

Credit Investment Maps

날씨만큼 쌀쌀한 시장될까

회사채 수요예측

연휴 이후 처음으로 진행된 대한항공의 수요예측은 초강세 발행에 성공. 개별민평대비 -125bp에서 발행금리가 결정되었고 800억원을 증액해 총 1,600억원을 발행하기로 결정. 한진해운에 대한 지원 부담 해소와 Capex부담 완화가 예상되는 점이 긍정적으로 작용한 것으로 판단. 한편 9/27일 진행된 하나에프앤아이의 미매각을 기록했지만 증액발행을 결정.

신용스프레드 및 투자전략

금주 신용스프레드는 긴 추석연휴 영향으로 영업일수가 적어 뚜렷한 방향성을 보이지 않음.

대한항공의 수요예측이 대흥행을 했다는 것 보다는 일부 기업에서 유효수요를 채우지 못한 것이 재차 발생했다는 점이 우려스럽게 다가옴. 이제 4분기가 시작되었는데 과거 학습효과를 고려할 때 발행 및 유통 시장 모두 크레딧 채권의 상대적인 약세분위기가 나타날 것으로 예상.

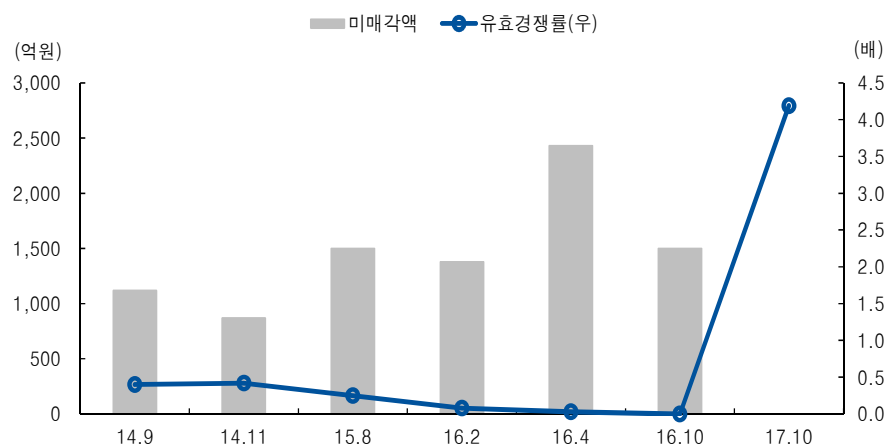
그런데 내년에 채권공급은 풍족하지 않을 것이며 증권사의 발행어음을 통한 기업금융 투자규모 확대는 크레딧 수급에 우호적일 것이므로 금번 4분기는 좋은 투자기회가 될 것으로 판단.

여전채의 회사채 대비 약세현상이 두드러지면서 A급 캐피탈채의 투자매력이 높아짐. 등급에 대한 우려가 적다는 점에서 추천을 지속.

미래에셋대우 크레딧 포트폴리오

2016.4.8 이후 미래에셋대우P/F 5.22% > 회사채AA-3Y 2.87% > 국고5Y 0.84%

Key Chart: 대한항공 수요예측, 이유 있는 반란



자료: 닷트, 미래에셋대우 리서치센터

회사채 수요예측/신용등급 현황

긴 연휴 이후 대한항공의 수요예측이 처음으로 진행되었다. 공시에 따르면 800억원 모집에 3,350억원의 유효수요가 유입되면서 성공적으로 마무리되었다. 대부분의 유효수요가 금리밴드를 크게 하회하면서 발행금액도 애초 금액의 2배인 1,600억원으로 증액 되었다.

과거와 달리 한진해운에 대한 지원 부담이 해소된 가운데 LA월서그랜드센터와 같은 유형자산을 보유하고 있는 점이 긍정적으로 작용한 것으로 보인다. 또한 항공기투자가 감소 추세에 놓여 있어 Capex부담 완화가 예상되는 점도 이번 초강세 발행에 기여한 바가 큰 것으로 판단된다. 9월 셋째 주 수요예측에서 미매각이 연달아 발생하면서 연휴 후 수요예측에 대해서 우려가 존재했었기 때문에 이번 대한항공의 오버부킹이 주는 의미는 크다.

한편 9/27일 진행된 하나에프앤아이의 수요예측에서는 미매각이 발생했다. 지난 3차례 수요예측이 모두 강세 발행되면서 이미 등급민평대비 스프레드가 큰 폭으로 축소되어 있던 영향이 컸던 것으로 보인다. 동사는 9월 중순에 미매각을 기록한 업체들과 마찬가지로 증액 발행을 결정했다.

