

Credit Investment Maps

3월 신용스프레드는 약보합 전망

회사채 수요예측 및 신용등급

2월 회사채 발행 확정금액은 약 5.6조원으로 마감. 건설사들의 강세 발행이 2019년에도 이어지면서 건설사 디스카운트도 일정 부분 해소. 하이트진로 3년과 5년물 결정금리는 각각 개별민평대비 -25bp, -28bp 레벨에서 결정되면서 시장 기대치를 상회. 다음 주에도 롯데건설과 한신공영의 수요예측이 예정. 한기평은 두산(BBB+/N)을 비롯해 두산중공업(BBB0/N)과 두산건설(BB0/N)의 신용등급을 각각 1 notch씩 하락 조정했고 부정적 아웃룩을 유지

섹터별 발행현황

꾸준히 증가하고 있는 캐피탈채 누적순발행 대비 카드채 누적순발행은 힘을 내지 못하고 있는 양상. 2월 카드채는 7,900억원의 순상환을 기록했는데 이례적으로 7개 전업카드사 모두 순상환을 기록

신용스프레드 및 투자전략

금주 신용스프레드는 캐피탈채 대비 상대적으로 약세분위기였던 카드채가 소폭 강세를 보였을 뿐 연초부터 숨가쁘게 달려왔던 스프레드 축소세가 진정국면에 접어드는 분위기

글로벌 금리가 한차례 하향된 이후 횡보국면을 나타내고 있는 가운데 미중 간 무역협상이 잘 마무리되고 향후 경제지표에 긍정적으로 작용할 경우 하반기 연준의 금리 판단에 영향을 줄 여지는 고려할 필요. 한국의 경우 경제지표가 부진해 국고3년 금리가 기준금리에 근접한 상태에서 지루한 박스권 지속

통상 1~2월에 이뤄지는 신용스프레드의 강한 축소 이후 점진적으로 되돌려졌던 과거와 달리 금년에는 국고금리의 확고한 박스권 인식 하에 신용스프레드의 되돌림도 크지 않을 것으로 예상. 우리는 3월 이후 신용스프레드가 소폭 되돌려지는 약보합 수준으로 언급하고 있는데 뚜렷한 악재가 없는 한 앞으로도 강세분위기가 크게 훼손되지는 않을 것으로 판단

우리는 A급 채권을 최선호하며 저평가 매력이 크거나 등급상향 가능성이 높아 보이는 종목 위주로 크레딧 포트폴리오를 운용중(크레딧 포트폴리오 2호 참조). 특히 현 시점에서 A급 캐피탈채의 상대적 매력이 높은 것으로 판단

미래에셋대우 크레딧 포트폴리오 2호

2018.3.2 이후 미래에셋대우P/F 6.55% > 국채5Y 5.15% > 회사채AA-3Y 3.94%

3월 크레딧 스프레드 전망					(bp)
	특수채AAA 3Y	은행채AAA 3Y	회사채AAA 3Y	회사채AA- 3Y	여전채AA- 3Y
현재	15	18	27	37	43
최고	17	19	30	40	47
평균	15	18	28	38	45
최저	13	15	26	36	43

자료: 미래에셋대우 리서치센터

회사채 수요예측/신용등급

비우량 건설사들의 활발한 수요예측 참여가 이어지고 있는 가운데 한신공영과 한독도 오랜만에 공모채 시장을 찾을 계획이다. 두 업체 모두 3Q18 기준 수익성과 재무건전성 모두 유의미한 개선세를 나타내고 있고 한신공영의 경우 2019년 국가균형발전 프로젝트에 따른 국내 토목 수주 증가도 긍정적인 요인으로 작용할 수 있다.

긍정적 아웃룩을 보유하고 있는 태영건설과 한화건설은 각각 약 3,000억원에 달하는 유효수요가 유입되면서 예상대로 초강세 발행을 이어갔다. 작년부터 이어지고 있는 건설사들의 강세 발행에 건설사 디스카운트도 일정 부분 해소된 것으로 파악된다. 2017년 초 200bp에 육박했던 롯데건설의 등급민평 스프레드는 최근 20bp까지 내려왔고 동 시점 한화건설도 450bp에서 190bp까지 축소세를 이어왔다. 펀더멘털 개선이 나타나고 있는 건설사이며 캐리 투자를 위한 고금리 채권에 건설채 보다 좋은 회사채는 없어 보인다.

