



삼성전자 패시브 수급, CAP 이슈만 있을까?

1. KOSPI200 CAP 적용은 제한적 이슈

- 9월 이후 KOSPI200 내 삼성전자 비중 평균은 29.46%. CAP(시가총액 상한제한) 적용 수준에 근접했지만, 초과해도 CAP 비율이 낮아 자금유입 감소는 제한적
- 6월 정기변경에서 CAP이 사전적용된 KOSPI50 지수의 삼성전자 비중은 33.2%→30%로 낮아졌지만, 현재는 33.9%를 회복. 구성종목 주가에 따라 지수편입비율이 재조정되는 패시브 자금 특성이 CAP 적용을 상쇄

2. 외국인 매수여력에 대한 고민

- 삼성전자의 외국인 지분율은 57.65%를 기록. 사상 최대 수준을 기록한 시점에서 추가 매수여력에 대한 의문이 고조되어 있는 상황
- 매수 여력에 대해서는 MSCI GICS 변경에서 비롯된 자금흐름 변화도 고려 필요. 구글, 페이스북 등 S/W 종목의 커뮤니케이션 섹터 이전으로 IT H/W의 종목비중은 증가

3. 충분한 마진, Flow 개선이 보이는 글로벌 IT 패시브

- 18.9월 GICS 변경 리밸런싱으로 삼성전자의 글로벌 IT 패시브 자금 내 비중은 3.53%까지 증가. 이후 추가약세로 리밸런싱 효과를 반납. 지수편입비율의 회복 관점에서 본다면 외국인의 추가 매수여력은 충분
- IT H/W 패시브 자금유입은 7월 이후 \$24.7억을 기록. MSCI ACWI IT EPS Growth도 +9.4%까지 상승해 inflow는 개선될 전망

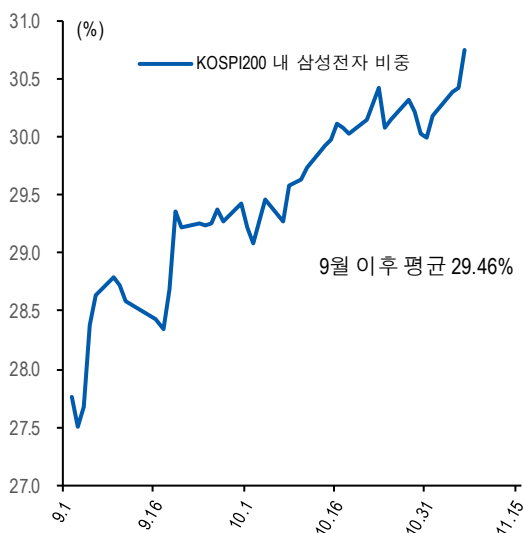
1. KOSPI200 CAP 적용은 제한적 이슈

한국거래소 추종지수의 CAP(시가총액 상한제한) 적용 이슈로 삼성전자의 패시브 수급 약화 가능성이 제기되고 있지만, 영향력은 낮은 사안으로 평가한다. CAP은 지수 편입비중이 높은 특정종목의 수급 쏠림현상 등의 부작용을 완화하기 위해 도입된 방법론이다. 각 지수별로 개별종목 지수편입비율이 일정 수준을 초과하지 않도록 제한하는데, 올해 6월 정기변경부터 적용되고 있다. 한국거래소 지수에서는 KOSPI200, KOSPI100, KOSPI50, KRX300 4개 지수가 적용되는데, 추종자금 규모로 볼 때 사실상 KOSPI200의 CAP 적용 여부가 관건으로 볼 수 있다.

KOSPI200 지수는 30%의 CAP 비율을 적용 중이다. 즉, 12월 정기변경 이전 3개월(9월~11월)의 일평균 유동시가총액비중이 K200의 30%를 초과하면, 지수편입비율이 30%가 되도록 CAP비율(0~1 사이의 계수)을 조정하여 종목주가를 반영한다. 9월 이후 K200 내 삼성전자의 유동시가총액비중 평균은 29.46% 수준으로 조정의 임계수준에 근접했지만, 초과하더라도 CAP비율이 낮아 자금유입 감소는 제한적일 것으로 판단된다.