다음 주에는 KCC건설을 포함해 7개 업체들의 수요예측이 진행될 예정으로 본격적인 4분기 장이 시작될 것으로 보인다. 특히 대한항공이 초강세 발행에 성공한 터라 다음 주 아시아나항공의 수요예측에 주목할 필요가 있다.

표 1. 회사채 수요예측 현황 (억원, bp)

발행기관	신용등급	발행금액/ 예정금액	만기	수요예측 금리밴드			결정금리	미매각	수요예측일	발행일	발행목적
				기준금리	하단	상단					
수요예측 완료기업											
하나에프앤아이	A-	500	1.5Y	개별민평1.5년	-20	10	9	340	9/27	10/13	운영 500
하나에프앤아이	A-	800	2Y	개별민평2년	-20	10	-6	-	9/27	10/13	운영 800
대한항공	BBB0	1,600	1.5Y	개별민평1.5년	-50	0	-125	-	10/11	10/18	차환 1,600
수요예측 예정기업											
키움증권	AA-	1,000	3Y	등급민평3년	-10	30			10/13	10/23	운영 1,000
제이티캐피탈	BBB0	100	1.5Y	4.1%~4.6%					10/16	10/24	운영 100
KCC건설	A-	300	3Y	개별민평3년	-35	5			10/16	10/23	차환 300
아시아나항공	BBB-								10/17		
SK	AA+								10/16~18		
신한금융투자	AA0								10/19		
대웅제약	A+								10/19		

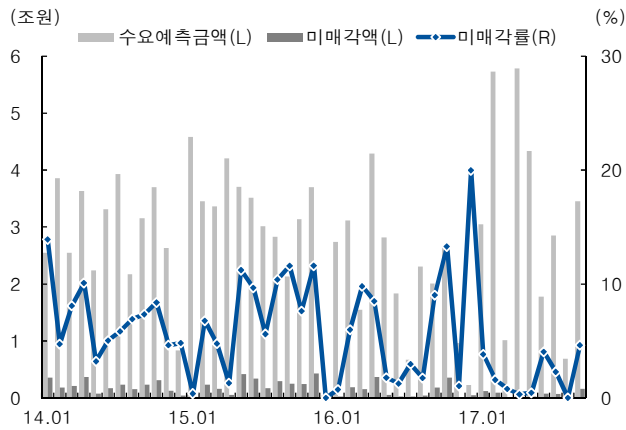
주: 수요예측일과 발행금액은 변경될 가능성이 있음 주2: 불드체 처리는 증액된 금액 주3: 유효등급 기준 주4: 미매각=실제발행금액-유효수요금액
자료: 전자공시시스템, 금융투자협회, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 대표주관 체결기업

회사명	신용등급	수요예측일	체결일	주관사
롯데글로벌로지스	A-	10/18~20	9/25	KB/한투
한진	BBB+	10/18~20	9/25	KB/미래/키움/유안타
위례에너지서비스	발표전	10/20	9/25	미래
LG디스플레이	AA0	10/20	9/25	케이프/한투/KB/NH/미래
롯데로지스틱스	A+	10/23	9/26	신한/미래
한국증권금융	AAA	10/23	9/25	NH
우리은행	발표전	10/23	9/28	메리츠

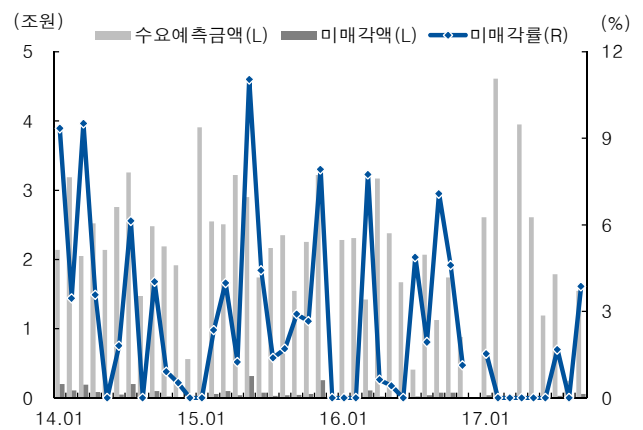
주: 대표주관계약 체결 기업의 수요예측일과 신용등급은 변경될 가능성이 있음 주2: 유효등급 기준
주3: 제주은행 발행은 사모로 전환됨에 따라 배제
자료: 금융투자협회, 키스넷, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 회사채 미매각률 추이 (전 등급)



