

KOSPI200 수시변경 발표



고경범 Passive/Quant
gyeongbeom.ko@yuantakorea.com

정정에 대한 이의 제기. HD현대인프라코어의 할인율

KOSPI200 수시변경 - 정정이 필요해 보이는 이유

HD현대인프라코어는 HD현대건설기계와의 합병으로 상장폐지되어 12/29(월)부터 거래 정지. 기존 주주는 HD현대건설기계 0.1621707주를 교부 받고, 1/26(월)부터 신주 매매가 가능.

한국거래소는 HD현대인프라코어의 KOSPI200 편출과 HD현대마린엔진의 대체 편입을 발표(12/19). 흡수합병 법인 HD현대건설기계의 편입 전망과는 배치되는 결정.

수시변경에서 예비 1순위 종목을 선정하는 조항과 KRX100 수시변경 선례를 감안한 것으로 보이지만, 합병에 대한 별도 조항과 부기(附記), KRX TMI 지수 등에서 보면 KOSPI200은 합병 법인의 기존 종목 승계 편입이 원칙으로 판단.

MSCI, FTSE, S&P 500 지수도 기존 구성종목을 합병하는 종목의 편입 원칙을 우선시하고 있음. 지수 변동성을 완화하고, 시장 벤치마크로서의 대표성을 강화할 수 있는 준칙 하에 운영되기 때문.

MSCI 지수에서는 21.1월 메리츠화재 합병 당시 메리츠금융지주 편입 등 비구성종목 편입 Case가 다수 존재. 국내 지수에서는 22.11월 코리아센터의 흡수 합병으로 다나와가 KOSDAQ150에 편입된 Case가 유일. 당시 거래소 지수운영위원회도 기존 구성종목의 흡수합병법인 편입 준칙을 우선한 것으로 사료됨.

HD현대인프라코어-HD현대건설기계의 합병 법인 시가총액은 4.53조원, 신규 편입되는 HD현대마린엔진(3.16조원)을 상회. 지수 존속으로 증분만 반영하면 지수 대표성도 확보할 리밸런싱 수요를 두산인프라코어의 전부 청산과 내년 6월 정기변경에 합병법인을 재차 매수해야 하는 불필요 절차가 야기될 것.

예비종목 1순위 선정 원칙의 판례는 향후 HD현대중공업-HD현대미포 수준의 Mega Cap 합병이 존재할 경우, 해당 종목을 편출해야 하는 비합리적 모순도 발생.

HD현대인프라코어 할인율에 주목

HD현대마린엔진의 KOSPI200 수시편입 리밸런싱 수요는 +420억원으로 예상. HD현대인프라코어는 편출 관련 청산으로 -364억 매도 필요.

기관, 외국인의 선반영을 감안하면, HD현대인프라코어의 할인율에 주목 필요. 수시변경 발표를 계기로 HD현대건설기계의 프리미엄은 12월 평균 +5.38%p→9.84%p까지 급등.

KOSPI200 수시변경 - 정정이 필요해 보이는 이유

KOSPI200 종목인 HD현대인프라코어는 상장폐지되어 12/29(월)부터 거래가 정지된다. 기존 주주는 HD현대건설기계 0.1621707주를 교부 받게 되고, 1/26(월)부터 신주 매매가 가능해진다.

[표 1] HD 현대건설기계의 HD 현대인프라코어 흡수 합병

구 분	HD 현대건설기계 (A267270)	HD 현대인프라코어 (A042670)
형태	존속	소멸
교부 비율	-	0.1621707
거래정지	-	12/29(월)~1/25(일)

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

합병 관련 두산인프라코어의 상장폐지로 KOSPI200 지수에서는 종목 수 유지를 위한 대체종목이 편입되어야 한다. 당사 패시브는 HD현대건설기계 합병 법인의 편입을 전망했지만, 지난 12/19일 한국거래소는 HD현대인프라코어의 편출과 HD현대마린엔진의 대체 편입을 발표했다.

HD현대마린엔진을 대체편입 종목으로 선정한 배경은 KOSPI200 수시변경의 경우, 편출되는 종목의 산업군 중 기존 하반기 정기변경에서 편입에 실패한 예비 1순위 종목을 선정하는 조항에 입각한 것으로 보인다.

하지만, 합병에 대해서는 하위 조항에서 명기된 적용을 받는다. HD현대인프라코어-HD현대건설기계 합병은 KOSPI200 종목이 미편입 상장 종목에 피흡수합병되는 Case에 해당한다. 아마도 한국거래소 지수운영위원회에서는 ‘구성종목 교체’에 입각해 HD현대마린엔진을 선정한 것으로 사료된다.