연초 2014년 이후 처음으로 5년물 발행을 추진한 하이트진로도 성공적으로 수요예측을 마쳤다. 맥주부문의 영업적자 기조는 2018년에도 이어지고 있지만 적자폭은 2017년 대비 줄어들었다. 2018년 3분기 영업이익(연결)은 728억원으로 전년동기대비 87억원 증가했다. 3년물과 5년물의 유효경쟁률은 각각 5.3배, 3.3배로 가장 높은 경쟁률을 기록했고 결정금리도 개별민평 대비 -25bp, -28bp 수준에서 결정되는 등 시장 기대치를 상회하는 결과였다.

2주전 부정적 검토에 등재되었던 두산과 두산중공업 그리고 두산건설에 대해 한기평이 제일 먼저 신용등급을 하향 조정했고 부정적 아웃룩을 유지했다. 두산중공업의 경우 종전 등급에서 제시되었던 하향 트리거가 그대로 유지되었다. 정부의 탈원전 정책 기조가 지속되고 있는 상황에서 순차입금/EBITDA 10배 이하 유지는 어려워 보인다. 3Q18 기준 두산중공업의 순차입금/EBITDA(별도)는 11.6배를 기록 중이며 한기평이 추정한 2018년말 수치는 9.9배로 파악된다.

표 1. 회사채 수요예측 현황

(억원, bp)

발행기관	신용등급	발행금액/ 예정금액	만기	수요예측 금리밴드			결정금리	미매각	수요예측일	발행일	발행목적
				기준금리	하단	상단					
수요예측 완료기업											
한국투자증권	AA0	3,000	3Y	개별민평3년	-15	15	2	-	2/21	2/28	차환 200, 운영 2,800
한화에너지	AA-	700	5Y	개별민평5년	-20	20	-8	-	2/21	2/28	차환 500, 운영 200
한화에너지	AA-	800	10Y	개별민평10년	-20	20	-37	-	2/21	2/28	차환 400, 운영 400
SK매직	A0	900	3Y	개별민평3년	-20	15	-9	-	2/22	3/5	운영 900
하이트진로	A0	1,110	3Y	개별민평3년	-25	10	-25	-	2/25	3/5	차환 1,100
하이트진로	A0	900	5Y	개별민평5년	-25	15	-28	-	2/25	3/5	차환 900
SK텔레콤	AAA	1,800	3Y	개별민평3년	-20	15	0	-	2/25	3/6	운영 1,800
SK텔레콤	AAA	1,200	5Y	개별민평5년	-20	15	0	-	2/25	3/6	운영 1,200
SK텔레콤	AAA	500	10Y	개별민평10년	-20	15	0	-	2/25	3/6	운영 500
SK텔레콤	AAA	500	20Y	개별민평20년	-20	15	-8	-	2/25	3/6	운영 500
E1	A+	1,300	3Y	개별민평3년	-15	15	-8	-	2/25	3/6	차환 1,000, 운영 300
E1	A+	500	5Y	개별민평5년	-15	15	-3	-	2/25	3/6	운영 500
태영건설	A-	1,000	3Y	개별민평3년	-35	0	-96	-	2/26	3/6	운영 1,000
한화건설	BBB+	500	2Y	개별민평2년	-20	10	-50	-	2/26	3/7	운영 1,000
포스코대우	AA-	1,200	3Y	개별민평3년	-15	15	0	-	2/26	3/7	운영 1,200
포스코대우	AA-	800	5Y	개별민평5년	-15	20	-5	-	2/26	3/7	운영 1,300
한국콜마	A-	1,000	3Y	개별민평3년	-15	15	-17	-	2/27	3/8	운영 1,000
수요예측 예정기업											
롯데건설	A0	600	3Y	개별민평3년	-30	10			3/4	3/12	운영 600
롯데건설	A0	200	5Y	개별민평5년	-30	15			3/4	3/12	차환 200
흥국화재해상보험 (후)	A0	500	10Y		5.00%	5.40%			3/5	3/13	운영 500
LG화학	AA+	1,000	3Y	개별민평3년	-15	15			3/5	3/13	시설 1,000
LG화학	AA+	2,000	5Y	개별민평5년	-15	15			3/5	3/13	시설 2,000