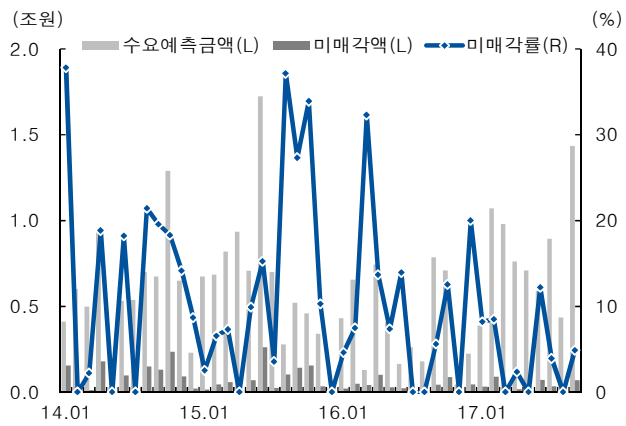
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 회사채 미매각률 추이 (AA등급 이상)



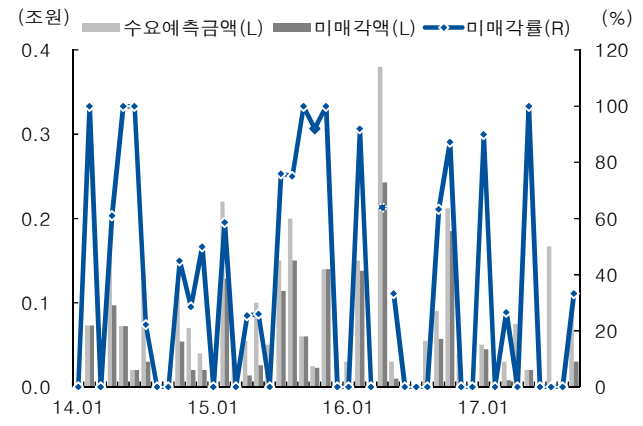
자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 회사채 미매각률 추이 (A등급)



자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 회사채 미매각률 추이 (BBB등급 이하)



자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 주간 신용등급 및 등급전망 변동 현황

등급/전망 변경	기업명	평가일	직전등급	현재등급	신평사	내용
전망 변경	두산인프라코어	2017-10-12	BBB0/N	BBB0/S	한기평	수익성 개선과 재무안정성 유지 전망

주: 유효등급 변경(최근 2개의 평정을 기준)은 볼드체 처리, BBB급 이상만 취급 주2: 후순위채 신용등급은 배제

자료: 한국신용평가, 나이스신용평가, 한국기업평가, 미래에셋대우 리서치센터

신용스프레드 및 투자전략

금주 신용스프레드는 긴 추석연휴 영향으로 영업일수가 적어 뚜렷한 방향성을 보이지 않았다.

금주 수요예측에서 나타난 결과를 보면 영업적, 재무적으로 긍정적 신호가 전개되고 있는 대한항공이 대항행을 했지만, 일부 기업에서 유효수요를 채우지 못한 것이 9월 하순에 이어 재차 발생했다는 점이 크레딧 시장의 상황을 대변하는 것으로 판단한다. 금리매력이 이전 대비 많이 낮아졌고 4분기에 진입했다는 점이 전반적인 크레딧 시장의 투자심리를 위축시켰을 가능성이 크다.

이제 4분기가 시작되었다. 과거 학습효과를 고려할 때 발행 및 유통 시장 모두 크레딧 채권의 상대적인 약세분위기가 나타날 것으로 예상된다.

그런데 내년에 채권공급은 풍족하지 않을 것이며 증권사의 발행어음을 통한 기업금융 투자규모 확대는 크레딧 수급에 우호적일 것이므로 금번 4분기는 좋은 투자기회가 될 것으로 판단한다.

여전채의 회사채 대비 약세현상이 두드러지면서 A급 캐피탈채의 투자매력이 높아졌다. 등급에 대한 우려가 적다는 점에서 추천을 지속한다.

표 4. 주간 크레딧 스프레드 변동 (10월 12일)