하지만, 동일 조항에 부기(附記)된 합병 법인의 거래정지 기간의 30거래일 이상을 판단하는 이유는 이 ‘구성종목 교체’는 합병 법인을 우선적으로 판단하고 있기 때문으로 생각한다.

합병 법인과 피흡수합병 법인에 따라 다른 3가지의 Case에서도 ‘합병 법인을 KOSPI200에 편입’이나, ‘합병법인의 지수반영주식수에 반영’ 등 합병 법인을 기본적으로 지수에 잔류시키는 원칙을 유지하고 있다.

상위 조항인 합병에서 명시된 부분은 ‘수시변경일’의 거래일 관점에서만 명기하고 있다. 4가지 Case 모두 기존 KOSPI200 종목을 승계하는 합병법인의 편입을 골자로 하는 점을 유추할 수 있다.

[표 2] KOSPI200 - 수시변경은 예비종목 1 순위 선정이 원칙이지만, 합병은 4 가지 Case 를 별도 명기

구 분			내 용
수시변경			해당 종목이 속한 산업군 예비 1순위 종목을 KOSPI200에 편입
→	합병		KOSPI200 종목이 피흡수합병되는 경우 어느 종목에 합병되는지에 따라 수시변경일이 달리 적용
→	KOSPI 200 종목이 미편입 종목에 피흡수합병	합병법인이 상장종목	KOSPI200 종목 거래정지일에 구성종목 교체. 합병법인이 30거래일 이상 거래정지될 경우, 거래재개 T+1일에 구성종목 교체
		합병법인이 KOSPI 상장이 예정된 비상장 종목	KOSPI200 종목 상장폐지일에 제외. 합병법인 상장 T+1일에 합병법인을 KOSPI200에 편입
→	KOSPI 200 종목이 다른 KOSPI200 종목에 피흡수합병		KOSPI200 종목 거래정지일에 구성종목 교체. 증가 예정인 합병신주도 합병법인의 지수반영주식수에 반영
→	KOSPI200 종목 간 신설 합병		KOSPI200 종목을 거래정지일에 제외. 합병법인 상장 T+1일에 합병법인을 KOSPI200에 편입

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

한국거래소의 HD현대마린엔진의 편입 결정에는 상대적으로 Case가 많았던 KRX100 지수 등의 수시변경은 동일 산업군 예비종목 1순위를 선정했던 경험이 많았기 때문으로 사료된다.

방법론 상 KRX100 지수는 합병 등 수시변경의 Case를 구분하는 것보다, 수시변경 시 예비종목을 편입하는 것을 우선하여 명기하고 있기 때문이다.

거래소 지수의 근간으로 볼 수 있는 KRX TMI 지수에서는 HD현대인프라코어-HD현대건설기계와 같은 합병 Case에서는 구성종목을 합병법인으로 교체하는 것을 명시하고 있다. KOSPI200 지수의 유사한 조항에서 언급된 구성종목은 합병법인인 점을 추론할 수 있는 부분이다.

[표 3] KRX100 지수 - 예비종목 선정 우선, KRX TMI 지수 - 합병 법인 교체를 명기

구 분	합병 수시변경 처리
KRX100	KRX TMI의 부적합종목 제외, 신규상장특례, 합병, 기업분할 등 관련 수시변경 기준으로 적용하여 처리. 다음 경우에는 달리 적용 (중략) 수시변경에 따라 구성종목 제외가 발생하는 경우 예비종목 1순위를 편입 (중략)
KRX TMI	KRX TMI 종목이 미편입된 상장법인에 피흡수합병되는 경우 KRX TMI 종목을 거래정지일에 제외. 수시변경 검토 결과 상당한 이유가 있다고 인정되는 경우에는 구성종목을 합병법인으로 교체. 합병법인이 30거래일 이상 거래정지될 경우, 거래재개 T+1일에 구성종목을 교체

자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

MSCI와 FTSE, S&P 500 등 주요 지수 컴파일러(운영사)는 기존 구성종목을 합병하는 종목의 편입 원칙을 우선시 하고 있다. 특히 거래소가 TMI 지수 등을 벤치마크한 S&P 는 지수 변동성을 완화하고, 시장 벤치마크로서의 대표성을 강화할 수 있다는 준칙 하에 편입하는 점을 명시하고 있다.