LG화학	AA+	1,000	7Y	개별민평7년	-15	15		3/5	3/13	시설 1,000
LG화학	AA+	1,000	10Y	개별민평10년	-15	15		3/5	3/13	시설 1,000
오일허브코리아여수	A+							3/6		
한독	BBB+							3/6		
한신공업	BBB0							3/7		
오케이캐피탈	BBB+							3/7		

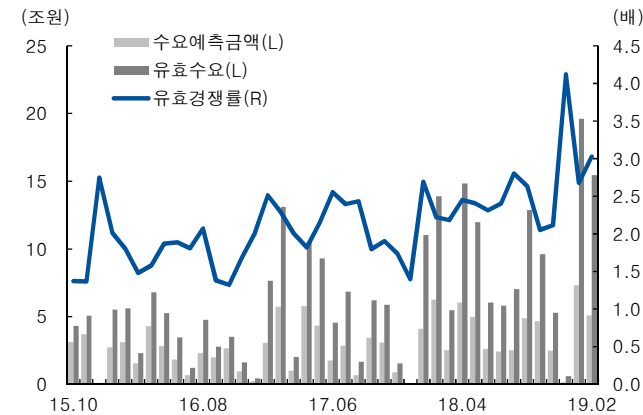
주: 수요예측일과 발행금액은 변경될 가능성이 있음 주2: 볼드체 처리는 증액된 금액 / 이탤릭 볼드체 처리는 감액된 금액 주3: 유효등급 기준 주4: 미매각=실제발행금액-유효수요금액
자료: 전자공시시스템, 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 대표주관 체결기업

회사명	신용등급	수요예측일	체결일	주관사
두산인프라코어	BBB0	3/8	2/18	신영/NH
우리은행		3/8	2/19	하나
SK브로드밴드	AA-	3/18	2/27	NH

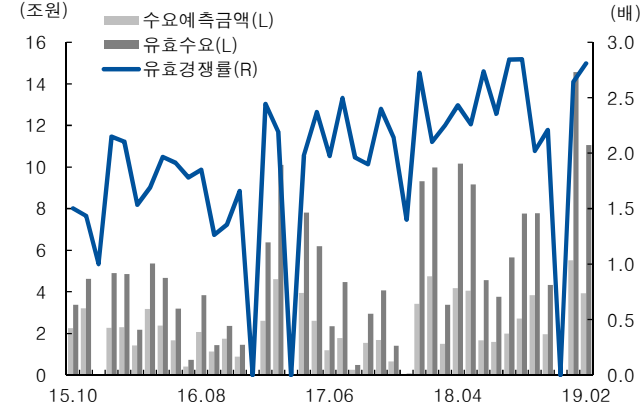
주: 대표주관계약 체결 기업의 수요예측일과 신용등급은 변경될 가능성이 있음 주2: 유효등급 기준
자료: 금융투자협회, 키스넷, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 회사채 유효경쟁률 추이 (전 등급)



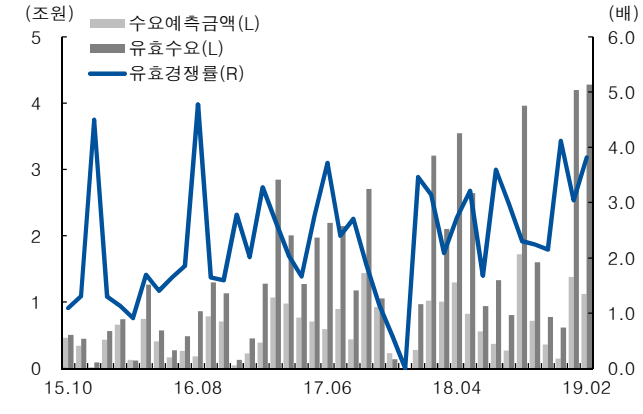
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 회사채 유효경쟁률 추이 (AA등급 이상)