(%, 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	1.576	1.895	2.100	2.281	0.05	0.01	0.02	0.02	18	21	-1	2
특수채	AAA	16	17	22	12	0	0	0	0	8	25	-1	1
	AA+	19	22	32	24	0	0	0	0	11	30	-1	2
은행채	산금채	17	17	20	12	0	0	0	0	10	24	-1	2
	중금채	17	17	22	15	0	0	0	0	11	25	-1	2
	은행AAA	21	21	23	18	0	0	0	0	13	23	-1	2
	은행AA+	28	29	29	22	0	0	0	0	11	21	-1	1
여전채	AA+	35	39	48	44	0	0	0	0	15	29	-1	1
	AA0	38	52	67	63	0	0	0	0	14	35	-1	1
	AA-	41	69	84	81	0	0	0	0	16	35	-1	1
	A+	73	134	142	145	0	0	0	0	21	28	-1	1
회사채	AAA	30	32	33	30	0	0	0	0	15	21	-1	1
	AA+	32	38	45	45	0	0	0	0	19	28	-1	1
	AA0	36	42	52	62	0	0	0	0	27	31	-1	1
	AA-	40	47	63	82	0	0	0	0	37	37	-1	1
	A+	69	98	120	134	-1	0	0	0	32	43	0	2
	A0	86	123	161	176	-1	0	0	0	34	58	-1	2
	A-	111	162	214	225	-1	0	0	0	29	73	-1	2
	BBB+	255	423	428	421	0	0	0	0	11	26	0	1