MSCI 지수에서는 21.1월 메리츠금융지주-메리츠화재 합병 Case 에서 비구성종목인 메리츠금융지주가 편입되는 등 Case 가 다수 존재하지만, 국내 종목에서는 지수 미편입 종목이 기존 지수 종목을 흡수합병하는 Case 가 많지 않았다.

22.11월 KOSDAQ150 종목이었던 코리아센터가 다나와에 흡수합병되면서, 다나와는 KOSDAQ150 지수에 편입될 수 있었다. 즉, 당시 거래소 지수운영위원회는 기존 구성종목의 흡수합병법인을 선정하는 준칙을 우선하여 결정한 부분이다.

KOSDAQ150 지수는 KOSPI200 지수와 동일한 방법론을 채택한 점에서, HD 현대인프라코어-HD 현대건설기계 합병에서는 HD 현대건설기계가 편입되어야 한다는 생각이다.

[표 4] 주요 지수의 비구성 종목 합병 수시변경 처리와 국내 Case

구 분		합병 수시변경 처리
MSCI		기존 구성종목을 합병하는 종목 편입
FTSE		상동
S&P500		상동
KOSDAQ150	22.11월 코리아센터-다나와 합병	상동 (KOSDAQ150은 KOSPI200 지수 방법론을 채택)
KOSPI200	25.12월 HD 현대인프라코어-HD 현대건설기계 합병	하반기 정기변경 예비종목 편입 (HD 현대마린엔진)

자료 : MSCI, FTSE, S&P, KRX, 유안타증권 리서치센터

주요 벤치마크가 기존 구성종목을 합병하는 종목 편입을 우선시 하는 배경인 지수 변동성 완화와 대표성 확보 부분에서 보면, 이번 HD현대인프라코어를 합병하는 HD현대건설기계를 편입했다면, 추종자금은 기존 HD현대인프라코어의 보유분을 바탕으로 HD현대건설기계의 증분인 +221억원을 순매수하면 되는 리밸런싱 규모였다.

반면, HD현대마린엔진 편입 시에는 신규 매수 +420억원과, 합병이 감안되지 않아 편출되는 두산인프라코어 -364억원을 청산 매도해야 한다.

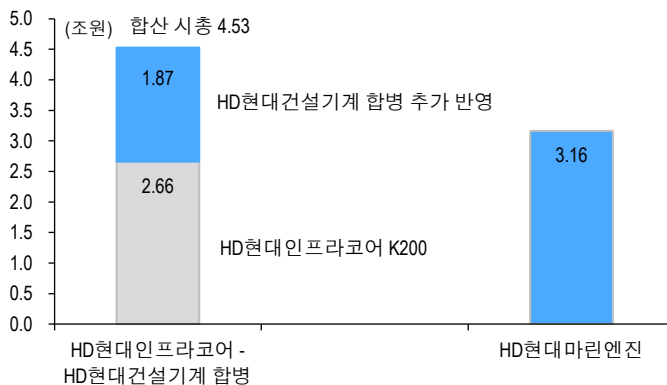
HD현대인프라코어와 HD현대건설기계의 합병 법인의 시가총액은 4.53조원으로, 신규 편입되는 HD현대마린엔진의 3.16조원을 상회한다. KOSPI200이 KOSPI 대표 종목을 편입하는 대표지수 측면에서 보면, 지수 대표성은 HD현대마린엔진보다 양 사의 합병 법인에 있다.

이번 수시변경으로 HD현대마린엔진이 편입되면, 편출된 양 사의 합병 법인은 차기 26년 상반기 편입 가능성이 높다고 볼 수 있다. 결국 지수 존속으로 증분만 반영하면 될 수요를 현재 청산하고 내년 6월에 더 높은 수준으로 재차 매수해야 하는 불필요 절차가 야기된다고 볼 수 있다.

합병 법인의 검토보다 예비종목 1순위 선정 원칙의 우선 고려가 될 수 있는 판례는 향후 합병의 Case 에서 다른 문제를 양산할 수 있다. 이번 HD 현대인프라코어-HD 현대건설기계 Case 와는 다르지만, 최근의 HD 현대중공업-HD 현대미포 수준의 시가총액 규모 기업이 유사하게 진행되고 가정해 보자.