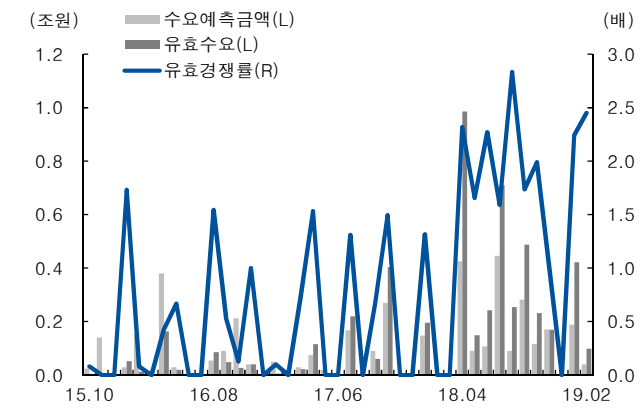
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 회사채 유효경쟁률 추이 (A등급)



자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 회사채 유효경쟁률 추이 (BBB등급 이하)



자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 주간 신용등급 및 등급전망 변동 현황

등급/전망 변경	기업명	공시일	직전등급	현재등급	신평사	내용
등급전망 하락	Nomura Int'l Funding	2019.02.21	AA+/S	AA+/N	한신평	보증제공인인 NH의 해외사업 손실 지속과 영업권 상각 등 일회성 손실로 적자전환
유효등급 하락	웅진	2019.02.27	BBB+/↓	BBB0/↓	한신평	코웨이 인수 완료 시 그룹의 재무부담 증가할 가운데 동사의 구조적 후순위성 심화
유효등급 하락	두산	2019.02.26	A-/↓	BBB+/N	한기평	두산중공업 유상증자 참여(1,500억원)로 계열지원 우려가 현실화
유효등급 하락	두산중공업	2019.02.26	BBB+/↓	BBB0/N	한기평	두산건설 유상증자 참여(3,000억원) 현실화된 가운데 추가적인 지원 우려 내재

주: BBB0 이상만 취급 주2: 단기 및 후순위채 신용등급은 배제 주3: *은 ICR등급 자료: 한국신용평가, 나이스신용평가, 한국기업평가, 미래에셋대우 리서치센터

신용스프레드 및 투자전략

금주 신용스프레드는 캐피탈채 대비 상대적으로 약세분위기였던 카드채가 소폭 강세를 보였을 뿐 대체로 보합권을 형성했다. 연초부터 숨가쁘게 달려왔던 스프레드 축소세가 진정국면에 접어드는 분위기다.

미국 금리는 Fed의 통화완화 분위기와 미중 간 무역협상 기대감이 상존하는 가운데 횡보국면 속 등락을 거듭했으며 국내 금리는 국외적인 요인과 상관없이 지루한 횡보국면을 지속하고 있다. 미국의 금리인상 가능성이 낮아진 상황이지만 미중 간 무역협상이 잘 마무리되고 향후 금융시장이 긍정적으로 반응할 경우 하반기 연준의 금리 판단에 영향을 줄 여지는 있다.

국내외 금리가 한차례 하향된 이후 횡보국면을 나타내고 있고 특히 한국의 경우 경제지표가 부진해 국고3년 금리가 기준금리에 근접한 상태에서 지루한 박스권을 보이고 있다. 통상 1~2월에 이뤄지는 신용스프레드의 강한 축소 이후 점진적으로 되돌려졌던 과거와 달리 금년에는 국고금리의 확고한 박스권 인식 하에 신용스프레드의 되돌림도 크지 않을 것으로 예상된다.

신용스프레드는 뚜렷한 악재가 없는 한 앞으로도 강세분위기가 크게 훼손되지는 않을 것으로 판단된다. 우리는 3월 이후 신용스프레드가 소폭 되돌려지는 약보합 수준으로 언급하고 있다.

우리는 A급 채권을 여전히 선호하며 저평가 매력이크거나 등급상향 가능성이 높아 보이는 종목 위주로 크레딧 포트폴리오를 운용하고 있다(크레딧 포트폴리오 2호 참조). 특히 현 시점에서 A급 캐피탈채의 상대적 매력이 높은 것으로 판단하고 있다.