주: 국고채는 수익률(%)을 기재

자료: 본드웹, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 월간 특수채 AAA 스프레드 변화

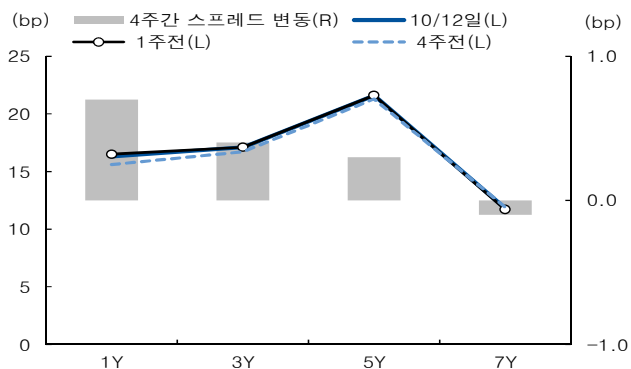


그림 6. 월간 은행채 AAA 스프레드 변화

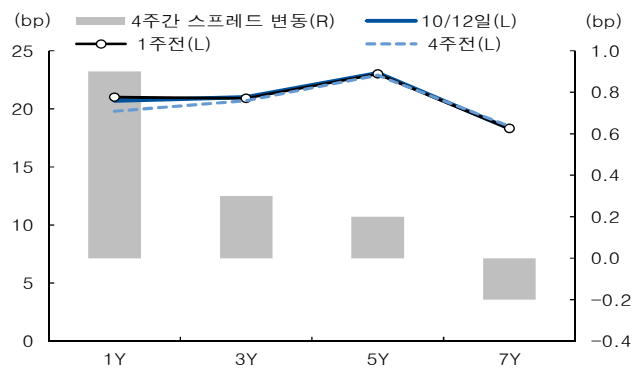


그림 7. 월간 여전채 AA- 스프레드 변화

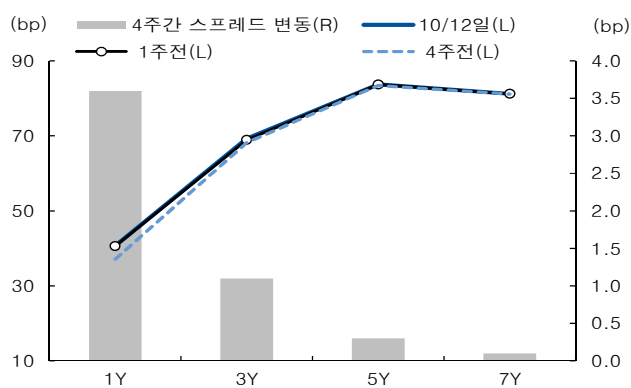


그림 8. 월간 회사채 AA- 스프레드 변화

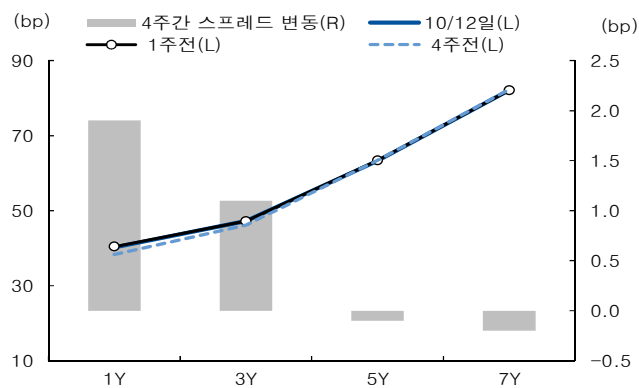


그림 9. 특수채, 금융채 스프레드 추이

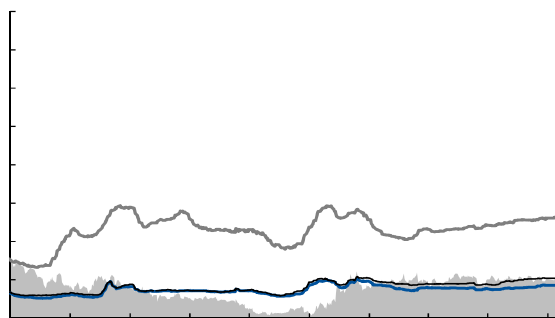


그림 10. 회사채 스프레드 추이



그림 11. 은행채, 특수채, 회사채, 국채 간 스프레드 추이



그림 12. 여전채, 회사채간 스프레드 추이



보유기간별 수익률

표 5. 금리 및 신용스프레드 변화에 따른 보유 수익률 (3개월 보유 시)

(%)

국채금리 변화 ↓	신용SP 변화 →	-0.20%	-0.15%	-0.10%	-0.05%	0.00%	0.05%	0.10%	0.15%	0.20%
-0.10%	국채 5Y	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02
	국채 3Y	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
	여전채AA- 3Y	1.67	1.54	1.41	1.27	1.14	1.01	0.88	0.74	0.61
	회사채AA- 3Y	1.60	1.46	1.33	1.20	1.06	0.93	0.80	0.67	0.53
	여전채AA- 1Y	0.79	0.76	0.72	0.68	0.64	0.61	0.57	0.53	0.50
	회사채AA- 1Y	0.84	0.80	0.76	0.73	0.69	0.65	0.61	0.58	0.54
0.00%	국채 5Y	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57	0.57
	국채 3Y	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58
	여전채AA- 3Y	1.41	1.27	1.14	1.01	0.88	0.74	0.61	0.48	0.35
	회사채AA- 3Y	1.33	1.20	1.06	0.93	0.80	0.67	0.53	0.40	0.27
	여전채AA- 1Y	0.72	0.68	0.64	0.61	0.57	0.53	0.50	0.46	0.42
	회사채AA- 1Y	0.76	0.73	0.69	0.65	0.61	0.58	0.54	0.50	0.47
0.10%	국채 5Y	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
	국채 3Y	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32
	여전채AA- 3Y	1.14	1.01	0.88	0.74	0.61	0.48	0.35	0.22	0.08
	회사채AA- 3Y	1.06	0.93	0.80	0.67	0.53	0.40	0.27	0.14	0.00
	여전채AA- 1Y	0.64	0.61	0.57	0.53	0.50	0.46	0.42	0.38	0.35
	회사채AA- 1Y	0.69	0.65	0.61	0.58	0.54	0.50	0.47	0.43	0.39

표 6. 금리 및 신용스프레드 변화에 따른 보유 수익률 (6개월 보유 시)

(%)

국채금리 변화 ↓	신용SP 변화 →	-0.20%	-0.15%	-0.10%	-0.05%	0.00%	0.05%	0.10%	0.15%	0.20%
-0.10%	국채 5Y	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56
	국채 3Y	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39	1.39
	여전채AA- 3Y	2.44	2.32	2.20	2.08	1.96	1.83	1.71	1.59	1.47
	회사채AA- 3Y	2.29	2.17	2.05	1.92	1.80	1.68	1.56	1.44	1.32
	여전채AA- 1Y	1.28	1.25	1.23	1.20	1.18	1.15	1.13	1.10	1.08
	회사채AA- 1Y	1.27	1.24	1.22	1.19	1.17	1.15	1.12	1.10	1.07
0.00%	국채 5Y	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14
	국채 3Y	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
	여전채AA- 3Y	2.20	2.08	1.96	1.83	1.71	1.59	1.47	1.35	1.23
	회사채AA- 3Y	2.05	1.92	1.80	1.68	1.56	1.44	1.32	1.20	1.08
	여전채AA- 1Y	1.23	1.20	1.18	1.15	1.13	1.10	1.08	1.05	1.03
	회사채AA- 1Y	1.22	1.19	1.17	1.15	1.12	1.10	1.07	1.05	1.02
0.10%	국채 5Y	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71
	국채 3Y	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
	여전채AA- 3Y	1.96	1.83	1.71	1.59	1.47	1.35	1.23	1.11	0.99
	회사채AA- 3Y	1.80	1.68	1.56	1.44	1.32	1.20	1.08	0.96	0.84
	여전채AA- 1Y	1.18	1.15	1.13	1.10	1.08	1.05	1.03	1.00	0.98
	회사채AA- 1Y	1.17	1.15	1.12	1.10	1.07	1.05	1.02	1.00	0.97

표 7. 금리 및 신용스프레드 변화에 따른 보유 수익률 (1년 보유 시)