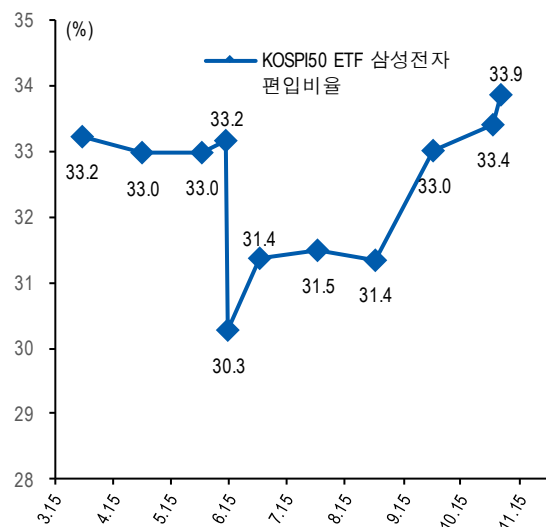
6월 정기변경에서 CAP이 사전적용된 KOSPI50 지수에서 삼성전자 비중은 33.2%에서 CAP 적용(0.90 추정)으로 30%로 낮아졌지만, 현재는 33.9%로 증가했다. CAP이 동일 수준 inflow 대비 자금유입을 제한하는 것은 사실이지만, 구성종목 주가에 따라 지수편입비율이 재조정되는 패시브 자금 특성을 볼 때, 우려할 소재는 아닌 것으로 생각된다.

[차트1] KOSPI200 내 삼성전자 비중은 30% CAP 적용 임계 수준에는 근접. 적용되더라도 CAP 비율은 낮을 것으로 예상



주: 11/7 유동시가총액비중 기준

[차트2] KOSPI50도 6월 정기변경의 CAP 적용으로 삼성전자 편입비율이 감소했지만, 주가 강세로 이전 수준을 회복



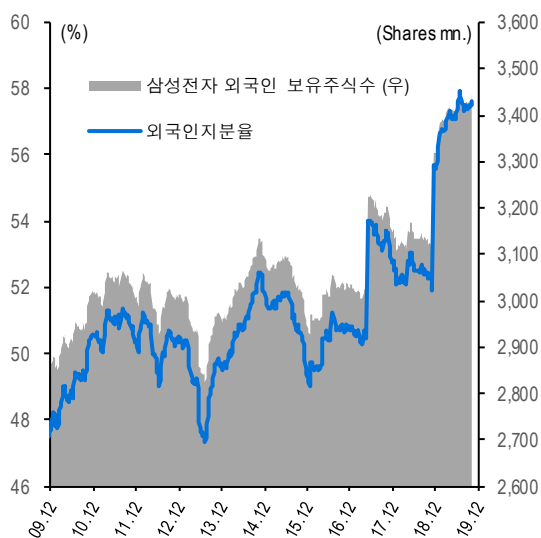
주: 지수변경일(6/14)에 CAP 비율(0.90 예상) 적용하여 비중 감소

2. 외국인 매수여력에 대한 고민

오히려 삼성전자 수급에서 고민할 문제는 외국인 매수의 상한 측면으로 생각한다. 외국인 지분율은 과거 밴드보다 높은 57.65%를 기록했고, 시장의 고민도 외국인의 삼성전자 매수여력이 임계점에 도달하지 않았는가에 향해 있는 것으로 생각된다. 자사주 소각 효과가 지분율을 높인 부분도 있지만, 주식수 변화를 감안한 외국인 보유주식수 레벨도 고점을 경신하고 있다. 최근 필라델피아 반도체지수의 신고가 경신과 MSCI 신흥국 지수 반등도 외국인 수급에 영향을 미친 요인으로 생각되지만, 임계수준에 관해서는 다른 측면도 검증할 필요가 있어 보인다.

작년 MSCI GICS 변경에서 비롯된 IT 섹터 자금흐름 변화에 주목할 필요가 있는데, 구글, 페이스북, 텐센트 등 IT S/W 종목이 커뮤니케이션 섹터로 이전되면서, IT H/W 종목을 지수편입비율이 제고된 점이다. MSCI의 GICS 적용일은 작년 11월 정기변경이었지만, 실제 IT H/W 종목을 리밸런싱은 작년 9/21에 진행된 것으로 관찰된다. MSCI와 공동 지수 컴파일러인 S&P 다우존스 지수의 정기변경이 있었기 때문인데, 실제로 리밸런싱 전후일 IT H/W의 지수편입비율의 증가가 확인된다. 이는 동일 추종자금 대비 매수강도가 강하게 시현될 수 있는 요인으로 작용하며, 최근의 외국인 지분 레벨 증가와도 연관된 유인으로 생각한다.