표 4. 주간 크레딧 스프레드 변동 (2월 28일)

(%, bp)

구분		크레딧 스프레드				전주대비 스프레드 변화				장단기 스프레드		전주대비 변동	
		1Y	3Y	5Y	7Y	1Y	3Y	5Y	7Y	7Y-5Y	5Y-3Y	7Y-5Y	5Y-3Y
국고	국고채	1.773	1.810	1.885	1.989	0.01	0.00	0.01	0.00	10	8	0	1
특수채	AAA	14	17	14	9	0	0	-1	0	6	4	0	1
	AA+	18	22	24	23	0	0	-1	0	9	10	0	0
은행채	산금채	11	14	16	11	0	-1	0	0	6	10	0	2
	중금채	11	14	17	14	0	0	0	0	7	10	0	1
	은행AAA	14	19	19	18	0	-1	0	0	9	7	0	2
	은행AA+	21	26	25	22	0	-1	0	0	7	6	0	2
여전채	AA+	30	36	42	40	0	0	0	0	9	14	-1	1
	AA0	31	42	57	59	0	-1	-1	-1	13	22	0	1
	AA-	32	45	69	77	0	-1	-1	-1	18	32	0	1
	A+	53	114	131	140	-1	-1	-1	0	19	25	0	1
회사채	AAA	21	29	29	25	-2	-1	-1	-1	7	7	0	1
	AA+	23	33	36	40	-1	-1	-2	0	15	10	1	1
	AA0	26	36	42	56	-1	-1	-2	-1	24	13	0	1
	AA-	30	40	53	76	-1	-2	-2	-1	34	21	1	1
	A+	41	69	100	123	-2	-2	-2	-1	33	38	1	1
	A0	58	96	141	166	-2	-1	-2	0	35	53	1	1
	A-	84	140	200	219	-2	-2	-1	0	30	67	1	1
	BBB+	233	402	414	417	-2	-1	-1	0	13	20	1	1

주: 국고채는 수익률(%)을 기재
자료: 본드웹, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 월간 특수채 AAA 스프레드 변화