(%)

국채금리 변화 ↓	신용SP 변화 →	-0.20%	-0.15%	-0.10%	-0.05%	0.00%	0.05%	0.10%	0.15%	0.20%
-0.10%	국채 5Y	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64
	국채 3Y	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35
	여전채AA- 3Y	3.66	3.57	3.47	3.37	3.27	3.18	3.08	2.98	2.89
	회사채AA- 3Y	3.35	3.25	3.15	3.05	2.96	2.86	2.76	2.66	2.57
0.00%	국채 5Y	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
	국채 3Y	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15
	여전채AA- 3Y	3.47	3.37	3.27	3.18	3.08	2.98	2.89	2.79	2.69
	회사채AA- 3Y	3.15	3.05	2.96	2.86	2.76	2.66	2.57	2.47	2.37
0.10%	국채 5Y	1.87	1.87	1.87	1.87	1.87	1.87	1.87	1.87	1.87
	국채 3Y	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95
	여전채AA- 3Y	3.27	3.18	3.08	2.98	2.89	2.79	2.69	2.59	2.50
	회사채AA- 3Y	2.96	2.86	2.76	2.66	2.57	2.47	2.37	2.27	2.18

주: 채권수익률산식 = 보유기간 이자율 - 수정듀레이션*(금리변화폭 - 롤링효과에 따른 금리하락폭), 금리변화에 따른 수익률곡선 Parallel Shift 가정

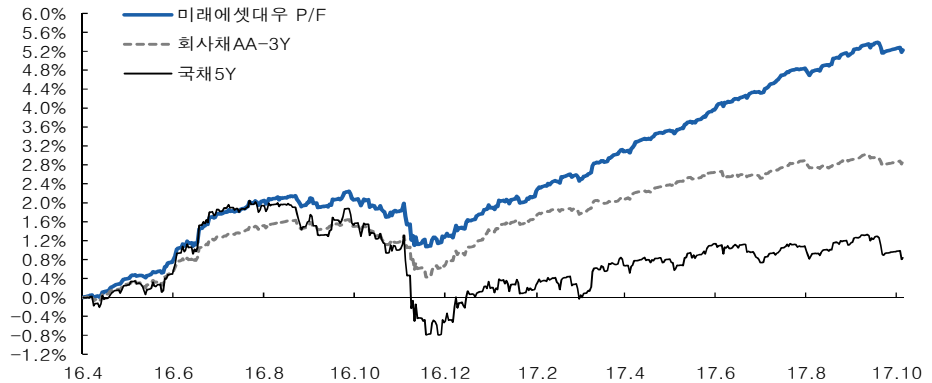
자료: 미래에셋대우 리서치센터

미래에셋대우 크레딧 포트폴리오

2016년 4월 8일부터 가상의 크레딧 포트폴리오(P/F)를 구성하고 벤치마크(국채5Y, 회사채AA-3Y)와의 수익을 비교하고 있다. 국고 금리의 상승폭이 커지면서 최근의 포트폴리오 수익률이 저조했지만 국고 대비로는 선방.

자산별 누적수익률은 P/F 5.22% > 회사채AA-3Y 2.87% > 국고5Y 0.84%이다.

그림 13. P/F 및 벤치마크 수익률 추이

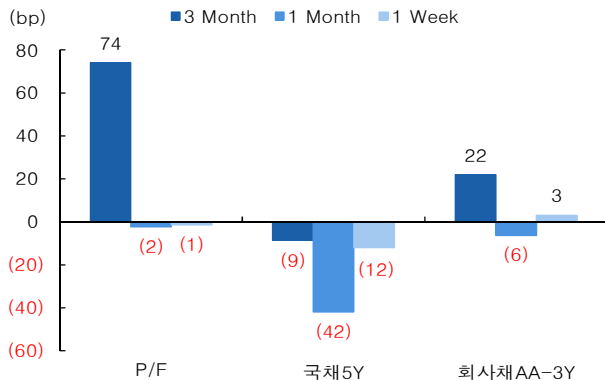


주1: 매매수수료 및 이자소득세는 반영하지 않음. 주2: 국채5Y는 [15-9]국고2000-2103

주3: 회사채AA-3Y는 보간법으로 금리 반영하여 단기계산 후 수익 추산

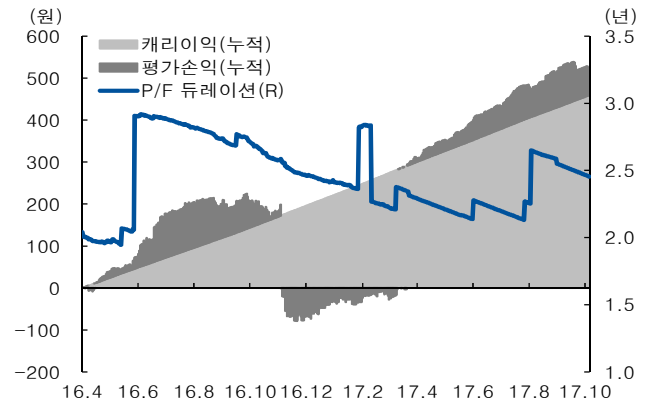
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 3M / 1M / 1W 누적 수익률