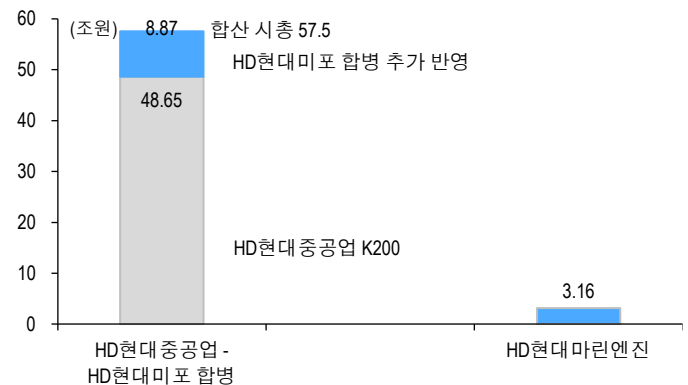
양 사 합병 시 57.5조원 수준의 시가총액 규모이지만, 예비종목 1순위 선정이 우선될 경우, Mega Cap 합병 종목을 편출해야 하는 비합리적 모순이 발생한다. 리밸런싱 규모는 더 크고 차기 정기변경에도 반영해야 하는 것도 마찬가지로 야기될 것이다.

[차트 1] HD현대인프라코어의 증분 반영 시 부담은 감소, 합병 법인의 대표성도 높음



자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 2] 예비 1순위 편입이 우선될 경우, 향후 높은 시총 종목의 편출 이슈도 발생



주 : 양 사 합병은 KOSPI200 종목 간 합병이지만, 해당 시가총액 규모로 예시적 차원에서 제시

HD현대인프라코어 할인율에 주목

해석에 대한 차이는 존재하지만, 우선은 한국거래소의 기존 수시변경 발표에 입각한 수급적 대응이 필요해 보인다.

HD현대마린엔진의 편입 관련, KOSPI200 수시편입 리밸런싱 수요는 +420억원으로 예상된다. HD현대인프라코어는 편출 관련 청산으로 -364억이 매도되어야 한다. 연말 거래대금 감소 경향이 중첩될 경우 리밸런싱 효과는 더 높아질 수 있을 것으로 사료된다.

[표 5] KOSPI 수시변경 - 편출입 예상

구분	Code	종목	평균 거래대금	시가총액	순매수 예상	거래대금 대비	시가총액 대비	1M 수익률	3M 수익률	반영일
편입	A071970	HD 현대마린엔진	241	31,649	420	1.74	1.33	15.6	11.5	12/26(금)
편출	A042670	HD 현대인프라코어	206	26,609	-364	-1.77	-1.37	-3.3	-12.0	

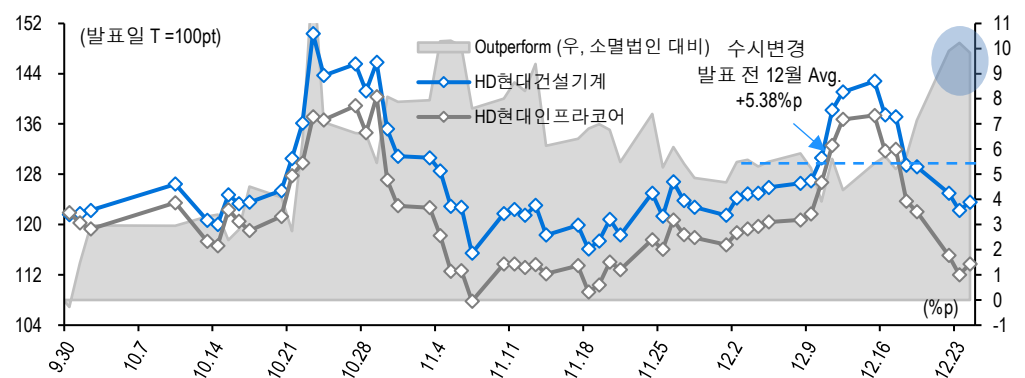
자료 : KRX, 유안타증권 리서치센터

하지만, 양 사의 리밸런싱 수요는 지난주 KOSPI200 수시 발표를 기점으로 기관, 외국인의 선반영도 높게 반영된 것으로 생각한다. 현재는 HD현대인프라코어의 할인율 괴리 측면에 주목할 필요가 있어 보인다.

예상과 다른 HD현대인프라코어의 편출 발표로 HD현대건설기계, HD현대인프라코어 양 사 모두 주가는 하락했다. 특히, HD현대인프라코어는 KOSPI200 편출 청산에 대한 부분으로 HD현대건설기계 대비 괴리율은 크게 증가했다.