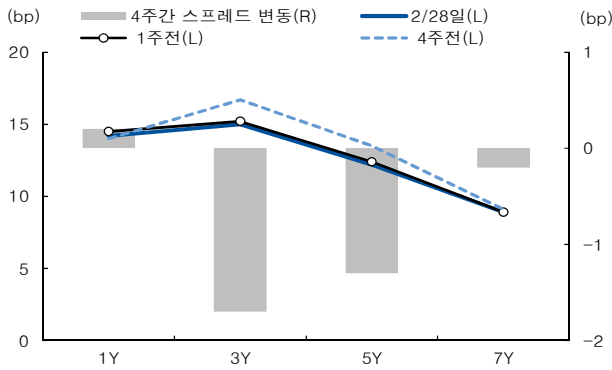


그림 6. 월간 은행채 AAA 스프레드 변화

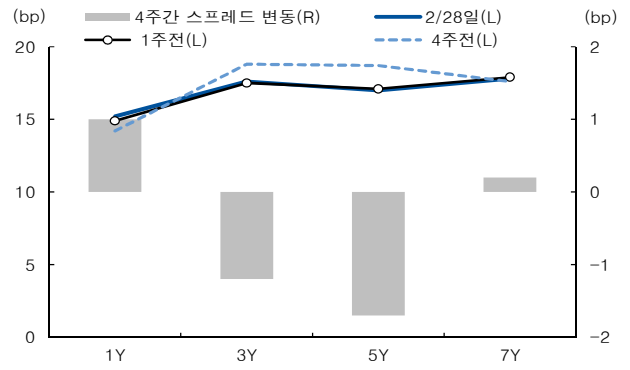


그림 7. 월간 여전채 AA- 스프레드 변화

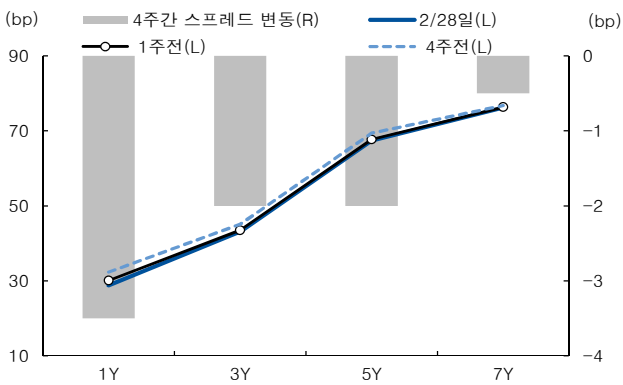


그림 8. 월간 회사채 AA- 스프레드 변화

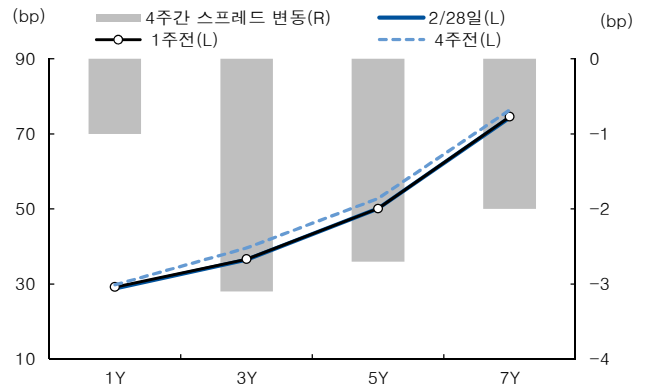


그림 9. 특수채, 금융채 스프레드 추이

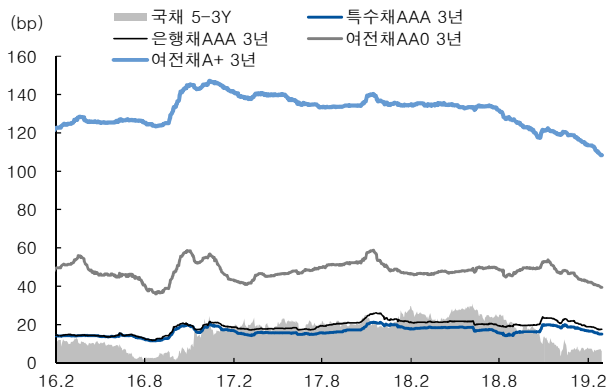


그림 10. 회사채 스프레드 추이

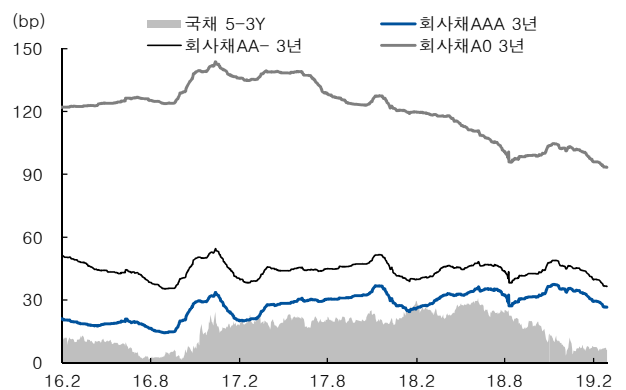


그림 11. 은행채, 특수채, 회사채, 국채 간 스프레드 추이

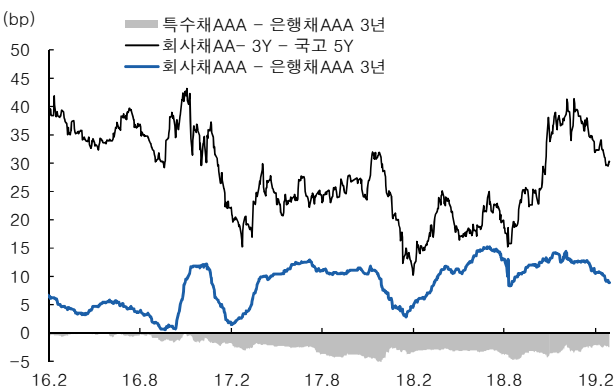
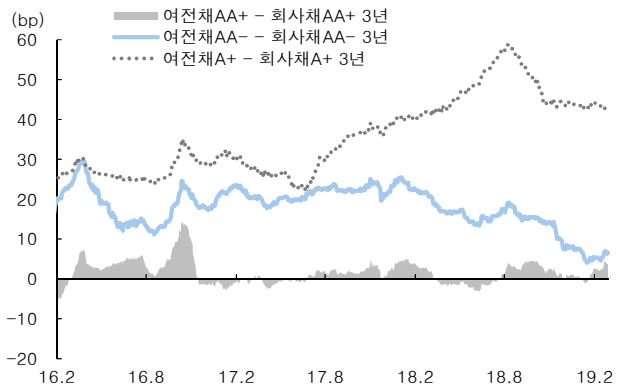