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 포트폴리오 손익 및 듀레이션 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 8. P/F 구성종목 상세내역

편입일	편입비중	종목명	신용등급	매입금리	이표금리	만기일	잔존만기	비고
2016-09-22	8.33%	SK인천석유화학14-2	A+	2.492%	2.466%	2021-09-05	4.0년	
2017-02-02	8.33%	한화케미칼246-2	A+	3.198%	3.090%	2021-02-24	3.5년	
2017-02-02	8.33%	동국제강81-2	BB+	7.093%	3.720%	2017-10-23	0.1년	
2017-03-16	8.33%	한솔케미칼35	A-	2.836%	2.776%	2020-01-17	2.4년	
2017-03-30	8.33%	현대비앤지스틸201	A-	2.442%	2.067%	2019-02-26	1.4년	
2017-03-30	8.33%	SK머티리얼즈16	A+	2.287%	2.192%	2019-10-28	2.1년	
2017-06-08	8.33%	태광실업9-2	A0	3.126%	3.125%	2021-05-31	3.7년	
2017-08-03	8.33%	아주캐피탈305-2	A0	3.422%	3.049%	2020-09-04	3.0년	
2017-08-10	8.33%	DGB캐피탈34-3	A0	3.078%	3.042%	2021-07-23	3.9년	
2017-08-10	8.33%	메리츠캐피탈64-3	A0	3.468%	2.912%	2021-08-26	4.0년	
2017-08-10	8.33%	실트론42-2	A-	2.865%	2.995%	2020-02-22	2.5년	
2017-09-06	8.33%	태영건설57	A-	4.201%	4.559%	2019-01-31	1.4년	