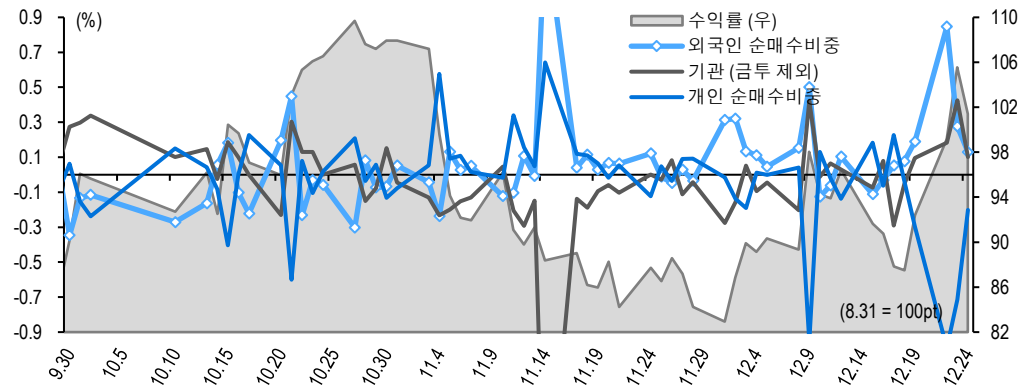
HD 현대건설기계의 프리미엄은 거래정지 기간의 차이 등에서 12월 평균 +5.38%p 에서 부여되고 있었지만, 현재는 +9.84%p 까지 급등했다. HD 현대중공업-HD 현대미포 11월 이후 +2.88%p였던 점을 감안하면, HD 현대인프라코어의 할인율은 매우 높은 점에 주목할 필요가 있다.

[차트 3] HD 현대인프라코어의 HD 현대건설기계 대비 할인율은 KOSPI200 수시변경 발표 이후 9.84%p 까지 급등



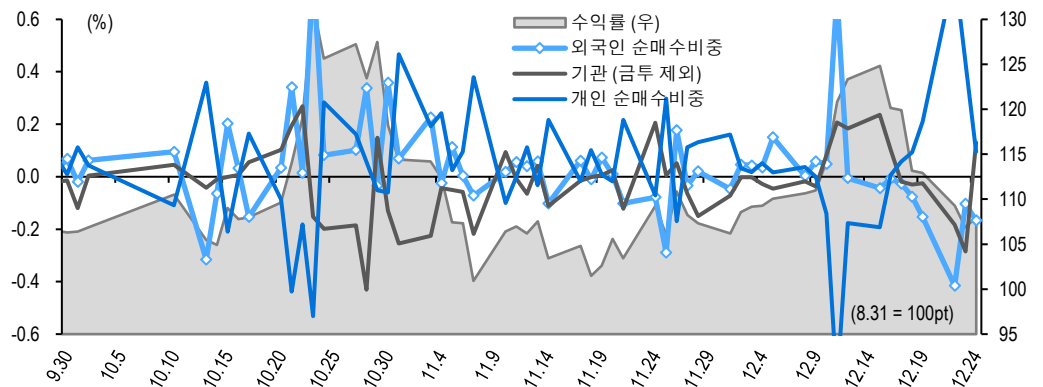
자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 4] HD 현대마린엔진 수급 추이



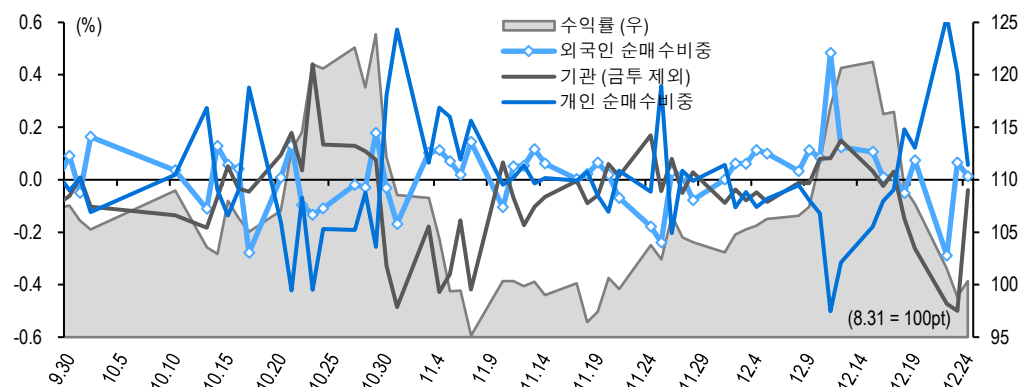
자료: KRX, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트 5] HD 현대건설기계 수급 추이



자료: KRX, FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] HD 현대인프라코어 수급 추이



자료: KRX, FnGuide, 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.