그림 12. 여전채, 회사채간 스프레드 추이



자료: 본드웹, 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

자료: 본드웹, 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

\$SFEJU *OWFTUNFOU .BQT
(ĐèX× ĩ ä yN

·ĐÀÇ üèj " _«;ß

™ L >šD üèj " _«;ß 1 ' 3 ³¿ŁŠ î-Cü ´; : %Ž;"
: ìD ûJ8 :@°lî Ø±À× —øá"Ö D £>IJ Ôñ5ý Ø±À(" _«;ß
ûJ+l î-Cü : šüà ‡ Œ¬8 Ýþîî àž Ńd±À× mÔÀ aÙl šñ;
*_ÿ8 žyŁŠ w£>> šü ç×; °•,Ń± D žQ:°8 Łñ'• ŁÓî

W'ù ¾xûJ+7 ·ĐÀÇ 1 ' ´; : %Ž;" : lî

Ò? 1 ' Â î-Cü ûJ+ vl

± RRûû Â lW×YÁ× ÈÔŁŃ (: ± ´; :x < >'Š
± %Ž;" :x @è5ý Ø; ÈÔŁÈ ñ>...'1 ûJ v' ± ûJ+Š²L Òy Ly Ø;ý ...'; GP
W ·ĐÀÇ ;²-Ā