주: 유효등급 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

섹터별 발행 현황

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

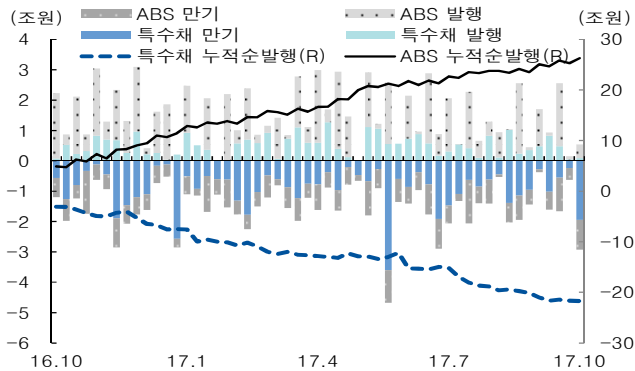


그림 17. 특수채 및 ABS 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

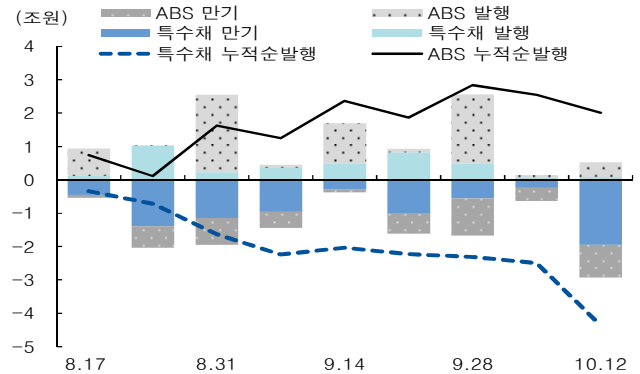


그림 18. 은행채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

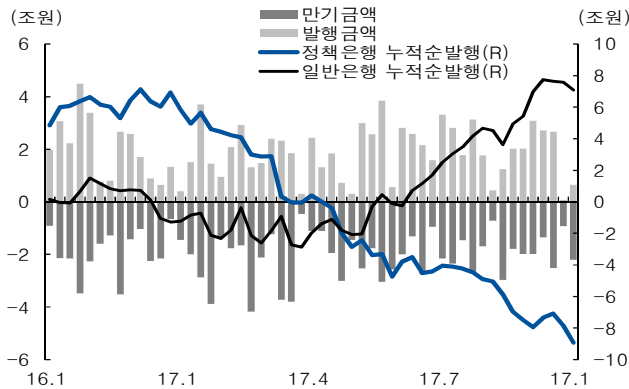


그림 19. 은행채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

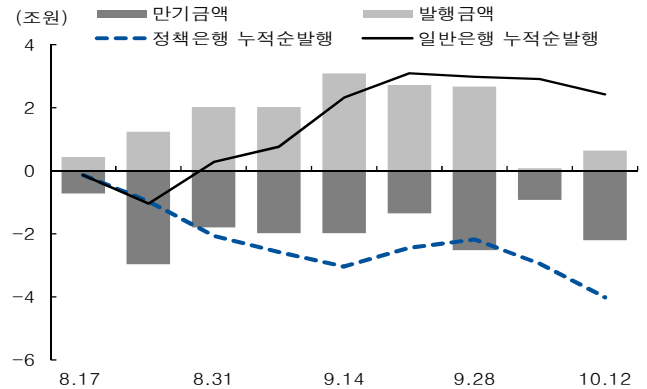


그림 20. 여전채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

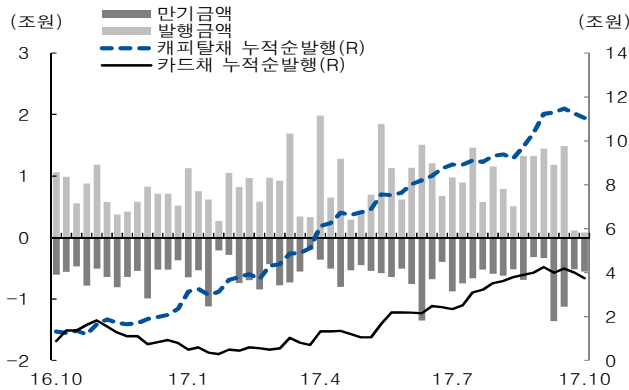


그림 21. 여전채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)

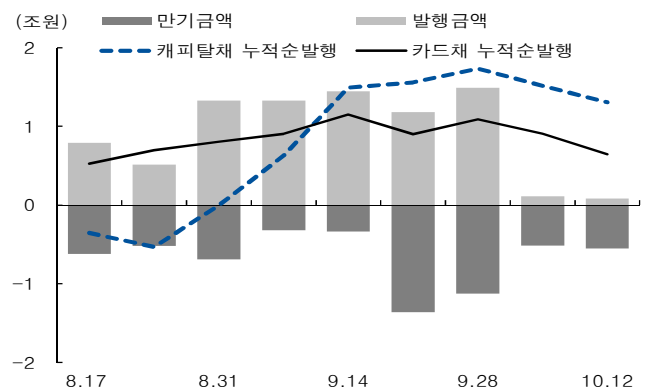


그림 22. 회사채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (1년)

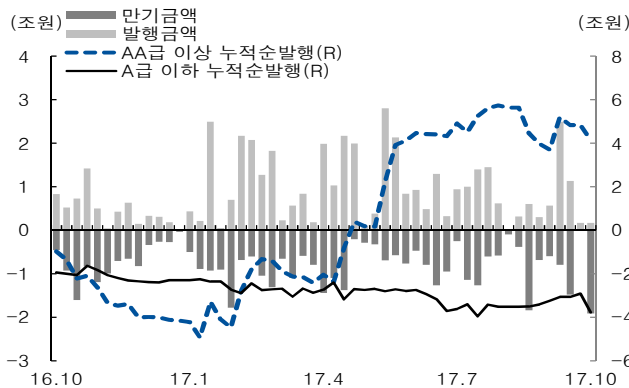
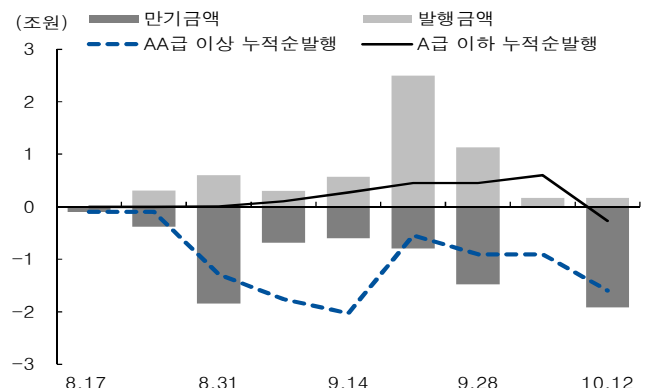


그림 23. 회사채 주별 발행·만기·누적순발행 현황 (2달)



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.