[차트3] 삼성전자 외국인 지분율은 고점을 경신. 외국인의 추가 매수여력은 제한적으로 보이지만



[표1] MSCI GICS 변경으로 편출된 S/W 비중을 make up 한 IT H/W의 편입비율 증가도 고려 필요

18.9.20 상위종목	비중	9/21 상위종목	비중	증감
APPLE	13.35	APPLE	15.40	2.05
MICROSOFT	10.77	MICROSOFT	13.51	2.74
FACEBOOK	4.92	VISA	4.11	0.82
ALPHABET CLASS C	4.44	삼성전자	3.53	0.96
ALPHABET CLASS A	4.39	CISCO	3.42	0.65
VISA	3.29	INTEL	3.32	0.60
TENCENT	2.81	MASTERCARD	3.12	0.62
CISCO	2.77	NVIDIA	2.47	0.47
INTEL	2.72	TSMC	2.50	0.55
삼성전자	2.57	ORACLE	2.23	0.37

주: 글로벌 IT 패시브 자금 내 비중. 증감은 '18.9.20 대비

3. 충분한 마진, Flow 개선이 보이는 글로벌 IT 패시브

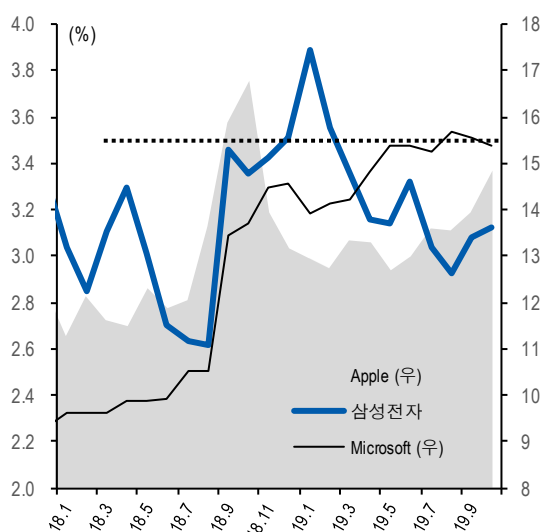
GICS 변경 리밸런싱으로 삼성전자의 18.9월 글로벌 IT 패시브 자금 내 비중은 3.53%까지 증가했다. 문제는 글로벌 IT 내 상대적 주가약세로 최근 1년간 리밸런싱 효과를 받았던 점인데, 지수편입비율의 회복 관점에서 본다면, 외국인의 추가 매수여력은 충 분한 상황으로 생각된다.

weight의 버퍼 외에도 중요한 부분은 추종자금의 inflow 측면으로 생각한다. S/W 종목이 편출되면서 IT H/W 패시브 자금의 AUM과 자금 Flow가 이전대비 크게 낮아진 것은 사실이지만, 7월 이후 자금유입은 \$24.7억의 회복세를 보이고 있다.

최근 MSCI ACWI IT EPS Growth도 +9.4%까지 상승하면서 개선세가 확연한 점도 추가적인 inflow를 기대할 만한 요인으로 생각한다. IT 펀드 플로우는 IT EPS Growth와 상관된 흐름을 보여왔는데, 이익지표 개선은 자금유입에 도움이 될 요인으로 생각한다.

삼성전자의 YTD 기준 투신의 순매수비중은 -0.14%, 금융투자는 -0.08%를 기록하고 있다. 올해 삼성전자 수급개선을 이끄는 주체는 외국인(+1.78%)과 연기금(+0.47%)으로 평가할 수 있다. 패시브 플로우에서만 생각해 본다면, CAP 비율은 적용되어도 낮은 수준에서 결정되어 자금유입 축소는 제한적일 것이며, 오히려 글로벌 패시브 자금의 추가 유입 여건이 형성된 점은 중목 접근에 참고할 만한 사항으로 판단된다.

[차트4] 삼성전자의 GICS 변경 당시 지수편입비율의 회복
관점에서 본다면, 외국인 매수여력은 충분한 상황



[차트5] 글로벌 IT EPS Growth 의 회복도 IT 펀드 inflow 의 추가적인 개선을 기대할 수 있는 요인