Ò? . . 8 ¾x ûJ+

Ò? " _«;ß ÚJ Â Sèlì vl

섹터별 발행 현황

그림 16. 특수채 및 ABS 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

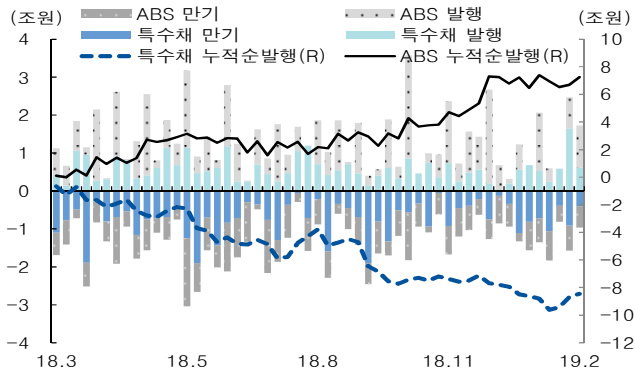


그림 17. 특수채 및 ABS 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

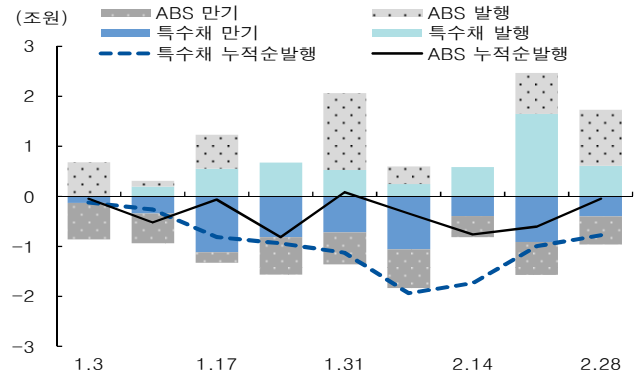


그림 18. 은행채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

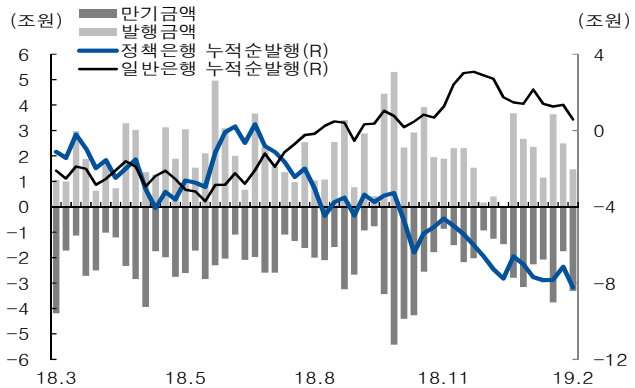


그림 19. 은행채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

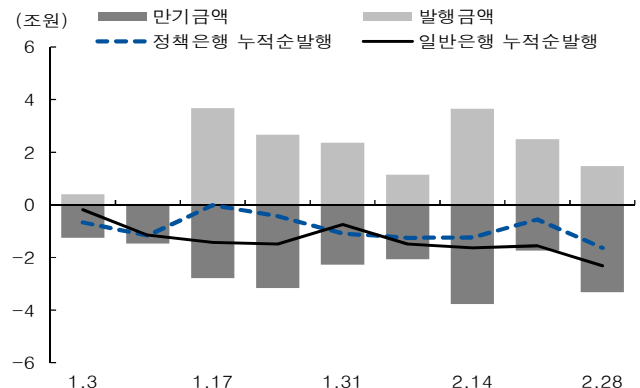


그림 20. 여전채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

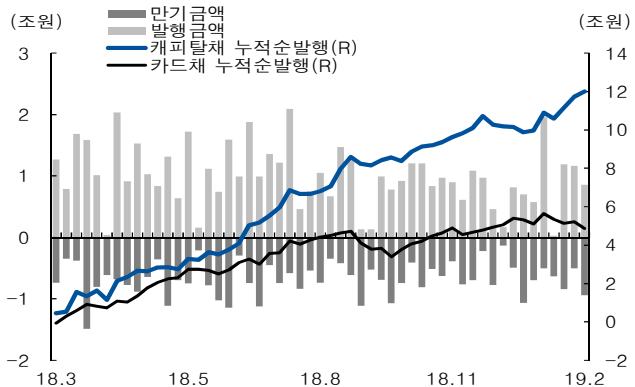


그림 21. 여전채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

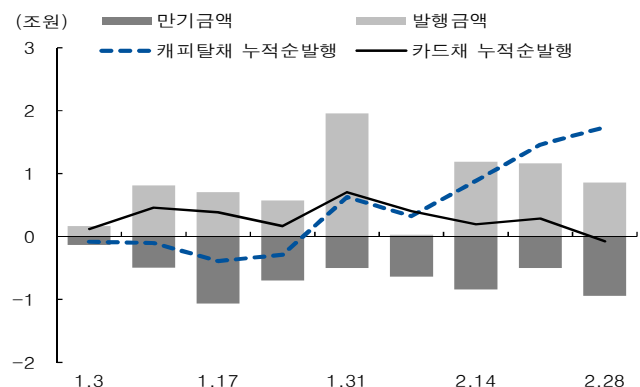


그림 22. 회사채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

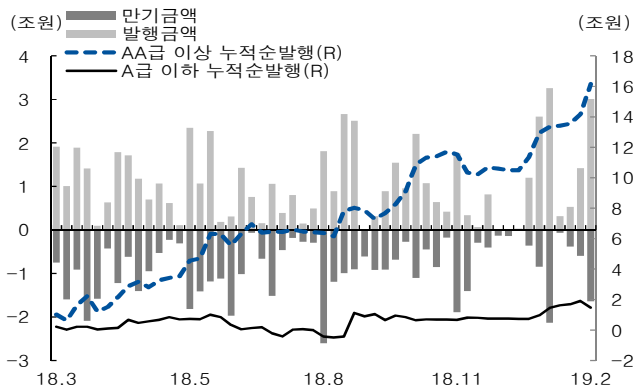
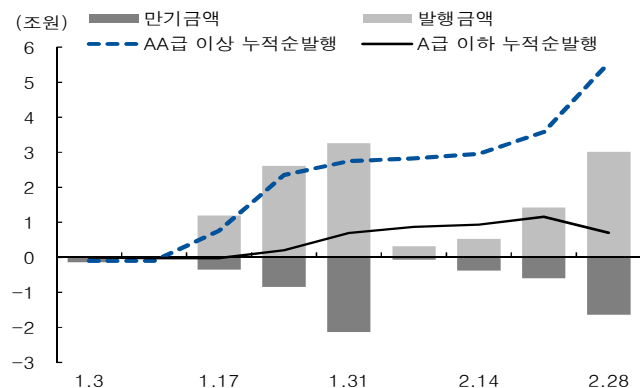


그림 23. 회사채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)



주1: MBS Call 상환 분 미반영. 주2: 정책은행은 산업, 기업, 수출입은행. 주3: 누적순발행은 그래프 시작일을 기점. 자료: KIS-NET, 인포맥스, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.