주총회 경영권 방어 이후 주가 하락.



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

3월 고려아연 주주총회를 앞두고 최윤범 회장 계열이 소유했던 영풍 지분은 호주 관계사인 Sun Metal Holdings 로 장외매수로 인계되었고, 동사의 영풍의 10% 이상 지분 소유로 상호주 관계가 형성되어 영풍의 의결권 행사가 제한되었다. 결과적으로는 지분율이 상대적으로 낮았던 최윤범 회장의 경영권이 방어될 수 있었다.

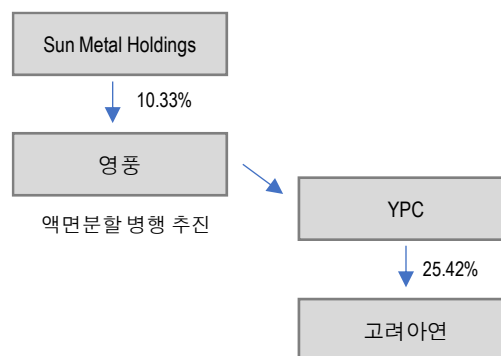
[차트 9] 3월 주주총회 이전 - 영풍의 의결권 제한을 위한 지분구조 변화



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

영풍은 주주총회 이사 선임의 미달 이후 YPC 법인을 신설해서 기존 소유하고 있던 고려아연 지분 전량을 해당 법인에 인계했다. 영풍과의 직접적인 지배구조 고리로 연결되어 상호주 관계를 끊고자 하는 지분 재편은 여전히 경영권 분쟁 소지가 잔존해 있는 점에서 부정적으로 판단될 요소가 될 수 있다.

[차트 10] 주주총회 이후 - 영풍의 관계사 설정을 회피하기 위한 개편



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

가능성은 낮지만 동사가 편입에 실패한다면, KG스틸이 편입 종목으로 될 것으로 판단한다. 동사의 추가흐름을 보면 지수편입 기대감 등은 낮은 편이기 때문에 추가적인 대안 측면에서는 접근할 만한 선택지로 생각한다.

[표 1-1] KOSPI200 정기변경 편입 예상

(억원, %, X)

Code	종목	산업군	평균 거래대금	시가총액	비중	순매수 예상	거래대금 대비	시가총액 대비	1M 수익률	3M 수익률	비고
A000670	영풍	소재	7	6,898	0.02	69	9.27	0.99	-11.0	-13.6	가능성 Mid
A016380	KG 스틸	소재	6	5,851	0.02	76	12.67	1.29	2.8	-1.2	가능성 Low

자료 : FnGuide, 유안타증권 리서치센터

유동비율 변경에 주목

최근 정기변경의 분위적 수준에서 진행되는 중소형주 편입보다는 기존 대형주, 중형주의 편입비중 변화, 특히 유동비율 변경 이슈에 주목할 흐름도 더 높아졌다고 본다.

삼성물산은 2월말 4.4% 수준의 자사주 소각으로 유동비율이 +6%p 증가할 것으로 예상된다. 리밸런싱 수요는 +411억원 수준으로 추산된다.

LIG 넥스원은 KCGI ESG 펀드의 교환사채 교환권 행사로 최대주주 지분율이 감소하면서 유동비율이 +5%p 상승할 것으로 예상된다. 하지만, 최근 MSCI 편입 기대감 등 거래수준이 높아져 있어 수급 효과는 다소 제한적으로 확인된다.

에코프로머티는 우리사주 보호예수 해제와 Pre IPO 펀드의 BRV Fund의 지분 매도로 유동비율이 +6%p 상승할 것으로 예상된다. 블록딜 사전공시 제도 이후 BRV Fund의 매도가 지속되는 점은 부정적인 부분이다.

고려아연은 경영권 분쟁 지속으로 양측 진영의 지분을 상승으로 -7%p 감소할 것으로 예상된다. 리밸런싱 금액은 -377억원 수준으로 예상한다.

메리츠금융지주와 미스토홀딩스(구 휠라코리아)는 자사주 매입으로 유동비율 각각 -8%p, -7%p 감소할 것으로 예상된다. LX 홀딩스는 최대주주의 직접적인 지분 매입으로 유동비율이 -6%p 감소할 것으로 판단된다.

한온시스템은 한앤코홀딩스에서 한국타이어테크놀로지로 최대주주 변경, 지분 양수 과정에서 유동비율이 -6%p 감소할 것으로 예상된다. 한국타이어테크놀로지의 유상증자 참여로 지분율이 제고되면서 유동비율은 더 낮아지는 결과로 연결됐다.

[표 6] 유동비율 변경 예상

(억원, %, X)

Code	종목	산업군	평균 거래대금	시가총액	유동비율 증감	순매수 예상	거래대금 대비	시가총액 대비	1M 수익률	3M 수익률
A028260	삼성물산	산업재	207	207,711	+6	411	1.99	0.20	2.4	1.9
A079550	LIG 넥스원	산업재	507	72,600	+5	119	0.24	0.16	31.5	45.7
A450080	에코프로머티	산업재	220	38,253	+6	76	0.34	0.20	1.7	-23.0
A036460	한국가스공사	유틸리티	158	35,310	+5	58	0.37	0.16	7.3	11.8
A018880	한온시스템	자유소비재	22	23,859	-6	-48	-2.18	-0.20	-1.4	-17.8
A081660	미스트홀딩스	자유소비재	46	22,866	-7	-53	-1.16	-0.23	-1.0	-3.1
A001120	LX 인터내셔널	산업재	25	10,271	-6	-249	-10.13	-2.42	5.4	6.2
A010130	고려아연	소재	137	162,107	-7	-377	-2.76	-0.23	5.5	-5.0
A138040	메리츠금융지주	금융/부동산	267	220,698	-8	-588	-2.20	-0.27	1.2	7.4

자료 : FnGuide, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 고정범)
- 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.